

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

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

Editorial: Zollpause – und was dann?



gt/ Mit der Verkündung der „reziproken“ Zölle versetzte Donald Trump dem Welthandel am 2. April einen Tiefschlag. Die negative Reaktion der Aktienmärkte ließ nicht lange auf sich warten. Etwas verzögert schossen die Risikoaufschläge für US-Staatsanleihen in die Höhe. Dies war vermutlich der Moment, in dem Trump klar wurde, dass die USA und auch er einen Preis für seine Politik bezahlen müssen. Wenig später verkündete er eine 90-tägige Zollpause für die „reziproken“ Zölle. Die verhandlungswilligen Partner wurden damit für ihre Kooperationsbereitschaft belohnt, weil sie noch nicht mit Gegenzöllen reagiert hatten. Darunter auch die EU – nicht jedoch China. Da eskalierte der Handelskrieg.

Die Aktienmärkte haben sich seitdem etwas erholt, die Unsicherheit ist aber geblieben. Auch der US-Dollar zeigt sich weiterhin schwach. Die Stimmungsindikatoren diesseits und jenseits des Atlantiks sind eingebrochen und die Wachstumserwartungen stark zurückgenommen worden. Auch mit Zollpause ist ein Inflationsanstieg in den USA zu erwarten. Bei uns dagegen schwächt sich der Inflationsdruck aufgrund des niedrigeren Ölpreises, der Aufwertung des Euro und der geringeren gesamtwirtschaftlichen Nachfrage bei gleichzeitig zu erwartendem zusätzlichen Angebot umgeleiteter Güter aus China eher ab.

Unter der Annahme, dass Trump die Zollpause tatsächlich einhält, sollte die Volatilität in dieser Phase etwas nachlassen. Das Damoklesschwert „neuer Ideen“ schwebt aber weiter über uns. Jedoch scheint sich der Wind etwas zu drehen. Die Mannschaft um Trump wird voraussichtlich nicht mehr die gleiche sein: Elon Musk will oder darf bald nicht mehr dabei sein. Auch der Globalisierungsgegner Navarro scheint nicht mehr erste Priorität bei Trump zu sein. Die Grundidee, dass die USA in den letzten Jahrzehnten vom Rest der Welt „geplündert“ wurden, bleibt aber vermutlich Trumps Grundhaltung.

Nach der Zollpause besteht wieder das Risiko reziproker Zölle und dann umfassender Gegenmaßnahmen. Dann wäre ein globaler Konjunkturreinbruch unausweichlich. Dies sollte auch Trump mittlerweile verstanden haben. So halte ich es für wahrscheinlich, dass er ein neues, altes Instrument anstrebt, das schon Ronald Reagan in den 80er Jahren mit initiiert hatte: kontrollierte Währungsanpassungen – 1985 benutzt und bekannt geworden als das sogenannte Plaza-Abkommen. Eine Abwertung des Dollar steht nämlich auch auf Trumps Agenda.

Ihre

Dr. Gertrud R. Traud

Chefvolkswirtin/Head of Research & Advisory

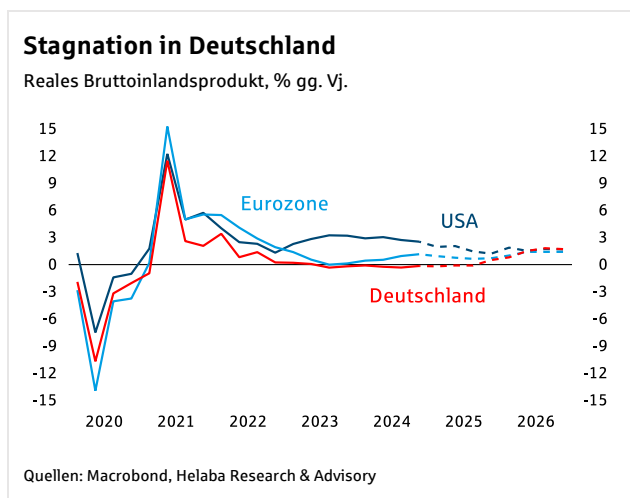
Konjunktur: US-Zollpolitik schadet, gerade auch in den Vereinigten Staaten



