



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

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

Editorial: Deutschland im Aufbruch?



gt/ In wenigen Tagen wählt Deutschland den 21. Bundestag. Die öffentliche Debatte hat sich in den letzten Wochen vornehmlich auf das Thema Migration konzentriert. Dies ist aber nur eines von vielen wichtigen Themen, mit denen sich eine neue Regierung beschäftigen muss. Aus wirtschaftlicher Perspektive steht die Wiederherstellung der Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Volkswirtschaft im Mittelpunkt. In den letzten zehn Jahren kam es hier zu einem bemerkenswerten Abstieg: Im internationalen Ranking von IMD erreichte Deutschland 2014 noch Platz sechs von insgesamt 67 untersuchten Staaten. Dies war vor allem auf die erfolgreiche Umsetzung der vorangegangenen „Agenda 2010“ zurückzuführen. Damals erfolgte innerhalb von acht Jahren ein Anstieg von Platz 25 auf diesen Bestwert.

Aktuell befindet sich Deutschland nur noch auf Platz 24, mit Bahrain, Israel und Luxemburg auf den drei Plätzen davor und Thailand, Österreich und Indonesien auf den drei Plätzen danach. Unser Ambitionsniveau sollte doch deutlich höher sein!

Zumindest der Aktienmarkt antizipiert bereits eine Verbesserung. Der deutsche Leitindex hat in den ersten Wochen dieses Jahres fast alle anderen großen Indizes outperformt – selbst die US-Märkte konnte er übertrumpfen. Die Stimmungsindikatoren zeigen zwar noch keine vergleichbare Dynamik, zumindest aber erste Signale für eine Erholung. Auch der Euro konnte jüngst an Stärke gewinnen. Die Ansatzpunkte für eine signifikante Verbesserung für die deutsche Volkswirtschaft lassen sich leicht aus dem Wettbewerbsindikator ableiten: zu hohe Steuern und Energiepreise, zu viel Bürokratie, mangelnde Infrastruktur – um nur einige zu nennen.

Innenpolitisch könnte 2025 also große Veränderungen mit sich bringen. Aber auch die äußeren Rahmenbedingungen sind im Fluss. Viel wird von Donald Trump abhängen: Welche Zölle kommen in welchem Ausmaß und gegenüber welchem Land? Wie reagieren die Handelspartner darauf? Oder kommt es zu Verhandlungen und eine Eskalation kann abgewendet werden? Die Unsicherheiten bleiben hoch, so dass auch die Wahrscheinlichkeit für unser Basisszenario mit 65 % relativ niedrig bleibt. Das Risikoszenario wird weiterhin mit einer Eintrittswahrscheinlichkeit von 25 % und das Positivszenario mit 10 % bewertet.

Ihre

Dr. Gertrud R. Traud
Chefvolkswirtin/Managing Director

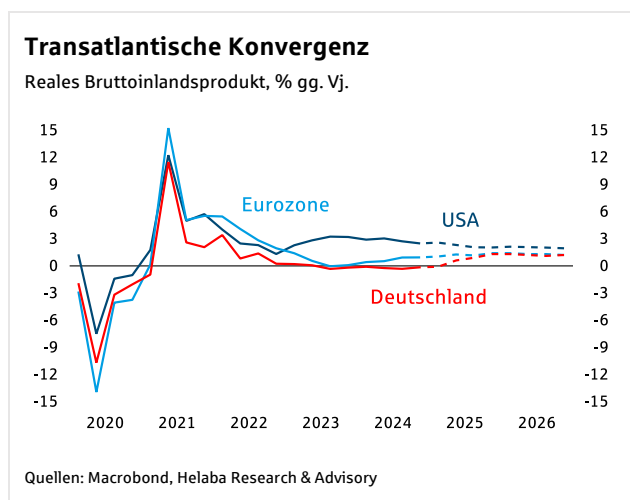
Konjunktur: Alle Blicke sind auf Trump gerichtet



- Weltwirtschaft hat mit Unsicherheitsschub durch Zolldrohungen Trumps zu kämpfen
- US-Wirtschaft weiter robust, Witterung belastete im Januar
- China verbreitet Optimismus, aber Risiken aus dem Handelskrieg sind eindeutig
- Zuletzt etwas besseres Geschäftsklima in Deutschland
- Inflationsraten in Deutschland und der Eurozone zuletzt bei 2,3 % bzw. 2,5 %
- US-Teuerungsrate im Januar bei 3 %, Kernrate 3,3 %

pf/ Wie erwartet hat Donald Trump in den ersten Wochen seiner Amtszeit den Fokus auf jene Politikthemen gelegt, wo er mit Hilfe von Dekreten weitgehenden Spielraum hat. Die schwierigen Diskussionen über Inhalt und Umfang der Steuerreformen werden sich noch länger hinziehen. Hingegen kam aus Washington in kurzer Folge eine ganze Salve von handelspolitischen Offensiven. Während manche fast sofort zeitweise wieder auf Eis gelegt wurden, stehen andere als Ankündigung im Raum. Ob sie wirklich kommen, hängt vielleicht von Verhandlungen ab. Sicher ist nur, dass die **Unsicherheit im Handel mit den USA** enorm zugenommen hat – auch, aber nicht nur, für die Partner in der nordamerikanischen Freihandelszone. In den **USA** selbst zeigt sich die Konjunktur weiter robust – trotz witterungsbedingter Effekte im Januar. Schätzungen für den Anstieg des Bruttoinlandsprodukts (BIP) im ersten Quartal liegen bequem über dem Trend, die Arbeitslosenquote hat sich zuletzt auf niedrigem Niveau stabilisiert.

Obwohl sich Trumps Drohungen bislang mehr gegen die Verbündeten und unmittelbaren Nachbarn der USA gerichtet haben, bleibt **China** im Fadenkreuz. Aus logistischen Gründen musste die US-Regierung die Verzollung von täglich fast 4 Mio. Paketen, deren Wert mit weniger als 800 US-Dollar angegeben ist, auf unbestimmte Zeit aussetzen. Zusatzzölle von 10 % sind aber bereits in Kraft getreten. Mehr kann in den kommenden Monaten folgen.



saz/ Die **deutsche Wirtschaft** wartet weiter auf den Aufschwung. Im Schlussquartal 2024 sank das BIP mit 0,2 % gg. Vj. sogar etwas stärker als das Statistische Bundesamt in der ersten Schnellschätzung Mitte Januar mitgeteilt hatte. Im Januar signalisierten zumindest Unternehmensbefragungen eine etwas bessere Stimmung. Sowohl die Einkaufsmanagerindizes als auch das ifo Geschäftsklima legten zu. Zudem erhöhte sich der ZEW-Saldo der Konjunkturerwartungen im Februar deutlich auf 26 Punkte. Wir gehen davon aus, dass solche positiven Nachrichten in diesem Jahr wieder etwas häufiger vorkommen. Für **2025** erwarten wir kalenderbereinigt ein **Wirtschaftswachstum von 0,7 %**.

