



- [Konjunktur](#)
- [Geldpolitik](#)
- [Staatsanleihen](#)
- [Aktien](#)
- [Gold](#)
- [Rohöl](#)
- [Immobilien](#)
- [Devisen](#)
- [Prognosetabelle BIP und Inflation](#)
- [Kapitalmarktprognosen](#)

Editorial: Deutschland stellt sich neu auf



gt/ In den ersten drei Monaten dieses Jahres hat sich fast alles umgekehrt: Deutschland galt lange als Underperformer – sowohl mit Blick auf den Aktienmarkt als auch die Wirtschaft. Der Euro war fast schon abgeschrieben. Jetzt weist der DAX seit Anfang des Jahres eine Performance von rund 17 % auf, während sich US-Aktien nach einer Outperformance im Vorjahr nun sogar im Minus befinden. Auch der Euro ist stark und hat sein Jahresbeginn gut 5 % zugelegt.

Was ist geschehen? Seit Januar haben die USA einen neuen Präsidenten. Deutschland wird voraussichtlich bis Ostern eine neue Regierung und einen neuen Bundeskanzler haben. Trump hat eine klare Agenda: „MAGA“ – Make America Great Again“. Die Kapitalmärkte sind jedoch nicht überzeugt davon, dass sein Policy Mix der richtige Ansatz dafür ist. Der Bürokratieabbau durch Elon Musk und seine Kettensäge verunsichert die Bevölkerung, das Vor und Zurück im Handelskrieg mit seinen wichtigsten Handelspartnern führt nicht nur zu Attentismus bei diesen, sondern auch bei Bürgern und an den Kapitalmärkten. Die Inflationserwartungen gehen durch die Decke und die Angst vor einer Trumpcession geht um. Kapital fließt entgegen Trumps Erwartungen aus den USA ab und gerade der Euroraum profitiert davon.

Noch bevor die neue Regierung in Deutschland ihre Arbeit aufnehmen wird, soll eine Verfassungsänderung Spielräume für eine umfangreiche Schuldenausweitung schaffen. Der Rentenmarkt hat bereits darauf reagiert mit einem Aufschlag von rund 30 Basispunkten. Mehr Schulden haben also ihren Preis. Allerdings ist es auch wichtig, dass Deutschland mehr in Verteidigung und in Infrastruktur investiert.

Die Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft wird damit allein jedoch nicht deutlich verbessert. Dazu fehlen zusätzlich Strukturreformen wie Bürokratieabbau, Steuersenkungen bzw. Anreize für Mehrarbeit und Investitionen sowie eine Neuordnung der Staatsausgaben. Hier muss die nächste Bundesregierung noch eine Schippe drauflegen. Ansonsten wird die Sicht auf Deutschland und Europa schnell wieder ins Negative drehen.

Ihre

Dr. Gertrud R. Traud

Chefvolkswirtin/Head of Research & Advisory

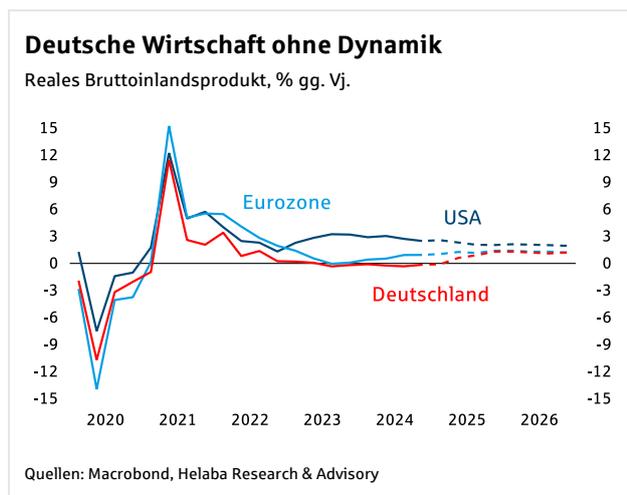
Konjunktur: Wachstum auf Pump in Deutschland



- Erratische Politik in Washington irritiert globale Finanzmärkte und belastet die Konjunktur
- US-Rezessionsrisiken werden überschätzt, aber Abkühlung wahrscheinlich
- Nicht nur Deutschland, sondern die gesamte EU nimmt Schulden auf, um aufzurüsten
- Deutlich bessere Konjunkturerwartungen in Deutschland
- Inflationsrate in Deutschland und der Eurozone zuletzt bei 2,3 % bzw. 2,4 %
- US-Teuerungsrate im Februar bei 2,8 %, Kernrate 3,1 %, Preisschub durch Zölle droht

pf/ In der Sicherheitspolitik markieren die ersten Wochen **Donald Trumps** zweiter Amtszeit eine Zeitenwende. Kaum weniger dramatisch ist seine Offensive gegen das etablierte Welthandelssystem. Statt sich wie erwartet auf China zu konzentrieren, waren zunächst vor allem Kanada und Mexiko die Zielscheiben. Obwohl die Maßnahmen teilweise abrupt wieder ausgesetzt wurden, stehen für **Anfang April** enorme Drohungen im Raum. Wenn diese umgesetzt werden, würde dies umfangreichen Anpassungsbedarf nicht nur für unsere **US-Prognosen** bedeuten. Die Kombination schwacher Januardaten, eine Welle vorgezogener Importe und eine sich eintrübende Verbrauchers Stimmung haben dort zuletzt Rezessionsängsten Vorschub geleistet. Diese dürften sich als übertrieben erweisen, aber je mehr Trump an der **Zollschraube** dreht, umso mehr nehmen die Abwärtsrisiken zu.

Hinsichtlich **China** hat sich die Stimmung dagegen zuletzt sogar etwas verbessert. Die Regierung kündigte im März weitergehende Stimulusanstrengungen an, vermehrt auch für den Konsum. Dass China – zumindest temporär – nicht im Zentrum der US-Handelspolitik steht, mag ebenfalls positiv wirken.



saz/ Die künftigen deutschen Regierungsparteien Union und SPD kündigten noch vor Abschluss der Koalitionsverhandlungen umfangreiche Maßnahmen an. Die Fiskalpakete wurden vom alten Bundestag mit Zweidrittelmehrheit beschlossen und müssen noch durch den Bundesrat gehen. Danach werden Verteidigungsausgaben, die jährlich 1 % des Bruttoinlandsprodukts (BIP) überschreiten, von der Schuldenbremse ausgenommen. Ein sogenanntes „Sondervermögen“ in Höhe von 500 Mrd. Euro wird Bund und Ländern künftig für Investitionen in die Infrastruktur zur Verfügung stehen. Diese schuldenfinanzierten Staatsausgaben dürften das deutsche BIP steigern, voraussichtlich jedoch spürbar erst ab 2026. In Folge dieser Entscheidungen erhöhte sich der ZEW-Saldo der Konjunkturer-

wartungen für März deutlich auf 51,6 Punkte (Februar: 26). Für **2025** erwarten wir weiterhin kalenderbereinigt ein **deutsches Wirtschaftswachstum von 0,7 %**.