- Donald Trumps Zollschock belastet globale Konjunktur und Finanzmärkte
- US-Rezessionsrisiken gestiegen, Wachstumsprognose 2025/2026 gesenkt
- Schlechtere Aussichten für den deutschen Außenhandel trüben die Konjunkturerwartungen
- BIP-Prognose 2025 für Deutschland und die Eurozone auf 0,0 % bzw. 0,8 % reduziert
- Inflationsrate in Deutschland und der Eurozone zuletzt bei jeweils 2,2 %
- US-Teuerungsrate im März nur bei 2,4 %, Prognose aber wegen Zöllen deutlich angehoben

pf/ Hoffnungen, die Ankündigung einer **massiven Zollerhöhung** Anfang April könnte nur ein Bluff des US-Präsidenten sein, haben sich nicht bestätigt. Zwar verlor Donald Trump angesichts einer drohenden Kernschmelze im Finanzsystem die Nerven und setzte einen guten Teil der „reziproken“ Zölle für 90 Tage aus. Aber auch die verbleibenden Maßnahmen, insbesondere gegen China, lassen den durchschnittlichen Einfuhrzoll der **USA** abrupt auf einen Wert schnellen, wie man ihn zuletzt vor dem Ersten Weltkrieg gesehen hat. Dies wird negative Auswirkungen auf die globale, aber vor allem auf die US-Konjunktur haben. Wir haben als erste Reaktion die **Wachstumsprognose** für 2025 von 2,2 % auf 1,7 % **gesenkt** (2026: 1,7 % statt 2 %). Trotzdem dominieren weiterhin die Abwärtsrisiken: Wie stark dämpft der Unsicherheitsschub die Investitionen? Wie gut können die US-Konsumenten den sich abzeichnenden zweiten Preisschock in nur vier Jahren wegstecken?

China meldete für das erste Quartal erneut ein besser als erwartetes Wachstum von 1,2 % gg. Vq. Wir bleiben allerdings dabei, dass der Abstand zwischen den offiziellen Zahlen und der Realität aktuell überdurchschnittlich sein dürfte. In den kommenden Monaten wird China die volle Wirkung der amerikanischen **Prohibitivzölle** von fast 150 % zu spüren bekommen. Selbst wenn es eine zügige Verhandlungslösung geben sollte – alles andere als eine ausgemachte Sache – wird damit der Export als bisherige Hauptstütze der chinesischen Konjunktur zumindest vorübergehend wegbrechen.



saz/ Die nun geltenden US-Importzölle verschlechtern die konjunkturellen Aussichten für die deutsche Volkswirtschaft. Daran ändert auch der Koalitionsvertrag von Union und SPD nicht viel, denn dieser liest sich nicht wie die Blaupause einer Wirtschaftswende, sondern eher wie ein „Weiter so“. Der vermehrte Pessimismus lässt sich gut anhand des ZEW-Index darstellen. Nach einem Vormonatswert von 51,6 Punkten, brach der Saldo der Konjunkturerwartungen im April auf einen Wert von -14 Indexpunkten ein. Auf die neue Situation haben wir mit einer Abwärtsrevision unserer deutschen Wachstumsprognose reagiert. Für **2025** erwarten wir nun ein **stagnierendes BIP** (zuvor: 0,7 %) und damit das **dritte Jahr in Folge ohne Wachstum**. Mittelfristig erwarten wir jedoch wieder mehr Dynamik – primär durch die Lockerung der Schuldenbremse und das Infrastrukturprogramm. Deshalb prognostizieren wir für 2026 ein Plus von 1,5 % (zuvor 1,2 %).

Wie sich die **privaten Konsumausgaben** im ersten Quartal entwickelt haben, ist noch nicht bekannt, doch die Einzelhandelsumsätze geben eine erste Indikation: Im Januar und Februar fielen die Verkaufserlöse 0,3 % höher aus als die durchschnittlichen Umsätze im Schlussquartal 2024. Von einem dynamischen Wachstum kann hier noch nicht die Rede sein, doch geht es zumindest in die richtige Richtung. Für 2025 erwarten wir, dass der private Konsum um rund 1 % zunehmen wird.

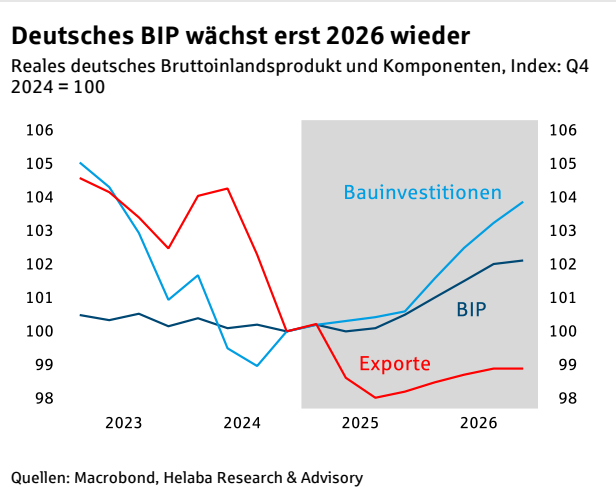
Die **Konsumausgaben des Staates** erhöhten sich bereits im vergangenen Jahr deutlich. Im Koalitionsvertrag sind für dieses und nächstes Jahr – abgesehen von