Trotz kräftig gestiegener Reallöhne nahmen die **privaten Konsumausgaben** 2024 nur um 0,3 % zu. Im laufenden Jahr dürften die Reallöhne erneut zulegen und entsprechend die Verbraucher mehr konsumieren. Wir rechnen mit einem Anstieg des privaten Konsums von ungefähr 1 %. Momentan nehmen zwar Arbeitsplatzsorgen in einigen Branchen zu, doch die Beschäftigung ist insgesamt auf einem hohen Niveau, sodass die Voraussetzungen für mehr Konsumausgaben durchaus erfüllt sind.

Trotz rückläufiger Wirtschaftsleistung erhöhte sich der **Staatskonsum** im vergangenen Jahr um 2,6 %. Im Hinblick auf die Bundestagswahlen am kommenden Sonntag und der anschließenden Koalitionsbildung ist für 2025 nicht mit einem Politikwechsel zu rechnen, der den Prozess zunehmender Staatsausgaben umkehren wird. Wir gehen daher davon aus, dass die öffentlichen Konsumausgaben auch in diesem Jahr steigen werden (+1 %).

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

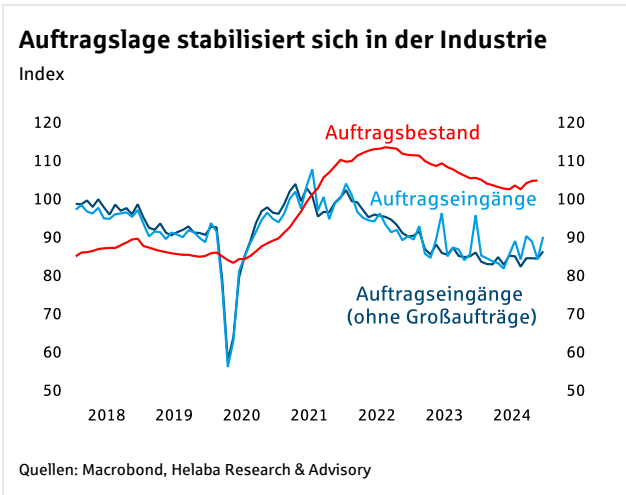
p=Prognose, kalenderbereinigt soweit verfügbar
Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Nach mehreren schlechten Jahren für das Verarbeitende Gewerbe stabilisierten sich hier die Auftrags-eingänge in den vergangenen Monaten. Die Nachfrage stieg sogar so deutlich, dass der Auftragsbestand zunahm – auch wenn dies primär an Großaufträgen liegen dürfte. Die bessere Geschäftslage in der Industrie dürfte 2025 auch dafür sorgen, dass sich die **Ausrüstungsinvestitionen** wieder festigen. Die **Bauinvestitionen** dürften sich 2025 ebenfalls besser entwickeln als in den letzten Jahren. Für positive Wachstumsbeiträge der beiden Komponenten wird es jedoch wohl noch nicht reichen.

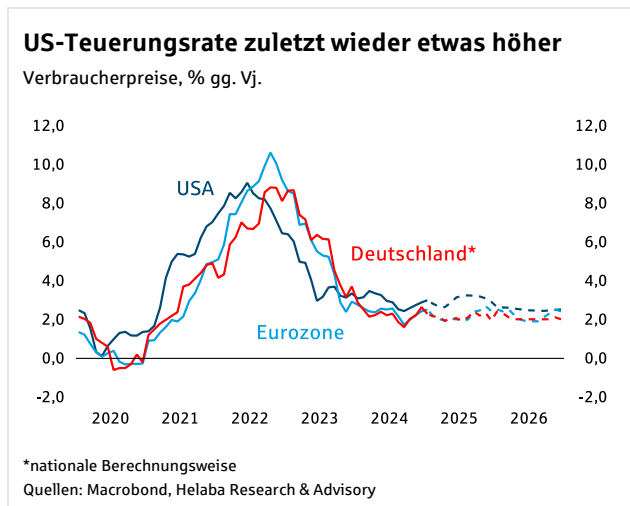
Die jüngsten Zahlen zum deutschen Außenhandel

waren erfreulich. Im Dezember fielen die Exporte um 2,9 % höher aus als noch im November. Auch die Importe nahmen zu (+2,2 %). Wir erwarten, dass sich der deutsche Außenhandel im laufenden Jahr weiter erholen wird und wieder leichte Wachstumsimpulse aus dem Ausland kommen – sofern es nicht zu massiven Zollerhöhungen kommt.

Die **Eurozone** beendete das Jahr 2024 mit einem Wirtschaftswachstum von 0,7 % gegenüber dem Vorjahr. Vor allem Deutschland (-0,2 %), aber auch Italien (0,5 %) bremsten die Konjunktur im gemeinsamen Währungsraum



aus. Frankreich hatte zwar ein schwaches viertes Quartal (-0,1 % gegenüber Vorquartal), jedoch mit 1,1 % eine überdurchschnittliche Wachstumsrate im Gesamtjahr. Erneut war Spanien ein Zugpferd der Eurozone. Mit vier Quartalsraten von 0,8 % oder mehr fiel das spanische Bruttoinlandsprodukt 2024 um 3,3 % höher aus. Für das laufende Jahr gehen wir davon aus, dass die Eurozone mit 1,2 % erneut stärker wachsen wird als Deutschland.



Die **deutsche Inflationsrate** lag im Januar bei 2,3 %. Gegenüber dem Vormonat gingen die Verbraucherpreise um 0,2 % zurück. Vor allem sank der Preis für Güter ab, obwohl die Energiekomponente teurer wurde. Aber auch die Preissteigerungsdynamik bei den Dienstleistungen nahm ab. In der Eurozone nah-

men die Verbraucherpreise im Vormonatsvergleich um 0,3 % ab. In der EU-weiten Rechnung sinkt der harmonisierte Verbraucherpreisindex jedoch meistens im Januar, da dann der Warenkorb angepasst wird. Die Teuerungsrate lag hier im Vorjahresvergleich mit 2,5 % minimal über dem Dezember-Wert von 2,4 %, während die Kernrate auf dem Vormonatsniveau verharrte (2,7 %). Alles in allem ist die bisherige Inflationsentwicklung im Einklang mit unserer Prognose. Für 2025 erwarten wir für Deutschland eine durchschnittliche Inflationsrate von 2,1 % und in der Eurozone 2,2 %.

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	2,8	2,5

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

In den **USA** gab es zum Jahresauftakt einen Schock: Der Verbraucherpreisindex stieg um 0,5 % gg. Vm. (3 % gg. Vj.), der Kernindex um 0,4 % (3,3 % gg. Vj.). Damit stellt sich die Frage, ob unsere jüngste Prognoseänderung für den Jahresdurchschnitt 2025 von 2,5 % auf 2,8 % bei der Gesamtteuerung nicht zu vorsichtig war. Angesichts der diversen potenziellen neuen Einfuhrzölle droht relativ kurzfristig ein Schub „importierter Inflation“. Mittelfristig dürfte das Vorgehen der US-Regierung gegen die Zuwanderung zudem zu höherem Lohndruck führen. Weitere Fortschritte im Disinflationprozess stehen daher zunehmend in Frage.