Die **privaten Konsumausgaben** entwickelten sich trotz kräftig gestiegener Reallöhne im vergangenen Jahr schleppend. Auch im Schlussquartal fiel die Wachstumsrate mit 0,1 % gegenüber dem Vorquartal niedrig aus. Immerhin nahmen im Januar die Einzelhandelsumsätze um 0,3 % zu. Wir gehen davon aus, dass sich die bislang noch hohe Sparneigung der Verbraucher im laufenden Jahr normalisiert, sodass der Konsum um rund 1 % zunehmen wird.

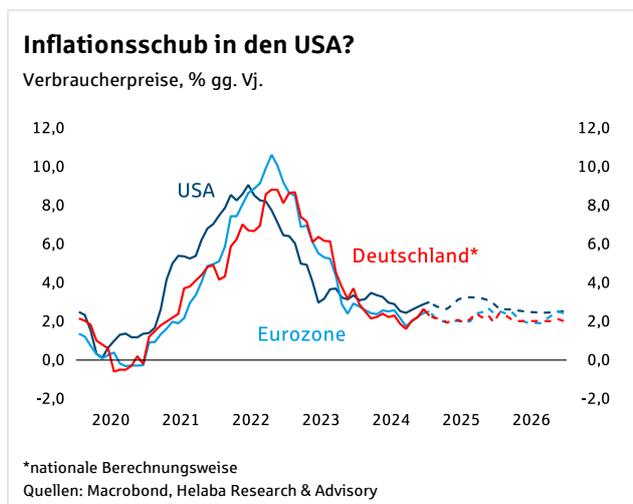
Bruttoinlandsprodukt, real % gg. Vorjahr	2022	2023	2024	2025p	2026p
Deutschland	1,4	-0,1	-0,2	0,7	1,2
Eurozone	3,6	0,5	0,7	1,2	1,3
USA	2,5	2,9	2,8	2,2	2,0
Welt	3,3	3,0	3,0	2,9	2,8

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

Die **Konsumausgaben des Staates** erhöhten sich über das vergangene Jahr hinweg so deutlich, dass sie im Schlussquartal 4 % über der Vorjahresperiode lagen. Die Pläne der Koalitionsparteien sprechen dafür, dass die Staatsausgaben auch 2025 und in den folgenden Jahren weiter zunehmen. Entsprechend gehen wir hier für 2025 von einem positiven Wachstumsbeitrag aus.

Das Finanzpaket von Union und SPD sollte in den nächsten Jahren auch zu **mehr öffentlichen Investitionen** führen, insbesondere im Tiefbau. Im laufenden Jahr dürfte davon jedoch noch nicht viel umgesetzt werden, sodass der Wachstumseffekt überschaubar bleibt – zumal jüngst die Finanzierungszinsen durch die antizipierte höhere Staatsverschuldung gestiegen sind. Für die **Bauinvestitionen** erwarten wir für 2025 eine Stabilisierung. Bereits im Schlussquartal 2024 nahmen diese um 1 % gegenüber Vorquartal zu. Die Baukrise scheint ihren Tiefpunkt im letzten Jahr durchschritten zu haben. Die **Ausrüstungsinvestitionen** sind im vergangenen Jahr eingebrochen und sollten sich 2025 etwas erholen. Drohende US-Zollerhöhungen könnten jedoch die Industrie zusätzlich belasten.

Der **deutsche Außenhandel** entwickelte sich im Januar schwach. Die Exporte nahmen gegenüber Dezember um 2,5 % ab, während die Importe 1,2 % zulegen, sodass der Saldo deutlich niedriger ausfiel. Seit der zweiten Jahreshälfte 2024 ist ein Trend steigender Importe zu erkennen. In den vergangenen beiden Quartalen lieferten die Netto-Exporte entsprechend einen negativen Wachstumsbeitrag zum BIP. Im gleichen Zeitraum wurden kräftig Lagerbestände aufgebaut. Eine Interpretation hierfür könnte sein, dass einige Unternehmen einen Zollkonflikt antizipieren und vorausschauend mehr importieren. Die Wahrscheinlichkeit für umfangreichere Zölle zwischen USA und Deutschland nahm zuletzt stark zu.



Die Kernrate der Eurozone sank ebenfalls etwas auf 2,6 % (Januar: 2,7%). Damit entwickelt sich nicht nur die deutsche, sondern auch die Eurozonen-Inflationsrate im Einklang unserer prognostizierten Jahreswerte von 2,1 % bzw. 2,2 %.

In den **USA** fiel der Preisauftrieb im Februar geringer aus als im Januar. Die teilweise euphorische Medienreaktion war aber überzogen. So legten Gesamt- und Kernindex der Verbraucherpreise immer noch um 0,2 % gg. Vm. zu (Teuerungsrate: 2,8 %, Kernrate: 3,1 %). Bereits auf Basis der aktuellen Daten könnte sich unsere Prognose für den Jahresdurchschnitt 2025 von 2,8 % als zu optimistisch erweisen. Wenn Donald Trump Anfang April bei den **Einfuhrzöllen** noch mal nachlegt, droht ein zusätzlicher Schub „importierter Inflation“. Im Zuge der Zolldiskussion bewegten sich die **Inflationserwartungen** schon nach oben: Laut Umfrage der University of Michigan stieg die Erwartung der Verbraucher für den mittelfristigen Preisanstieg im Februar auf 3,9 %, den höchsten Wert seit 1993.

Nicht nur Deutschland, sondern die gesamte EU möchte aufrüsten. Im Rahmen des „ReArm Europe“-Plans sollen hierfür „Nationale Ausweichklauseln“ gelten. Die EU-Staaten können demnach mehr Schulden aufnehmen, ohne bestraft zu werden – solange diese erhöhten Verteidigungsausgaben dienen. Für die **Eurozone** dürften hieraus leichte Wachstumseffekte entstehen, allerdings auch eine zunehmende Staatsverschuldung.