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

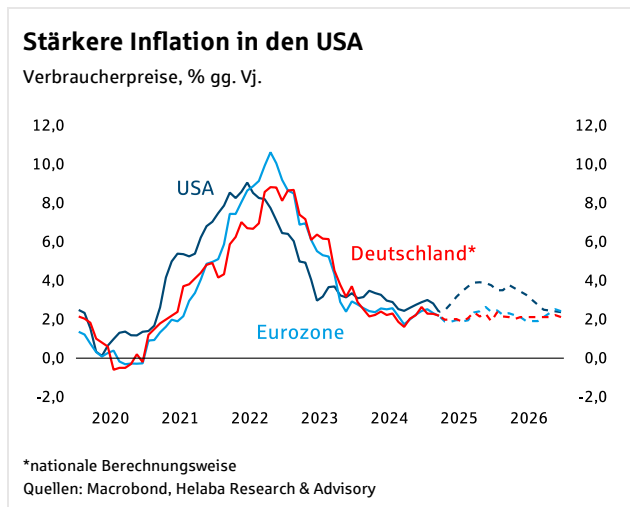
p=Prognose, kalenderbereinigt soweit verfügbar
Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

der Stromsteuer – kaum Steuersenkungspläne zu finden. Erst ab „Mitte der Legislaturperiode“ soll die Einkommensteuer für mittlere und niedrige Einkommen gesenkt und 2028 die Körperschaftsteuer für Unternehmen um zunächst einen Prozentpunkt reduziert werden. Außerdem wird schon in diesem Jahr eine höhere Verschuldung zugunsten der Militärausgaben ermöglicht. Wir erwarten, dass der Staatskonsum 2025 um rund 2 % zunehmen wird.

Das neue Sondervermögen für Infrastruktur wird zu mehr **Bauinvestitionen** führen, doch voraussichtlich erst 2026. Im laufenden Jahr dürfte sich die Bautätigkeit zumindest stabilisieren. Die höheren US-Zölle werden aber vielen Unternehmen im Verarbeitenden Gewerbe schaden. Dementsprechend dürfte dies die Entwicklung der **Ausrüstungsinvestitionen** beeinträchtigen. Für 2025 erwarten wir hier einen erneuten Rückgang – wenn auch nicht mehr so stark wie im Vorjahr.



Der **deutsche Außenhandel** wird sich im weiteren Jahresverlauf schlecht entwickeln. Die aktuellen US-Importzölle von 10 % für die EU und die 25-prozentigen Zölle auf Automobile werden einen Rückgang der Exporte in die USA verursachen. Darüber hinaus wird der globale Welthandel auch unter dem Handelskrieg zwischen den Vereinigten Staaten und China leiden. Dies dürfte den deutschen Außenhandel zusätzlich als indirekten Effekt beeinträchtigen. Für 2025 erwarten wir daher einen starken Rückgang der deutschen Ausfuhren und damit einen negativen Wachstumsbeitrag auf das deutsche BIP.



Aufgrund der höheren US-Zölle für die EU haben wir auch die BIP-Prognosen für 2025 für Frankreich (0,8 %, zuvor 1,2 %) und Italien (0,5 %, zuvor 1,0 %) gesenkt. Spanien hingegen wuchs zuletzt sogar stärker als erwartet, sodass wir an der bisherigen Prognose von 2,4 % festhalten. Für die gesamte **Eurozone** erwarten wir nun für das laufende Jahr ein Wirtschaftswachstum von 0,8 % (zuvor 1,2 %). Für 2026 prognostizieren wir unverändert einen BIP-Anstieg von 1,3 %.

Die **deutsche Inflationsrate** sank im März leicht auf 2,2 %. Auch in der Eurozone lag die Teuerungsrate im März im Vorjahresvergleich mit 2,2 % geringfügig unter dem Februarwert. Die Kernrate der Eurozone nahm

weiter ab und liegt nun bei 2,4 % (Februar: 2,6%). Unsere Inflationsprognosen für Deutschland und die Eurozone bleiben unverändert. Für Deutschland erwarten wir für 2025 und 2026 eine jahresdurchschnittliche Teuerungsrate von jeweils 2,1 %, für die Eurozone von 2,2 % in beiden Jahren.