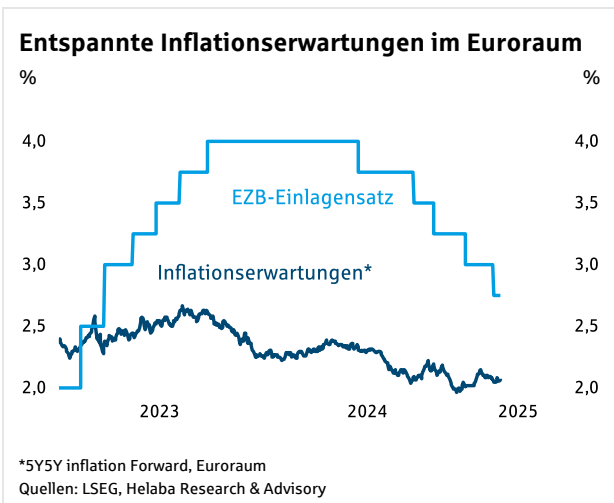
Geldpolitik: EZB senkt zügig – Fed im Warte-Modus



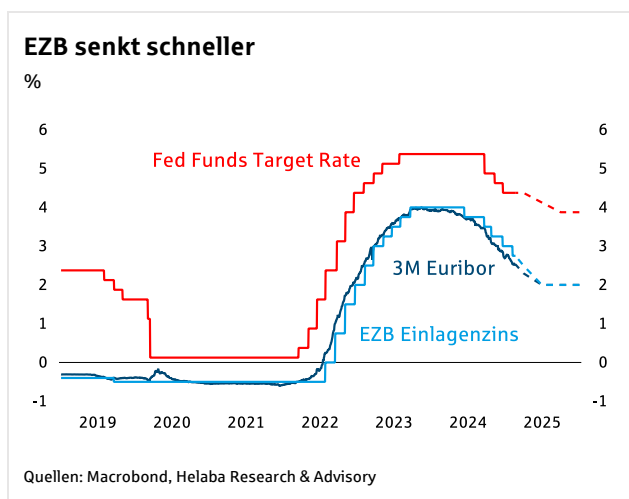
- EZB dürfte Kurs halten und im März den Einlagensatz auf 2,5 % senken
- Moderte Inflationserwartungen und Wachstumsschwäche geben Zinssenkungsspielraum
- Die geopolitische kritische Lage Europas spricht ebenfalls für eine lockere Geldpolitik
- In den USA ist die Fed in den Warte-Modus gewechselt und „hat es nicht eilig“
- Weitere Senkungen der Federal Funds Rate in den kommenden Monaten hängen wohl nicht zuletzt vom Umfang der Zollerhöhungen und den resultierenden Inflationsimpulsen ab

uk/ Europa ist nicht nur militärisch, sondern zunehmend auch **wirtschaftlich gefordert**. Niedrigere Leitzinsen können der angeschlagenen Eurozone **mehr Stabilität** verleihen. Voraussetzung ist allerdings, dass die **Inflationserwartungen** unter Kontrolle sind. Dies ist der Fall, zuletzt haben sich die Annahmen der Investoren, ablesbar an den Terminmärkten, wieder zurückgebildet und liegen bei rund 2 %. Hält die EZB ihr **Tempo** bei und senkt die Leitzinsen in den kommenden EZB-Ratssitzungen um jeweils **25 Basispunkte**, wird dieses Niveau bis zur **Jahresmitte** erreicht sein.

Gegen eine darüberhinausgehende Lockerung der Geldpolitik sprechen jedoch die nach wie vor bestehenden **strukturellen Inflationsrisiken**. Die EZB muss in diesem Zyklus vorsichtig agieren, um das gerade zurückgewonnene **Vertrauen** nicht wieder zu verspielen. Eine deutlich steilere Zinsstrukturkurve hätte negative Folgen für die angestrebten Investitionen im Euroraum und würde zu **weniger Stabilität** führen.



pf/ Der Disinflationprozess in den USA ist ins Stocken gekommen. Der Optimismus, dass sich die Teuerung weiter in Richtung des Inflationsziels der **Fed** bewegt, kollidiert dabei zunehmend mit der Realität: Im Wochentakt kündigt US-Präsident Trump derzeit neue Zölle an. Selbst wenn nur ein Teil davon eingeführt wird, droht ein Schub „importierter Inflation“. Unsere Ende Januar von drei auf **zwei Zinssenkungen** geänderte Fed-Prognose für das laufende Jahr hängt daher davon ab, dass ein Großteil der Zollerhöhungen nur Drohkulisse ist oder noch wegverhandelt wird.



%	aktuell*	Q1/25	Q2/25	Q3/25	Q4/25
3M Euribor	2,53	2,30	2,00	2,00	2,00
EZB Einlagenszins	2,75	2,50	2,00	2,00	2,00
Fed Funds Rate	4,38	4,38	4,13	3,88	3,88

* 19.02.2025

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Forderungen Trumps nach niedrigeren Leitzinsen wird die Fed nicht nachkommen, falls diese nicht fundamental gerechtfertigt sind. Selbst wenn Trump im Mai 2026 einen gefügigen Fed-Präsidenten installiert, wird der im FOMC nur eine Stimme haben. Die anderen Gouverneure haben gestaffelte Amtszeiten. Außer Powells Posten wird Trump nur einen anderen neu besetzen können, vorausgesetzt, keiner der Geldpolitiker tritt frühzeitig ab. Die Besetzung der Chefposten der regionalen Ableger der Fed liegt sowieso außerhalb des Einflusses des US-Präsidenten.

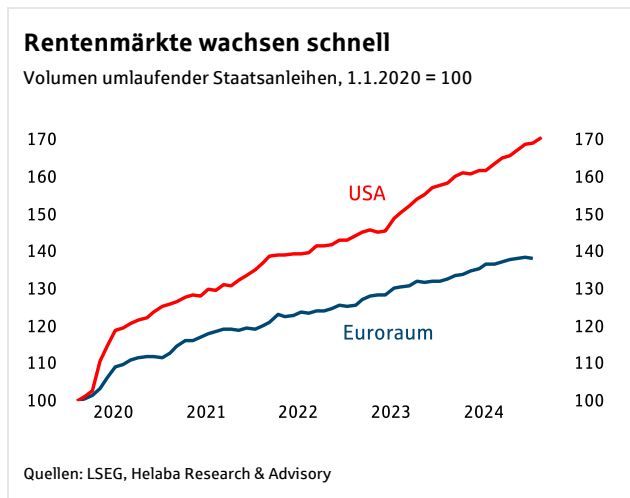
Staatsanleihen: Investoren gesucht



- Investoren an den Anleihemärkten sehen sich einem wachsenden Angebot gegenüber
- Europa muss offenbar mehr Geld in die militärische Verteidigung stecken als bisher geplant
- EZB dürfte die Euro-Wirtschaft angesichts der kritischen Lage nach Kräften unterstützen
- Weniger Lockerung durch die Fed, Prognosen für Treasuries und Bunds wurden leicht angepasst
- 10-jährige US-Treasuries zum Jahresende bei rund 4,5 % erwartet
- Rendite 10-jähriger Bunds notiert zum Jahresende bei 2,5 %

uk/ Die Entwicklung der Renditen ist seit unserem letzten Monatsausblick **richtungslos** geblieben. Die Politik der neuen US-Administration ist noch mit vielen Fragezeichen versehen. Hinzu kommt die **wachsende Verunsicherung** der europäischen Staaten, die offenbar mehr Geld in ihre Verteidigung stecken müssen als bisher geplant.