Die **deutsche Inflationsrate** verharrte im Februar bei 2,3 %. Die Verbraucherpreise stiegen gegenüber der Vorperiode um 0,4 %. In der Eurozone nahmen die Verbraucherpreise im Vormonatsvergleich um 0,5 % zu. Die Preissteigerung im Februar lag hier im Vorjahresvergleich mit 2,4 % leicht unter dem Januar-Wert.

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

Geldpolitik: Zentralbanken im Bann der Politik



- EZB auf dem Weg zu einer neutralen Geldpolitik
- Der Rat hält sich auch wegen möglicher Handelskonflikte alle Optionen offen
- EZB dürfte trotz Fiskalpaketen Kurs halten und den Einlagensatz bis auf 2,0 % senken
- Wahrscheinlichkeit für noch niedrigere Leitzinsen zuletzt jedoch deutlich gesunken
- Fed betont enorme Unsicherheit im Zusammenhang mit den US-Zöllen
- Zinssenkungen 2025 laut FOMC-Projektionen weiter auf der Agenda, aber Risiken steigen

uk/ Nach dem Zinsschritt auf **2,5 %** im März wird intensiv diskutiert, wie weit die EZB noch gehen wird. Im Statement hat sich die Formulierung dahingehend geändert, dass die Geldpolitik als **spürbar weniger restriktiv** beschrieben wird. Die EZB befindet sich somit zwar im Übergang zu einer **neutralen Geldpolitik**, die die Konjunktur nicht mehr bremst, wo die Grenzen des neutralen Bereichs liegen, ist jedoch umstritten, auch weil die Linien nicht klar zu ziehen sind. Die meisten Analysten sehen den **expansiven Bereich** aber unterhalb von 2 %.

Die Wahrscheinlichkeit, dass die EZB diese Marke unterschreitet, hat sich mit dem nun verstärkten Einsatz der **Fiskalpolitik** im Euroraum und den damit verbundenen möglichen Wachstums- und Inflationseffekten nochmals verringert. Selbst ein **langsames Vorgehen**, also eine Zinspause im April, wäre denkbar. Diese Entscheidung hängt aber auch von der weiteren Entwicklung bei den Zöllen und damit konjunkturdämpfenden **Handelskonflikten** ab. Auch deshalb blieben die **Zinssenkungserwartungen** an den Terminmärkten zuletzt relativ stabil.

pf/ Wie erwartet, hat die **Fed** auf ihrer Sitzung am 18./19. März den Leitzins nicht verändert. Auch die US-Notenbank tappt im Dunkeln, wann, wie viel und wie hohe

Zinserwartungen wieder etwas näher zusammen

Terminmärkte: 3M-Satz in 12 Monaten, %



Quellen: LSEG, Helaba Research & Advisory

Zölle die Regierung in den kommenden Wochen und Monaten einführen wird. Selbst wenn man das exakt wüsste, ist mangels Erfahrung sehr unsicher, wie sich solche Maßnahmen **auf Konjunktur und Inflation auswirken**. Einen vergleichbaren „Zollshock“ gab es zuletzt in den 1930er Jahren.

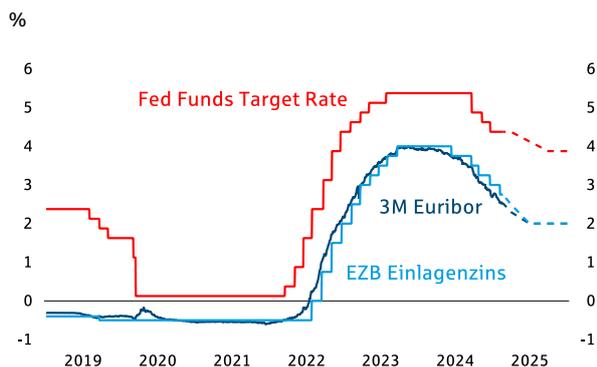
Analog zu vielen anderen Prognostikern haben die Geldpolitiker seit Dezember ihre kurzfristigen Wachstumserwartungen reduziert, die **Inflationsprognose** aber **angehoben**. Der Median der FOMC-Projektionen sieht weiterhin im Jahresverlauf Zinssenkungen um insgesamt **50 Basispunkte** vor, was sich mit unserer Prognose deckt. Dafür sind aber wohl **merkliche Brems Spuren** beim Wachstum und klare Anzeichen für eine **nur temporäre Wirkung** der Zölle auf die Teue-

%	aktuell*	Q2/25	Q3/25	Q4/25	Q1/26
3M Euribor	2,41	2,00	2,00	2,00	2,00
EZB Einlagenszins	2,50	2,00	2,00	2,00	2,00
Fed Funds Rate	4,38	4,13	3,88	3,88	3,88

* 19.03.2025

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

EZB senkt schneller



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

rung erforderlich. Wenn Donald Trump Anfang April weitere breite Zölle auf den Weg bringt, werden wir unsere Prognosen für Wachstum, Teuerung und Fed überarbeiten müssen.

Staatsanleihen: Rekalibrierung nach Lockerung der Schuldenbremse



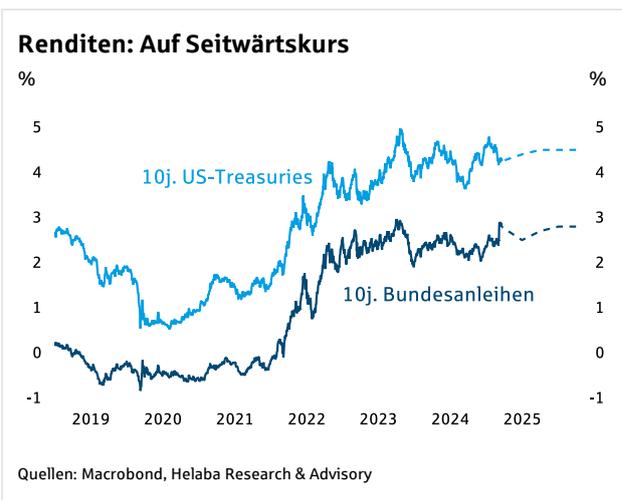
- Reichliches Angebot an Staatsanleihen in den nächsten Jahren zu erwarten
- Steilere Zinsstrukturkurve – geplante Fiskalpakete sorgen für Konjunkturoptimismus
- Langfristige Inflationsrisiken höher eingeschätzt – Spielraum für EZB begrenzt
- Trump-Politik sorgt für Unsicherheit – US-Renditen auf Richtungssuche
- Rendite 10-jähriger US-Treasuries zum Jahresende bei rund 4,5 % erwartet
- Prognose 10-jähriger Bunds Ende 2025 steigt auf 2,8 % (bisher 2,5 %)

uk/ Im letzten M&T stand in der Überschrift „Investoren gesucht“. Damit wurde auf das anhaltend stark steigende Angebot an Staatsanleihen hingewiesen. Mit der Ankündigung Deutschlands, die Schuldenbremse quasi aufzuheben, dürfte der Angebotsdruck in den nächsten Jahren weiter zunehmen. Dabei ist zu beachten, dass insgesamt im Euroraum aufgrund höherer Militärausgaben mehr Papiere auf den Markt kommen. Natürlich wird es immer genügend Käufer für Anleihen geben – die Frage ist nur, zu welchem Preis. Die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen kletterte nach der Ankündigung Deutschlands bis in den Bereich von 2,9 %. Im Wochenvergleich war dies der stärkste Zuwachs seit rund fünf Jahren.



Die Situation für Staatsanleihen hat sich auch aus einem anderen, vermutlich noch wichtigeren Grund verschlechtert: Die Wahrscheinlichkeit, dass die Konjunktur spätestens im nächsten Jahr durch die Fiskalpakete anspringt, ist deutlich gestiegen. In vielen Bereichen, z.B. in der Bauwirtschaft drohen deutlich höhere Preise. Das langfristige Inflationsrisiko nimmt zu, was die Möglichkeiten der EZB einschränkt, auf längere Sicht locker zu bleiben. Die 5Y5Y Inflation Forward Rates haben um 20 Basispunkte zugelegt. Die Zinsstrukturkurve ist zuletzt deutlich steiler geworden. Der Spread zwischen zehn- und zweijährigen Bundesanleihen ist auf fast 70 Basispunkte gestiegen. Das letzte zyklische Hoch lag vor rund drei Jahren im Bereich von 90 Basispunkten.

Auffällig ist die gegenläufige Entwicklung diesseits und jenseits des Atlantiks. Während die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen seit Jahresbeginn um fast einen halben Prozentpunkt gestiegen ist, fiel das US-Pendant um rund einen viertel Prozentpunkt. Verantwortlich dafür ist die zunehmend als chaotisch und bedrohlich empfundene Wirtschaftspolitik von Donald Trump, die die an sich günstigen Konjunkturaussichten eingetrübt hat. Dementsprechend wird der Fed wieder mehr Zinssenkungsspielraum eingeräumt.



Zu erwarten ist, dass sich die lange Achterbahnfahrt der Renditen fortsetzt – allerdings auf einem etwas höheren Niveau. Wir haben aufgrund der neuen Situation unsere Prognosen um rund einen Viertel Prozentpunkt erhöht und erwarten für das Jahresende die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen nun bei 2,8 %. Insgesamt wird die Zinsstrukturkurve noch etwas steiler als zuvor erwartet. Gleichzeitig haben wir den Spread zwischen Swapsätzen und Bunds von zehn auf null Basispunkte reduziert.

%	aktuell*	Q2/25	Q3/25	Q4/25	Q1/26
10j. Bundesanl.	2,80	2,50	2,70	2,80	2,80
10j. US-Treasuries	4,24	4,40	4,50	4,50	4,50

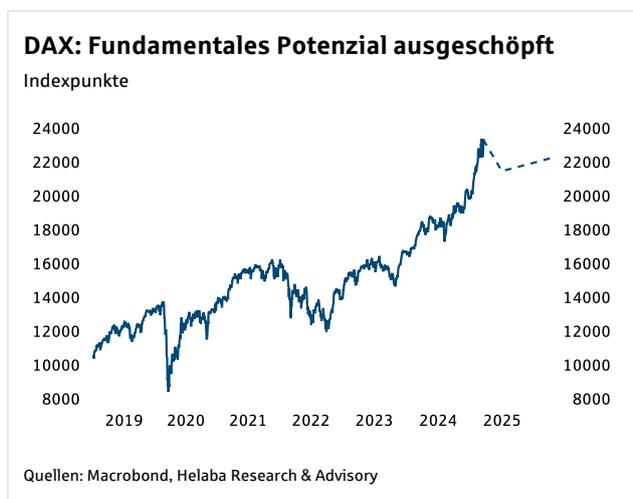
* 19.03.2025 Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Aktien: Zu viele Vorschusslorbeeren verteilt



- Euro-Indizes führen Performance-Rangliste an, viele andere Börsenbarometer schwächeln schon
- Konjunkturelle Frühindikatoren hellen sich etwas auf, Aktien haben das bereits antizipiert
- Positiver Gewinnrevisionstrend beim DAX schon wieder abgeflaut
- Anlegerstimmung hierzulande ist neutral, in den USA fast schon unterkühlt
- DAX und EURO STOXX 50 haben fairen Bereich nach oben verlassen und sind teuer
- Technisch ist der DAX überhitzt, US-Indizes im Korrekturmodus

mr/ Durch die deutsche bzw. europäische Brille betrachtet ist 2025 bislang ein hervorragendes Aktienjahr. Die Aussicht auf kräftig steigende Staatsausgaben für Rüstung und Infrastruktur haben Dividentitel nochmals Rückenwind gegeben. Der DAX nimmt in immer kürzeren Abständen eine 1.000er-Schwelle nach der anderen. Der Anstieg seit Jahresanfang um in der Spitze knapp 18 % ist mehr als doppelt so groß wie eine durchschnittliche Gesamtjahresperformance. Dagegen läuft es im Rest der Welt nicht so rund. Die meisten Indizes stagnierten in den vergangenen Monaten per saldo oder wiesen sogar Kursrückgänge auf.



Die US-Leitindizes S&P 500 und Nasdaq Composite haben ihre 200-Tage-Linie nach unten durchbrochen. Während Trumps erster Amtszeit entwickelten sich die US-Barometer besser als die Indizes der Handelspartner. Diesmal neigen sie zur Schwäche. Die erratische Politik der Trump-Administration scheint für US-Aktien bislang nach hinten loszugehen. Gut möglich, dass dies eine Änderung des eingeschlagenen Kurses nach sich ziehen wird. Dann hätten US-Titel wieder Potenzial.