Doch wo soll dafür gespart werden? Investoren rechnen daher mit **steigenden Staatsdefiziten**. Viele Euro-länder sind jedoch bereits hoch verschuldet. Deutschland hat hier – auch dank der Schuldenbremse – noch den größten finanziellen Spielraum.

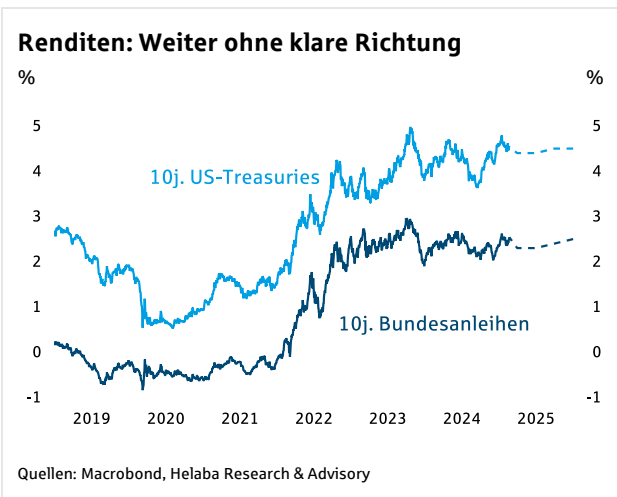


In den letzten fünf Jahren ist das **Volumen ausstehender Euro-Staatsanleihen** bereits um rund **40 %** gestiegen. Gleichzeitig bauen die europäischen Zentralbanken ihre Anleihebestände planmäßig und kontinuierlich ab. Noch befindet sich rund ein Drittel aller Euro-Staatsanleihen in ihren Portfolios. Vor diesem Hintergrund verhalten sich **Investoren eher vorsichtig**. Hinzu kommt, dass sich die Emissionstätigkeit seit der Pandemie weltweit deutlich belebt hat. Vor allem in den USA ist viel „Konkurrenzmaterial“ zu Euro-

Staatsanleihen auf den Markt gekommen: In den letzten fünf Jahren hat sich das **Volumen von US-Treasuries**, getrieben durch die deutlich gestiegene Verschuldung der USA, um fast **70 %** erhöht.

In den **USA** besteht auch abseits der Schuldenproblematik wenig Spielraum für Kursgewinne. Sowohl die **Wachstums- als auch die Inflationsaussichten** sprechen dagegen. Letztere haben wir für die USA leicht angehoben. Die Fed lockert in diesem Jahr **weniger als erwartet**, so dass vor diesem Hintergrund die Renditen für US-Treasuries und Bundesanleihen **leicht angepasst** wurden.

Anders stellt sich das fundamentale Umfeld der **Eurozone** dar. Insbesondere in Deutschland sind die Wachstumsaussichten mit vielen Fragezeichen versehen und das Damoklesschwert höherer Zölle schwebt über der Konjunktur. Die **Inflation** in der Eurozone blieb im Januar im Rahmen der Erwartungen und dürfte im Jahresverlauf **tendenziell sinken**. Dies gibt der EZB den erhofften Spielraum, denn die Währungshüter werden angesichts der **schwierigen Gesamtsituation in Europa** ein großes Interesse daran haben, die Euro-Wirtschaft so gut wie möglich zu stützen. Die Rendite 10-jähriger US-Treasuries erwarten wir bis zum Jahresende im Bereich von **4,5 %**, die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen dürfte bei rund **2,5 %** liegen.



%	aktuell*	Q1/25	Q2/25	Q3/25	Q4/25
10j. Bundesanl.	2,56	2,30	2,30	2,40	2,50
10j. US-Treasuries	4,53	4,40	4,40	4,50	4,50

* 19.02.2025
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

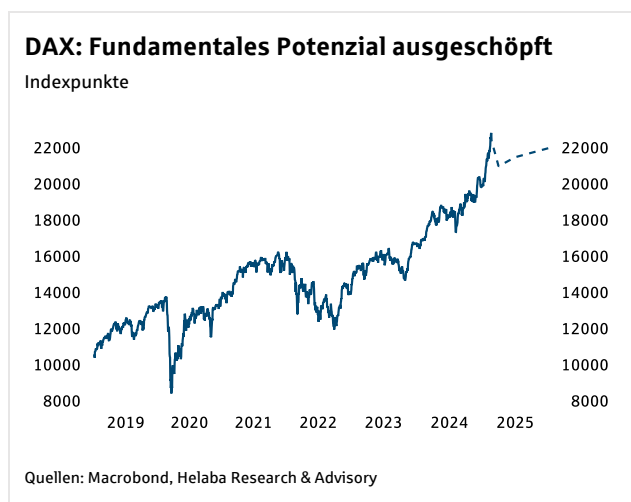
Aktien: Anzeichen einer Überhitzung



- Euro-Aktien führen Performance-Rangliste der wichtigsten Indizes an
- Sentix und ZEW liefern erste Signale einer Aufhellung der Konjunkturperspektiven
- Gewinnerwartungen für DAX-Unternehmen werden weiter nach oben revidiert
- Anlegerstimmung in den USA und Deutschland kühlt eher ab
- DAX hat inzwischen den fairen Bereich nach oben verlassen
- Technisch ist der DAX inzwischen in den Überhitzungsbereich vorgedrungen

mr/ Der DAX lässt inzwischen im Monatsrhythmus eine Tausender-Hürde hinter sich. Gegenüber dem Jahresresultimo legte er in der Spitze rund 15 % zu. Damit konnten Investoren schon jetzt **doppelt so viel verdienen** wie in einem durchschnittlichen Aktienjahr. Ähnlich stark präsentierte sich auch sein europäisches Pendant, der EURO-STOXX 50. Andere Indizes aus dem Euroraum verbuchten ebenfalls zweistellige Zuwächse. Dagegen folgt der koreanische Kospi, der angesichts seiner Zusammensetzung häufig als Indikator für die Weltwirtschaft herangezogen wird, mit deutlichem Abstand. Auch die bisherigen Taktgeber der Rally, S&P 500 und Nasdaq, konnten zuletzt

nicht mehr Schritt halten. Noch schwächer präsentieren sich chinesische und japanische Titel.