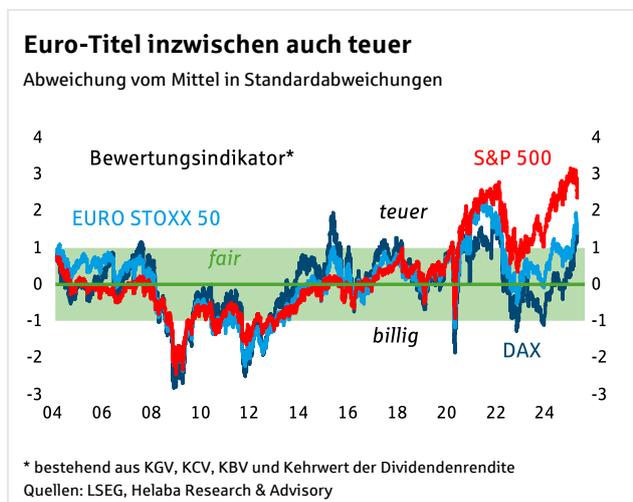
schen Union haben diesen Prozess noch einmal befeuert. Auch wenn davon mittelfristig positive Wachstumseffekte ausgehen, haben Aktien schon viele Vorschusslorbeeren verteilt. Durch den dynamischen Kursanstieg von DAX und EURO STOXX 50 sind auch europäische Titel inzwischen teuer.

Euro-Aktien sind dagegen in diesem Jahr die großen Gewinner einer durch Bewertungsdifferenzen getriebenen internationalen Reallokation. Die geplanten massiven Fiskalpakete Deutschlands und der Europäi-

Indexpunkte	aktuell*	Q2/25	Q3/25	Q4/25	Q1/26
DAX	23.288	21.500	21.750	22.000	22.250
Euro Stoxx 50	5.507	5.200	5.250	5.300	5.360
S&P 500	5.675	5.600	5.700	5.800	5.850

* 19.03.2025

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory



Zudem sind Euro-Titel technisch überhitzt. So notierte der DAX in der Spitze knapp 20 % über seinem 200-Tage-Durchschnitt. Dies spricht dafür, dass Aktien zuletzt nach oben übertrieben haben. Derartig deutliche Abweichungen vom langfristigen Durchschnitt sind nur in der frühen Phase einer Erholung unproblematisch. In der gegenwärtigen, bereits seit Oktober 2022 laufenden Hausse ist ein so großer Abstand allerdings ein Warnsignal.

Die Kombination aus hoher Bewertung und technischer Überhitzung erhöht die Gefahr von kurzfristigen Rücksetzern. Auf Gesamtmarktebene bieten Neuengagements derzeit aus unserer Sicht kein sonderlich attraktives Chance-Risiko-Verhältnis.

Gold: Die Rekordjagd geht weiter



- Gold knackt weitere Rekordmarke mit Überschreiten von 3.000 US-Dollar je Feinunze
- Preissprung auf Dollarschwäche zurückzuführen
- Gemessen am Realzinsumfeld ist Gold relativ teuer
- Dennoch dürften im Jahresverlauf weitere Rekorde fallen



cw/ Erstmals in seiner Geschichte hat der Goldpreis die Marke von **3.000 US-Dollar** übersprungen, mit in der Spitze von rund 3.045 US-Dollar je Feinunze. Seit Jahresbeginn hat sich **Gold in Dollarrechnung** um über 15 % verteuert. Der neuerliche Preissprung spiegelt die zunehmende **Skepsis** der Anleger bezüglich der **US-Wirtschaft** wider. Die erratischen Schwankungen der Trumpschen Handelspolitik sowie die politischen Konfliktherde sorgen für hohe Unsicherheit. Umgekehrt werden die Wachstumsperspektiven für den Euroraum und Deutschland dank der geplanten Schuldenpakete relativ besser eingestuft. Die daraus resultierende **Dollarschwäche**, treibt den Goldpreis, da dieser in Dollar abgerechnet wird. In **Eurorechnung** kann das Edelmetall deshalb nicht so stark mithalten, auf

Jahressicht bleibt ein Plus von **lediglich 10 %**. Der jüngste Höhenflug mahnt indes zur Vorsicht. Da Gold keine Erträge abwirft ist es gemessen am Zinsumfeld **überbewertet**. Kurzfristig drohen Rückschläge. Erst wenn der Zinskurs der US-Notenbank klarer wird, dürfte es weitere Rekordmeldungen geben.

Preis / Feinunze	aktuell*	Q2/25	Q3/25	Q4/25	Q1/26
Gold in Euro	2.795	2.762	2.727	2.818	2.818
Gold in US-Dollar	3.048	2.900	3.000	3.100	3.100

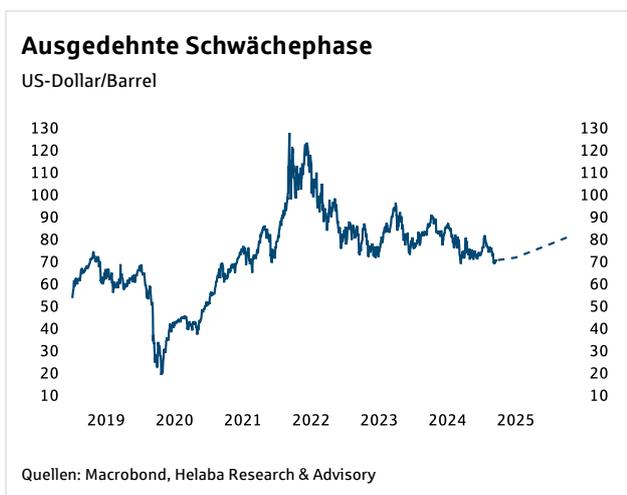
* 19.03.2025

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Rohöl: US-Politik unter Trump als Belastung



- US-Zollpolitik wird zunehmend als Risiko wahrgenommen
- OPEC+-Treffen mit Spannung erwartet – Überproduktion der Kartellmitglieder im Blick
- Wachstumsorgen präsent, Stimmungsindikatoren geben global unterschiedliche Signale
- Sanktionspolitik gegenüber Russland als Unsicherheitsfaktor – Ölprognosen reduziert



ru/ Nachdem sich der Brent-Preis im Januar noch über 80 US-Dollar pro Barrel geschoben hatte, setzte sich zuletzt eine **schwächere Tendenz** durch. Die Zuversicht auf eine Wende des **industriellen Zyklus** scheint zu schwinden. Die US-Zollpolitik wird dabei als Risiko gesehen. Klare Anzeichen einer erhöhten Wachstumsdynamik sind Fehlanzeige, das gilt auch für China und Europa. Die chinesischen Ölimporte tendieren seit Monaten seitwärts. Mit Spannung wird das nächste **OPEC+-Treffen** Ende Mai erwartet. Dabei muss entschieden werden, wie die Quotendisziplin wiederhergestellt werden kann. Anfang des Monats wurde beschlossen, die avisierte Rückführung der Kürzungen im April planmäßig zu starten. Unklar ist derweil, inwieweit ein etwaiges Friedensabkommen mit der Ukraine der **russischen Energiewirtschaft** mehr Produktions-

spielraum verschaffen würde. Angesichts dessen haben wir die **Prognosen** bis ins erste Halbjahr 2026 gesenkt und erwarten nur noch einen leichten Preisanstieg.

Preis / Barrel	aktuell*	Q2/25	Q3/25	Q4/25	Q1/26
Rohöl Brent	71	72	75	78	81

* 19.03.2025

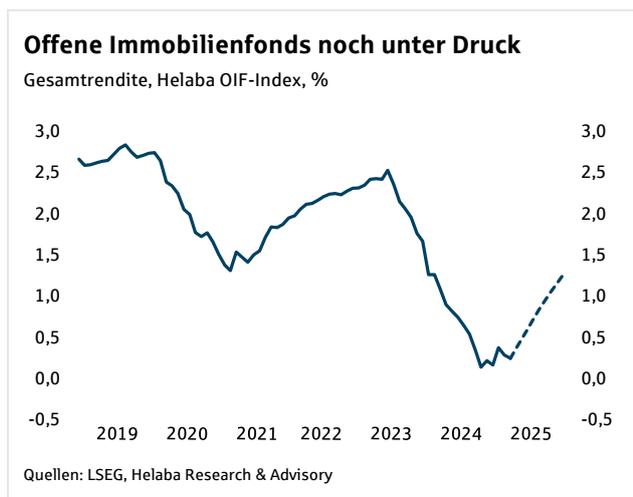
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Immobilien: Trübe Aussichten für offene Fonds



- Jahresperformance offener Immobilienfonds zuletzt auf 0,2 % gesunken
- Nettomittelabflüsse der Fonds setzten sich auch zu Jahresbeginn fort
- Büroimmobilienpreise legten auf Jahressicht leicht zu
- Kapitalwerte von Einzelhandelsimmobilien stabilisieren sich dank steigender Neuvertragsmieten
- Einigung auf höhere Staatsverschuldung lässt Hypothekenzinsen steigen
- Baukosten werden durch stärkere staatliche Nachfrage wahrscheinlich zunehmen

pr/ Die durchschnittliche Performance **offener Immobilienfonds**, gemessen am „Helaba OIF-Index“, lag zuletzt bei 0,2 % und ist damit im Vergleich zum Vormonat zurückgegangen. Weitere vereinzelte **Abwertungen** dürften die Fonds auch in den kommenden Monaten belasten. Sie verzeichneten seit Herbst 2023 hohe Nettomittelabflüsse,



die auf die derzeit im Vergleich zu festverzinslichen Kapitalanlagen geringe relative Attraktivität der Assetklasse zurückzuführen sind. Die Abflüsse im Januar 2025 von 500 Millionen Euro entsprachen etwa dem monatlichen Durchschnitt im letzten Jahr. Da üblicherweise zum Jahresbeginn die Fondsabsätze kräftiger ausfallen, deutet das zuletzt schwache Ergebnis auf ein weiter abnehmendes Anlegerinteresse. Gemessen am Gesamtvermögen von rund 123 Mrd. Euro und Bankguthaben von 13,5 Mrd. Euro sollten die Fonds aber noch über genug Liquidität verfügen, um die Abflüsse bis auf Weiteres zu bedienen.

Auch die **Büromärkte** stehen weiter im Fokus. In den Portfolios der offenen Immobilienfonds sind diese mit Abstand das wichtigste Segment, da auf sie 54 % der

Mieterträge entfallen (Handelsimmobilien: 22 %). Die Daten des Pfandbriefverbands vdp für das vierte Quartal

2024 weisen auf Jahressicht einen leichten Anstieg der Preise von Büroimmobilien von 0,7 % aus. Steigende Neuvertragsmieten konnten die Kapitalwerte von **Einzelhandelsimmobilien** stabilisieren, die nur noch 0,2 % unter Vorjahresniveau liegen. Auch die **Wohnimmobilienpreise** sind 2024 mit 2,1 % erstmals seit 2022 wieder gestiegen.

Der **Regierungswechsel** wird Konsequenzen auch für die Immobilienmärkte haben. Die im Sondierungspapier vorgesehene Verlängerung der Mietpreisbremse um zwei Jahre wird die durch die Regulierung verursachten Verzerrungen auf dem Mietmarkt erhalten.

Das angestrebte **Konjunkturpaket** (S. 2) dürfte die Neubaukosten erhöhen. Bundesanleihen preisen bereits eine höhere Staatsverschuldung ein (S. 5) und

verteuern damit auch die Hypothekenzinsen. Eine erhöhte staatliche Nachfrage nach Baumaterial und Arbeitskräften für Infrastruktur könnte bei Kapazitätsengpässen zu zusätzlichen **Preissteigerungen** führen. Profitieren würde der Immobiliensektor dagegen von den fiskalischen

% 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



Wachstumsimpulsen und einer besseren Planbarkeit für Unternehmen. **Strukturelle Reformen** zum Abbau von Bürokratie und schnellere Genehmigungsverfahren bleiben weiterhin notwendig, um die Baubranche zu stärken.