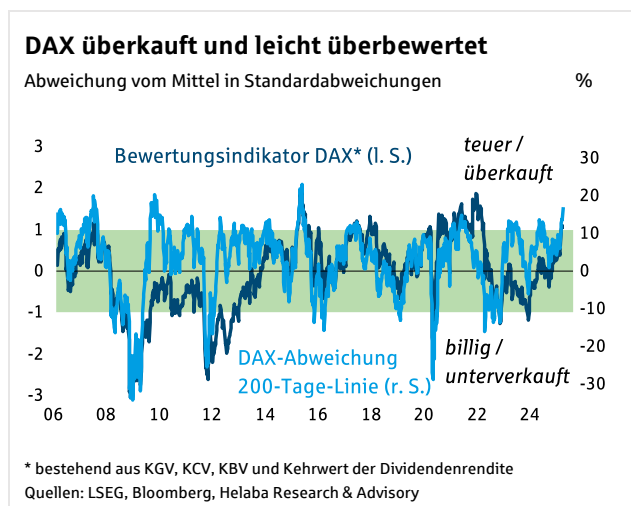


Warum sind europäische und insbesondere deutsche Dividentitel derzeit so gefragt? Neben Gründen wie **Zinssenkungsfantasien** und zuletzt **positiven Gewinnüberraschungen** sind es in erster Linie Bewertungsdifferenzen, die in den letzten Monaten zu einer **Reallokation** internationaler Investoren geführt haben. So war zuvor die Outperformance des S&P 500 gegenüber dem DAX nicht in ausreichendem Maße durch eine stärkere Entwicklung der Unternehmensgewinne gedeckt. Dadurch wurde der S&P 500 nicht nur absolut, sondern auch relativ zum DAX sehr teuer.

Nicht zuletzt die Zweifel an der mit dem Megatrend KI verbundenen Wachstumsfantasie bei den US-Schwerge- wichten haben in den letzten Wochen offensichtlich zu einer **Neuorientierung global agierender Anleger** beigetragen und dafür gesorgt, dass die Lücke zum DAX nun verkleinert wird.

Indexpunkte	aktuell*	Q1/25	Q2/25	Q3/25	Q4/25
DAX	22.434	21.000	21.500	21.750	22.000
Euro Stoxx 50	5.461	5.100	5.200	5.250	5.300
S&P 500	6.144	6.250	6.300	6.350	6.400

* 19.02.2025
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory



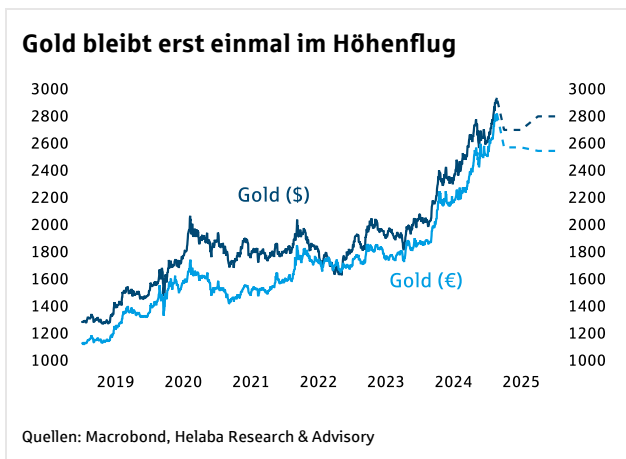
Wie lange wird sich dieser Trend fortsetzen? Kurzfristig werden Märkte bekanntlich mehr von Themen oder Trends bestimmt als von fundamentalen Faktoren. Dies führt häufig dazu, dass **in beide Richtungen übertrieben** wird. Mittelfristig nähern sich Aktien dann aber wieder ihrem fundamentalen Wert an.

Der obere Rand des **fairen Bewertungsbandes** für den DAX verläuft derzeit bei rund 21.600 Punkten. Der DAX ist somit gemessen an seiner eigenen Historie inzwischen **leicht überbewertet**. Auch technische Indikatoren signalisieren mittlerweile eine **gewisse Überhitzung**. So notierte der DAX zuletzt rund 18 % über seinem 200-Tage-Durchschnitt. Die normale Abweichung beträgt +/- 10 %. Nach der Rally der vergangenen Wochen ist die Luft für Aktien also sehr dünn.

Gold: Glänzende Aussichten



- Neue Rekordstände 2025 sowohl in Dollar- als auch in Eurorechnung
- US-Präsident Trump befeuert mit seiner Handels- und Geopolitik die Nachfrage
- Unsicherheit über künftige Inflation und auch Staatsverschuldung als Treiber für Gold
- Strukturelle Nachfrageverschiebung durch Käufe von Notenbanken hält an



der psychologisch wichtigen Marke von **3.000 USD**. Ob sie 2025 temporär oder nachhaltig fällt, wird sich im transatlantischen Verhältnis entscheiden.

cw/ Gold knüpft mit neuen **Rekordmarken** beinahe nahtlos an das vergangene Jahr an, sowohl mit knapp **2.920 US-Dollar** als auch mit gut **2.815 Euro** je Feinunze. In den ersten beiden Monaten des Jahres weist Gold ein Plus von rund **13 %** auf. Ein Großteil der aktuellen Dynamik geht auf **US-Präsident Trump** zurück. Seine erratische Handelspolitik befeuert die Sorgen vor **Inflation**. Zugleich fürchten Anleger eine ausufernde **Staatsverschuldung**. Die strukturelle Verschiebung der **Goldnachfrage**, die zuvor bereits für Rekordstände gesorgt hat, wird zusätzlich befeuert. Seit drei Jahren kaufen **Zentralbanken** über **1.000 Tonnen Gold** pro Jahr, um sich gegenüber dem US-Dollar zu diversifizieren. Dieser Trend könnte sich verstärken. Gold kratzt an

Preis / Feinunze	aktuell*	Q1/25	Q2/25	Q3/25	Q4/25
Gold in Euro	2.814	2.571	2.571	2.545	2.545
Gold in US-Dollar	2.933	2.700	2.700	2.800	2.800

* 19.02.2025 Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Rohöl: Zwischen Sanktionsauswirkungen und Hoffnung auf Lockerung



- Nach USA-Russland-Gesprächen Spekulationen über Friedenslösung in der Ukraine
- OPEC+ zieht erneute Verschiebung der Output-Erhöhungen in Betracht
- Internationale Energieagentur (IEA) senkt Erwartung des Überschussangebots im Jahr 2025
- Globaler Industrie-Stimmungsindikator wieder über Wachstumsschwelle gestiegen



grenze überwinden. Die Internationale Energieagentur hat die **Schätzung des Überangebots** 2025 derweil reduziert. So ergibt sich ein Bild, wonach weiter mit **graduellen Anstiegen** der Ölnotierungen zu rechnen ist.

ru/ Vor allem die **US-Politik** ist derzeit ein Quell der **Verunsicherung**. Die Zollpolitik ist mit Risiken behaftet und könnte global Wachstum kosten, was die Ölnachfrage belasten würde. Dass es zu Handelskriegen kommt, ist aber keineswegs sicher. Zudem soll die US-Wirtschaftspolitik unter anderem auf das Ziel ausgerichtet werden, die Energiepreise zu senken („**Drill baby, drill!**“). Die Break-even-Preise der Fracking-Unternehmen liegen jedoch zwischen 60 und 70 USD/Barrel, sodass fraglich ist, ob die Politik Trumps Erfolge zeigt. Derweil sind Spekulationen vorhanden, die **Sanktionen** gegen Russland und den Iran belasteten das Angebot und die **OPEC+** denkt über eine erneute Verschiebung der für April avisierten Fördermengenausweitung nach. Zuletzt konnte zudem der globale Industrie-Einkaufsmanagerindex wieder die Wachstumsgrenze überwinden.

Preis / Barrel	aktuell*	Q1/25	Q2/25	Q3/25	Q4/25
Rohöl Brent	76	80	82	82	83

* 19.02.2025 Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

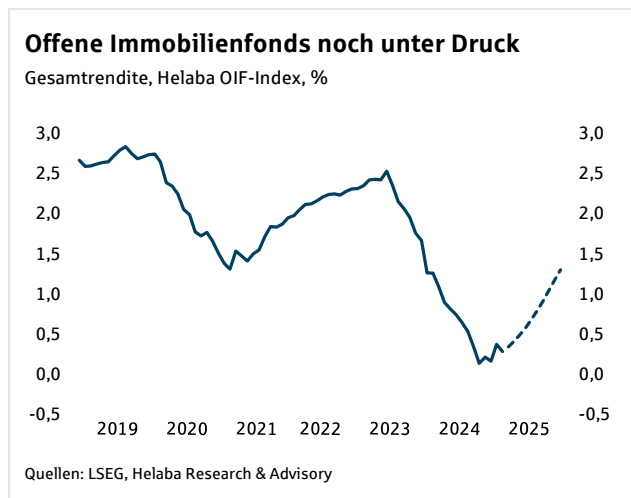
Immobilien: Aufhellung in allen Marktsegmenten



- Jahresperformance offener Immobilienfonds zuletzt bei 0,25 %
- Nettomittelabflüsse der Fonds betragen im Dezember 611 Mio. Euro
- Korrektur am Wohnungsmarkt ist abgeschlossen, Preise liegen rund 2 % über Vorjahresniveau
- Positive Mietentwicklung von Einzelhandelsimmobilien stützt Kapitalwerte
- Büroimmobilienpreise leicht gestiegen – Abwertungsrisiken bleiben bestehen
- Preise für Gewerbeimmobilien werden sich 2025 weiter erholen

pr/ Die Performance **offener Immobilienfonds**, gemessen am „Helaba OIF-Index“, lag Anfang Februar bei 0,25 %. Der Index bildet die durchschnittliche jährliche Wertentwicklung von neun deutschen Immobilienpublikumsfonds ab. Dabei ist die Bilanz der einzelnen Portfolien sehr unterschiedlich – für die Rückgänge im OIF-Index sind bisher vor allem zwei Fonds mit negativer Performance verantwortlich. Seit Jahresbeginn verzeichnet ein dritter Fonds

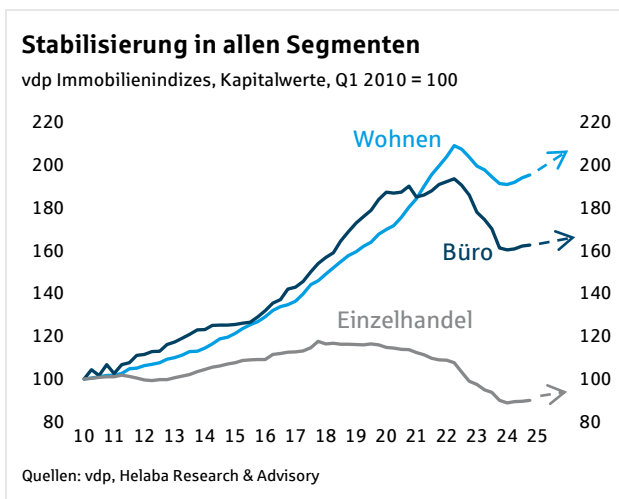
eine negative Performance. Dies verdeutlicht die anhaltenden Bewertungsrisiken der Assetklasse.



Nach Angaben der deutschen Bundesbank betragen die **Nettomittelabflüsse** der Fonds im Dezember 2024 611 Mio. Euro und summieren sich im Gesamtjahr auf 5,9 Mrd. Euro. Das Fondsvermögen beläuft sich zum Jahresende auf insgesamt 123,5 Mrd. Euro. Auch im neuen Jahr werden die Mittelabflüsse voraussichtlich anhalten, weil die relative Attraktivität der Anlageklasse im Vergleich zu Staatsanleihen gering bleibt. Außerdem spiegeln sich aufgrund der 12-monatigen Kündigungsfrist die Abflüsse erst verzögert in der Statistik wider. Die Liquiditätsquoten der Fonds reichen aber aus, um weitere Abflüsse zu bedienen.

Die vom Pfandbriefverband vdp für das 4. Quartal 2024 veröffentlichten Indizes zeigen eine Stabilisierung am deutschen Immobilienmarkt. Die Preise für **Wohnimmobilien** sind 2024 mit 2,1 % erstmals seit 2022 gestiegen. Auch die Neuvertragsmieten (+4,6 %) und die Preise von Mehrfamilienhäusern (+2,9 %) legten im vergangenen Jahr zu. Durch eine verbesserte Erschwinglichkeit und die hohe Nachfrage nach dem auch künftig knappen Wohnraum, werden sich diese Trends 2025 fortsetzen.

Gewerbeimmobilien verzeichneten ebenfalls eine positive Preisentwicklung. Bei **Einzelhandelsimmobilien** lagen die Neuvertragsmieten 3 % über dem Vorjahresniveau. Dies trug zur Stabilisierung der Kapitalwerte bei, deren Rückgang nach Anstiegen in drei aufeinanderfolgenden Quartalen beendet scheint und nur noch 0,2 % unter dem Vorjahresniveau liegt. Vorerst beendet ist auch der Abwärtstrend



% gg. Vorjahr

	2021	2022	2023	2024	2025p
Helaba OIF-Index*	2,0	2,3	1,5	0,2	1,3
Wohnimmobilien**	10,3	7,2	-5,0	-1,3	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

von **Büroimmobilien**. Hier sind die Kapitalwerte auf Jahressicht um 0,7 % gestiegen. Aufgrund des heterogenen Marktes bleiben aber Abwertungsrisiken einzelner Objekte in weniger attraktiven Lagen und mit niedrigem Gebäudestandard bestehen. Trotzdem rechnen wir für den weiteren Jahresverlauf mit einer Fortsetzung der Erholung bei gewerblichen Immobilien. Jedoch verhindert die schwache deutsche Konjunktur eine dynamischere Entwicklung der Immobilienwerte.