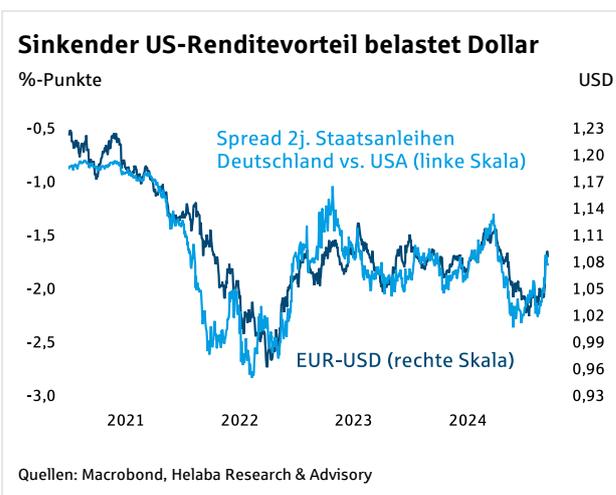
Devisen: Rückenwind für Euro-Dollar-Kurs



- US-Dollar leidet unter Konjunktursorgen sowie fiskalischen Hoffnungen in Europa
- Solides US-Wachstum könnte Greenback zumindest kurzfristig wieder stützen
- Grundsätzliche Dollar-Hausse unter Trump ist mit immer mehr Fragezeichen versehen
- Britisches Pfund mit begrenztem Abwertungspotenzial gegenüber Euro
- Schweizer Franken dürfte sich von Verlusten erholen, aber ohne nachhaltig aufzuwerten
- Japanischer Yen neigt weiter zu Stärke und wird gegenüber Dollar und Euro zulegen

ca/ Der **US-Dollar** stand unter Druck, nachdem zuvor schon der Aufwertungsstrend ins Stocken geriet. Der Euro-Dollar-Kurs sprang zeitweise in Richtung 1,10 und machte damit die Verluste nach den US-Präsidentchaftswahlen vorerst wett. Unter Betrachtung unterschiedlicher Wechselkurse kann man diesmal eher von einer Euro-Stärke als einer Dollar-Schwäche sprechen. Die Aussicht auf kräftige fiskalische Impulse insbesondere aus Deutschland gab dem Euro erheblichen Rückenwind. Außerdem litt der US-Dollar unter Konjunkturunsicherheiten.

Die **US-Konjunkturdaten** fielen aber insgesamt nicht sonderlich schlecht aus. Der Arbeitsmarkt zeigte sich weiter solide. Für den Konsum gab es zwar sowohl bei „harten Daten“ als auch bei den Stimmungsindikatoren negative Signale, die jedoch nicht überschätzt werden sollten. Das härteste Indiz für ein schwaches erstes Quartal resultierte aus dem massiven Anstieg der Importe, der negativ in die BIP-Rechnung eingeht. Die Ursache hierfür liegt in Vorzieheffekten aufgrund von Strafzöllen und wird sich in den Folgemonaten relativieren. Die Trump-Zölle an sich können das Wachstum deutlich belasten. Allerdings ist angesichts des ganzen Hin und Her unsicher, was davon wirklich Realität wird. Die US-Renditen sind wegen der Konjunktursorgen gesunken. Womöglich ist die Marktreaktion hier ein wenig überzogen, was dem Greenback Erholungspotenzial bietet. Der **US-Zinsvorteil sank** aber zudem aufgrund höherer Renditen in der Eurozone. Kräftige fiskalische Impulse bzw. höhere Schulden ließen die Bund-Zinsen klettern.



Interessanterweise ist das Thema der letzten Monate, der **Exzeptionalismus der USA** unter Trump, in den Hintergrund gerückt. Auch am Aktienmarkt liefen die US-Indizes schlechter. Stärker im Fokus stehen die wirtschaftlichen Probleme, die mit der Politik der Trump-Administration einhergehen. Selbst der von manchem erwarteten Schub für den Dollar durch Strafzölle verliert an Relevanz, die US-Währung profitierte von neuen Drohungen zuletzt nur noch leicht. Die im Vorfeld von spekulativen Investoren aufgebauten Kaufpositionen für den Dollar wurden spürbar reduziert.

Der **Euro-Dollar-Kurs** wird sich nach den kräftigen Bewegungen vermutlich **beruhigen**. Dass er einen Teil seiner Gewinne in den nächsten Monaten wieder ab-

gibt, würde nicht überraschen. Auch das Zollthema könnte den Greenback demnächst wieder mehr stützen, selbst wenn der Effekt nachlässt. Das Momentum zu Gunsten der US-Währung scheint allerdings erst einmal gebrochen zu sein und der Angriff auf die Parität ist in die Ferne gerückt.

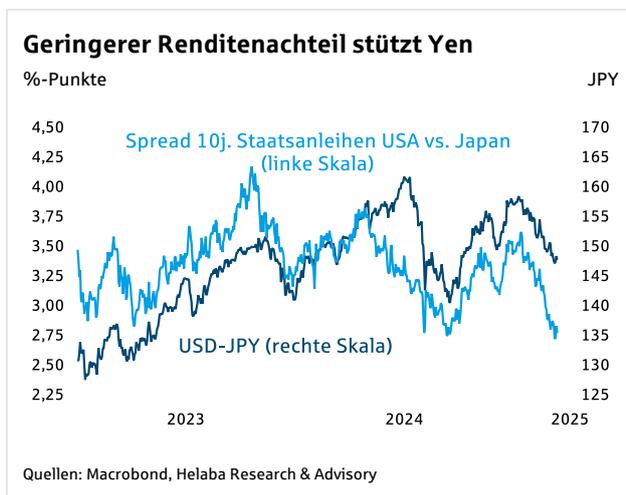
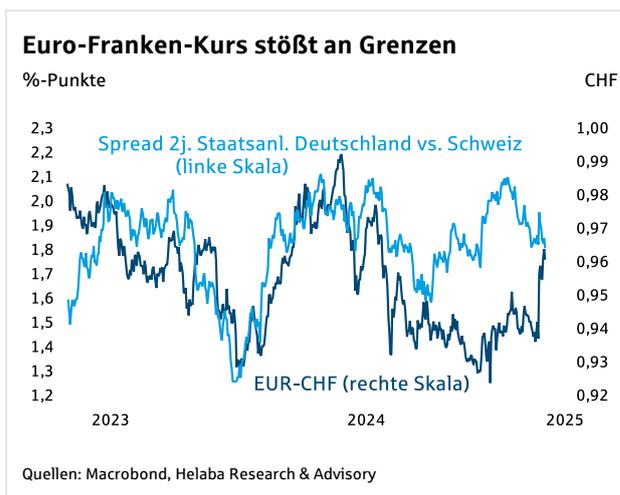
Das **Britische Pfund** verzeichnete zwar gegenüber dem US-Dollar Gewinne, wertete jedoch gegenüber dem Euro ab. Auch Großbritannien plant höhere Verteidigungsausgaben, allerdings sollen diese gegenfinanziert werden. Der fiskalische Spielraum in Großbritannien ist eben begrenzt. Ende März wird der neue Budgetentwurf hierzu Klarheiten liefern. Die britische Wirtschaft bleibt voraussichtlich auf einem behutsamen Wachstumspfad.