Devisen: Nachlassende Euphorie für Trump-Dollar



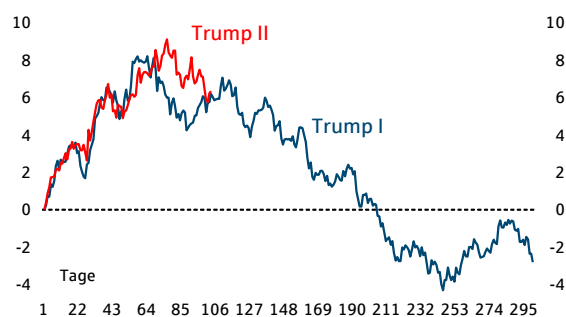
- US-Dollar wertete nach Trumps Amtsantritt leicht ab, Gewinne fanden schon im Vorfeld statt
- Zollpolitik birgt Unsicherheiten, gibt aber bislang keinen eindeutigen Rückenwind für Greenback
- Zinsdifferenzen haben Geldpolitikunterschiede antizipiert und sprechen für stabilen Euro-Dollar
- Britisches Pfund profitiert von besserem Wachstum, dürfte aber unter BoE-Senkungen leiden
- Schweizer Franken notiert kaum verändert, was zunächst andauern sollte
- Japanischer Yen legte zu und könnte von strafferer Geldpolitik weiter begünstigt sein

ca/ **Donald Trump** amtiert seit etwa einem Monat als Präsident und der **US-Dollar** hat seitdem geringfügig nachgegeben. Dabei kann man Trump kaum Zurückhaltung zu Amtsbeginn vorwerfen. Der Euro-Dollar-Kurs notiert derzeit über 1,04. Ende September lag der Wechselkurs noch bei 1,12, bevor die US-Währung im Zuge des sich abzeichnenden Wahlsieges des Republikaners zulegte. Ist dies an den Märkten einmal mehr ein Fall von „Kaufe das Gerücht, verkaufe den Fakt“, was schon in dessen erster Präsidentschaft galt? Oder kann der US-Dollar doch noch seinen Höhenflug fortsetzen?

Das Thema Zölle spielt bereits eine Rolle, den „Zollhammer“ hat Trump aber noch nicht herausgeholt. Neben China- und Stahlzöllen kündigte er „reziproke Zölle“ an, auch wenn Details hierzu noch fehlen. Der Devisenmarkt reagiert mittlerweile entspannt. Ohnehin würde der **Dollar nicht automatisch bei Strafzöllen aufwerten**. Schließlich schadet ihm das aktuell sehr hohe Handelsdefizit auch nicht. Die Spekulationen über einen Waffenstillstand in der Ukraine halfen eher dem Euro. Seit Kriegsbeginn 2022 notiert der Euro-Dollar-Kurs auf niedrigeren Niveaus. Eine baldige Einigung ist jedoch ungewiss. Zudem könnten damit andere geopolitischen Unsicherheiten einhergehen, so dass der Euro-Aufwind daher begrenzt ist.

Trump-Dollar wie 2017?

US-Dollar-Index seit 30.09.2016/2024, %



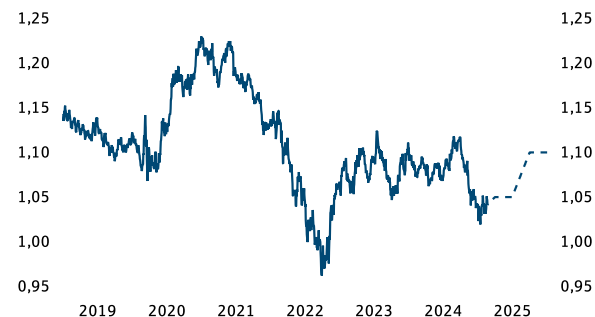
Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Die US-Wirtschaft ist 2024 deutlich stärker gewachsen als die der Eurozone. Grundsätzlich wird das auch 2025 gelten. Das aktuelle Konjunkturbild ist hingegen nicht einheitlich: Solide US-Arbeitsmarktdaten, aber schwache Einzelhandelsumsätze. Die Stimmungsindikatoren sind ebenso wenig eindeutig. Letztere zeigten in Europa immerhin nach oben, wenngleich von niedrigerem Niveau aus.

Die Fed pausiert aktuell mit den Zinssenkungen, dürfte aber noch nachlegen, während die EZB wohl direkt auf 2,0 % senkt. Die **Zinsdifferenzen haben dies bereits mehr als eingepreist**, weshalb der Dollar davon nicht weiter profitieren sollte. Nur wenn die Fed 2025 gar nicht mehr lockert, würde der Dollar noch deutlicheren Rückenwind erhalten.

Euro-Dollar-Kurs stabilisiert sich

USD



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Der **US-Dollar hat bereits viel Positives vorweggenommen**. Die Anleger haben sich daraufhin schon positioniert und zuletzt erste Gewinne mitgenommen. Sofern der große „Zollhammer“ gegen Europa ausbleibt und keine massiven geopolitischen Sorgen aufkommen, dürfte der Euro-Dollar-Kurs allenfalls temporär einen Rücksetzer machen. Falls die Euro-Konjunktur Dynamik zeigt und die Trump-Euphorie für die USA nachlässt, könnte der Euro im späteren Jahresverlauf sogar zulegen. Die politischen Unsicherheiten sind hoch, aber eine Einbahnstraße zu Gunsten des Dollar existiert am Devisenmarkt nicht.

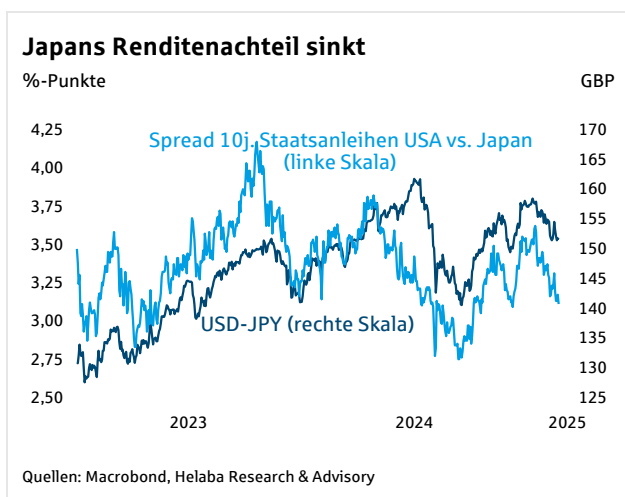
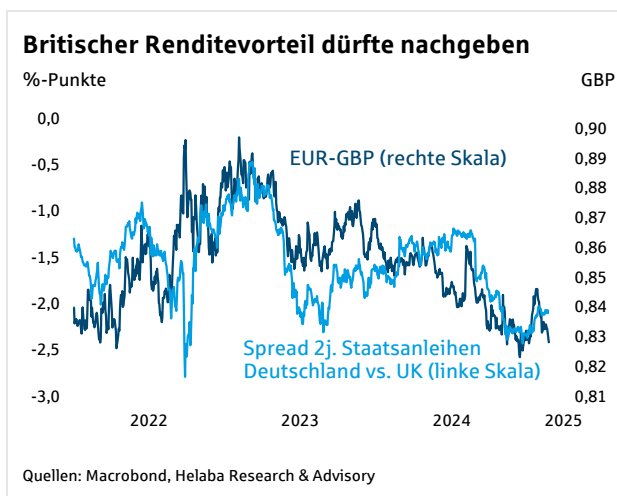
Das **Britische Pfund** konnte sich von den Verlusten aus dem Januar erholen. Dem schadete auch nicht die Zinssenkung um 25 Basispunkte der Bank of England. Großbritannien scheint nicht im Zentrum von Trumps Zolldrohungen zu stehen, wobei sich dies auch ändern kann. Für die Briten ist jedoch grundsätzlich der Dienstleistungsexport in die USA wichtiger als der von Waren. Außerdem ist die britische Wirtschaft im Schlussquartal 2024 mit 0,1 % immerhin geringfügig gewachsen – entgegen den Befürchtungen eines Rückgangs.

Wirklich rosig sind die Konjunkturaussichten nicht. Dennoch wird sich das Wachstum vermutlich sukzessive verbessern. Die Inflation wird aufgrund von Sondereffekten zeitweise deutlich anziehen. Die Bank of England wird aber wohl trotzdem ihre Geldpolitik weiter normalisieren, d.h. lockern. Sie könnte den Leitzins unter 4,0 % verringern, was den Renditevorteil gegenüber dem Euro reduzieren würde. Dann dürfte der **Euro-Pfund-Kurs etwas höher notieren**.

Der **Schweizer Franken** trat zuletzt auf der Stelle.

Der Euro-Franken-Kurs schwankt um 0,94. Die Risikoaversion an den Finanzmärkten ließ etwas nach. Somit war der Franken als sicherer Anlagehafen wenig gefragt, zumal die Hoffnungen auf ein Ende des Ukraine-Kriegs zunahmen. Das Schweizer Wirtschaftswachstum zeigt sich weiter solide. Die Stimmungsindikatoren geben keine klaren Signale. Die Inflation rutschte im Januar auf 0,4 % gegenüber Vorjahr, die Kernrate zog hingegen etwas an.

Die **Schweizer Notenbank** dürfte die Geldpolitik weiter lockern und den Leitzins zumindest auf 0,25 % reduzieren. Damit wird sie aber die Zinsen voraussichtlich weniger als die EZB senken. Der Renditenachteil gegenüber dem Euro verringerte sich in den letzten Wochen. Beim Wechselkurs wirkte sich das aber kaum aus. Die geldpolitischen Erwartungen haben sich jüngst kaum bewegt. Vermutlich wird sich der Euro-Franken-Kurs vorerst wenig verändern. Im Zweifelsfall steht die Notenbank bereit, um die Kurse zu stabilisieren. Erst im späteren Jahresverlauf könnte der Euro bei entsprechendem konjunkturellen Rückenwind die Oberhand gewinnen



Gleichwohl bleibt Japans Notenbank bei einem behutsamen Straffungskurs, zumal die US-Handelspolitik unter Trump Unsicherheiten birgt. Grundsätzlich sprechen die Geldpolitik und die sich einengenden Renditedifferenzen für einen stärkeren Yen. Dies wird wohl auch gegenüber dem Euro gelten.

Der **Japanische Yen** zählte zuletzt zu den großen Gewinnern. Die Zinsdifferenzen bewegten sich zu Gunsten Japans. Diesmal sanken die Renditen kaum anderswo, während die zehnjährigen Zinsen Japans auf den höchsten Stand seit 2009 kletterten. Die Inflation lag im Januar mit 3,6 % auf hohem Niveau, selbst wenn die Kernrate niedriger war. Und sogar das Wirtschaftswachstum sprang an: Im Schlussquartal wuchs das BIP um 0,7 % zur Vorperiode, womit das Wachstum 2024 insgesamt mit 0,1 % doch noch positiv ausfiel.

Die Bank of Japan dürfte daher ihre Geldpolitik gegen den internationalen Trend weiter straffen. Nach der Zinsanhebung auf 0,5 % im Januar könnten weitere Schritte etwas früher erfolgen als bislang erwartet.

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	158	158	155	158	158
Brit. Pfund	0,83	0,83	0,83	0,84	0,85
Schw. Franken	0,94	0,93	0,94	0,95	0,96

* 19.02.2025

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory



Prognosetabelle BIP und Inflation

	Bruttoinlandsprodukt				Verbraucherpreise			
	reale Veränderung gg. Vorjahr, %				Veränderung gg. Vorjahr, %			
	2023	2024	2025p	2026p	2023	2024	2025p	2026p
Eurozone	0,5	0,7	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	1,1	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	3,3	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	-1,0	0,5	1,3	7,8	2,9	2,7	2,3
Schweden	0,0	0,6	2,0	2,5	8,5	2,8	1,0	1,7
Polen	0,0	2,8	3,0	3,5	11,4	3,6	4,5	3,5
Tschechien	0,1	1,0	2,0	2,5	10,7	2,4	2,5	2,3
Ungarn	-0,8	0,6	1,7	3,3	17,6	3,7	4,5	3,5
Großbritannien	0,4	0,9	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	2,8	2,5
Japan	1,5	0,1	1,3	0,8	3,3	2,7	2,0	2,0
Asien ohne Japan	4,7	4,7	4,1	4,1	2,1	1,6	2,1	2,5
China	4,9	5,0	4,0	4,0	0,2	0,2	0,8	1,5
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	3,0	3,0	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	Vormonat*		Q1/2025	Q2/2025	Q3/2025	Q4/2025
Zinsen	Basispunkte		%				
EZB Refi-Satz	-25	-25	2,90	2,65	2,15	2,15	2,15
EZB Einlagenzins	-25	-25	2,75	2,50	2,00	2,00	2,00
Tagesgeldsatz €STR	-24	-26	2,67	2,45	2,00	2,00	2,00
3M Euribor	-19	-14	2,53	2,30	2,00	2,00	2,00
6M Euribor	-9	-11	2,47	2,20	2,05	2,05	2,05
2j. Bundesanleihen	10	-7	2,18	2,10	2,10	2,10	2,10
5j. Bundesanleihen	17	-2	2,33	2,20	2,20	2,25	2,30
10j. Bundesanleihen	19	1	2,56	2,30	2,30	2,40	2,50
2j. Swapsatz	11	-6	2,30	2,20	2,20	2,20	2,20
5j. Swapsatz	13	-3	2,37	2,35	2,35	2,40	2,45
10j. Swapsatz	12	-1	2,49	2,40	2,40	2,50	2,60
20j. Swapsatz	15	2	2,51	2,40	2,40	2,50	2,60
30j. Swapsatz	18	5	2,34	2,20	2,20	2,30	2,35
Fed Funds Target Rate	0	0	4,38	4,38	4,13	3,88	3,88
10j. US-Treasuries	-4	-11	4,53	4,40	4,40	4,50	4,50
Aktien	Landeswährung, %						
DAX	12,7	4,8	22.434	21.000	21.500	21.750	22.000
Euro Stoxx 50	11,5	4,7	5.461	5.100	5.200	5.250	5.300
Dow Jones	4,9	0,1	44.628	45.400	45.800	46.200	46.500
S&P 500	4,5	0,4	6.144	6.250	6.300	6.350	6.400
Nikkei 225	-1,8	-2,0	39.165	39.900	40.300	40.700	41.000
Gold und Brentöl	%						
Gold €/Unze	11,0	6,4	2.814	2.571	2.571	2.545	2.545
Gold \$/Unze	11,8	6,5	2.933	2.700	2.700	2.800	2.800
Brentöl \$/Barrel	1,9	-2,9	76	80	82	82	83
Devisen	jeweils gg. Euro, %		jeweils gg. Euro				
US-Dollar	-0,7	-0,1	1,04	1,05	1,05	1,10	1,10
Japanischer Yen	3,1	3,0	158	158	155	158	158
Britisches Pfund	-0,1	1,8	0,83	0,83	0,83	0,84	0,85
Schweizer Franken	-0,3	0,2	0,94	0,93	0,94	0,95	0,96

* 23.01.2025 ** 19.02.2025

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/>