Die **Bank of England** wird ihren Zinssenkungskurs grundsätzlich fortsetzen und die Geldpolitik weiter normalisieren. Die Inflation sprang im Januar auf 3,0 %. Administrative Maßnahmen sowie höhere Energiepreise ließen und lassen die Teuerung klettern. Die Notenbank wird diese Effekte aber vermutlich eher als transitorisch interpretieren und den Leitzins bis Jahresende von 4,5 % auf unter 4 % reduzieren. Das Pfund dürfte daher gegenüber dem Euro noch nachgeben. Das **Anstiegspotenzial des Euro-Pfund-Kurses** ist aber vermutlich bis 0,85 **begrenzt**.

Der **Schweizer Franken** wertete gegenüber dem Euro ab. Der Wechselkurs sprang auf den höchsten Stand seit Sommer 2024. Der Renditeanstieg in der Eurozone setzte den Franken unter Druck. Da allerdings die Schweizer Kapitalmarktzinsen ebenfalls anzogen, unterstützten die Renditedifferenzen den Wechselkursanstieg kaum.

Die Schweizer Notenbank dürfte nach der jüngsten Zinssenkung ihre Politik nicht mehr weiter lockern. Devisenmarktinterventionen sind bei Bedarf möglich, aber vorerst nicht unbedingt ein Thema. Eine höhere Unsicherheit an den Finanzmärkten half dem Franken als sicherer Anlagehafen kaum. Insgesamt besitzt der **Franken nach den Verlusten Erholungspotenzial**.

Der Euro-Franken-Kurs dürfte in den nächsten Monaten wieder etwas sinken, auch wenn er Ende 2025 nahe aktueller Niveaus notiert.



politik dürfte den Yen gegenüber Dollar und Euro **stützen**. Japans Renditenachteil am Kapitalmarkt ist gegenüber den USA aktuell etwas überzogen, sollte jedoch im Trend den Yen weiter stärken. Japans Währung dürfte daher gegenüber US-Dollar und Euro im Jahresverlauf weiter aufwerten.

Der **Japanische Yen** neigt in diesem Jahr zur Stärke, selbst wenn er gegenüber dem Euro zuletzt nachgab. Gegenüber dem US-Dollar gewann der Yen, da die japanischen Renditen auf langjährige Höhen stiegen und der Zinsnachteil damit zurückging. Eine teilweise gewachsene Risikoaversion half der japanischen Währung ebenso.

Die Bank of Japan behielt ihren Leitzins bei. Das Wirtschaftswachstum hat sich verbessert. Allerdings würden US-Strafzölle die japanische Konjunktur belasten. Der Inflationsanstieg bis auf 4,0 % beruhte auch auf Sonderfaktoren, die nachlassen werden. Die Notenbank wird die Geldpolitik dennoch weiter vorsichtig straffen und vermutlich im Sommer die nächste Leitzinserhöhung vornehmen. Diese **divergierende Geld-**

gg. Euro	aktuell*	Q2/25	Q3/25	Q4/25	Q1/26
US-Dollar	1,09	1,05	1,10	1,10	1,10
Jap. Yen	162	155	158	158	155
Brit. Pfund	0,84	0,83	0,84	0,85	0,85
Schw. Franken	0,96	0,94	0,95	0,96	0,96

* 19.03.2025

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory



Prognosetabelle BIP und Inflation

	Bruttoinlandsprodukt reale Veränderung gg. Vorjahr, %				Verbraucherpreise Veränderung gg. Vorjahr, %			
	2023	2024	2025p	2026p	2023	2024	2025p	2026p
Eurozone	0,5	0,9	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	-0,9	-1,3	0,5	1,3	7,8	2,9	2,7	2,3
Schweden	0,1	1,0	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	3,0	2,5
Schweiz	1,2	0,9	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	2,5	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*	9,2	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	3,1	2,8	2,8	5,0	4,5	3,0	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; 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*		Q2/2025	Q3/2025	Q4/2025	Q1/2026
Zinsen	Basispunkte		%				
EZB Refi-Satz	-50	-25	2,65	2,15	2,15	2,15	2,15
EZB Einlagenzins	-50	-25	2,50	2,00	2,00	2,00	2,00
Tagesgeldsatz €STR	-49	-25	2,42	2,00	2,00	2,00	2,00
3M Euribor	-30	-12	2,41	2,00	2,00	2,00	2,00
6M Euribor	-15	-4	2,42	2,05	2,05	2,10	2,10
2j. Bundesanleihen	11	4	2,20	2,10	2,20	2,25	2,25
5j. Bundesanleihen	31	16	2,47	2,25	2,40	2,50	2,50
10j. Bundesanleihen	44	27	2,80	2,50	2,70	2,80	2,80
2j. Swapsatz	11	3	2,30	2,20	2,30	2,35	2,35
5j. Swapsatz	24	14	2,48	2,35	2,50	2,60	2,60
10j. Swapsatz	31	21	2,68	2,50	2,70	2,80	2,80
20j. Swapsatz	38	25	2,74	2,50	2,70	2,80	2,80
30j. Swapsatz	43	26	2,59	2,35	2,55	2,65	2,65
Fed Funds Target Rate	0	0	4,38	4,13	3,88	3,88	3,88
10j. US-Treasuries	-33	-26	4,24	4,40	4,50	4,50	4,50
Aktien	Landeswährung, %						
DAX	17,0	4,4	23.288	21.500	21.750	22.000	22.250
Euro Stoxx 50	12,5	0,8	5.507	5.200	5.250	5.300	5.360
Dow Jones	-1,4	-5,0	41.965	41.500	42.000	42.500	43.000
S&P 500	-3,5	-7,2	5.675	5.600	5.700	5.800	5.850
Nikkei 225	-5,1	-2,2	37.845	36.500	37.000	37.500	37.800
Gold und Brentöl	%						
Gold €/Unze	10,3	-0,1	2.795	2.762	2.727	2.818	2.818
Gold \$/Unze	16,1	3,7	3.048	2.900	3.000	3.100	3.100
Brentöl \$/Barrel	-5,2	-7,5	71	72	75	78	81
Devisen	jeweils gg. Euro, %		jeweils gg. Euro				
US-Dollar	-5,0	-3,7	1,09	1,05	1,10	1,10	1,10
Japanischer Yen	0,4	-3,1	162	155	158	158	155
Britisches Pfund	-1,3	-1,1	0,84	0,83	0,84	0,85	0,85
Schweizer Franken	-1,7	-1,4	0,96	0,94	0,95	0,96	0,96

* 20.02.2025 ** 19.03.2025

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/>