Gute Nachrichten gab es für den März aus den **USA**. Dort legte der Kernindex der Verbraucherpreise nur um 0,1 % gg. Vm. zu, der Gesamtindex ging dank rückläufiger Energiepreise sogar um 0,1 % gg. Vm. zurück. Entsprechend entspannte sich die Lage auch bei den Vorjahresraten, die jetzt bei 2,8 % (Kernindex) bzw. 2,4 % liegen. Dank der absehbaren kräftigen Impulse von den Trumpschen Einfuhrzöllen haben wir unsere Prognose für die Kernwarenpreise aber spürbar angehoben. Dadurch geht der jahresdurchschnittliche Preisauftrieb für 2025 von 2,8 % auf 3,3 % und für 2026 von 2,5 % auf 3 %. Dabei unterstellen wir weiterhin, dass der Zollschock weitgehend als **Einmaleffekt** auf das Preisniveau wirkt und keinen neuerlichen Inflationsprozess lostritt. Dies ermöglicht es der Fed, noch 2025 den Zinssenkungsprozess wieder aufzunehmen.

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	3,3	3,0

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

Geldpolitik: Chaostage – Druck auf Notenbanken nimmt zu



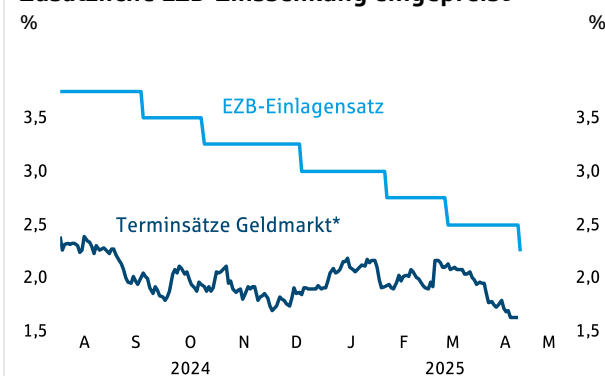
- EZB dürfte ihren Kurs fortsetzen und im Juni den Einlagensatz auf 2,0 % senken
- An den Terminmärkten wird bereits ein weiterer EZB-Zinsschritt eingepreist
- Gegen dieses Szenario spricht jedoch die angekündigte deutlich expansivere Fiskalpolitik
- US-Notenbank ist durch Trumps Zölle mit Zielkonflikt konfrontiert
- Nächste Zinssenkung der Fed liegt wegen Inflationsrisiken bis in den Herbst auf Eis
- US-Rezessionsgefahr gestiegen, aber Abweichung vom Inflationsziel dominiert Kalkül der Fed

uk/ Wie erwartet hat die EZB die Leitzinsen im April um weitere 25 Basispunkte gesenkt. Sie weist darauf hin, dass sich die Wachstumsaussichten aufgrund der zunehmenden Handelsspannungen eingetrübt haben. Die negativen und volatilen Marktreaktionen würden sich zudem restriktiv auf die Finanzierungsbedingungen auswirken.

Damit steht die Tür für eine weitere Lockerung im Juni weit offen. An den Terminmärkten wird bereits das Szenario einer Senkung des EZB-Einlagensatzes unter die 2-Prozent-Marke eingepreist. Dabei spielt neben den niedrigeren Inflationserwartungen auch die markante Entwicklung des Euro-Dollar-Kurses eine Rolle. Sollte der Euro weiter aufwerten, wovon wir allerdings nicht ausgehen, dürfte die Bereitschaft des EZB-Rats zu einer expansiveren Geldpolitik steigen.

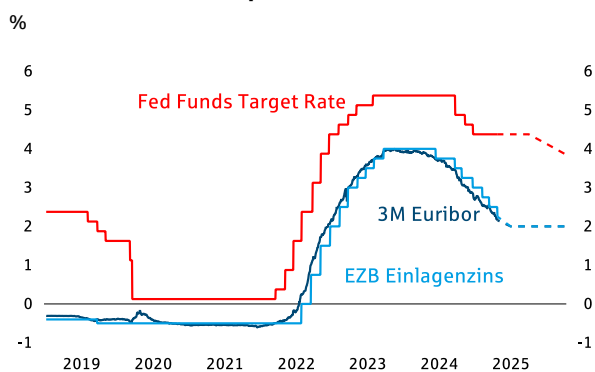
Gegen dieses Szenario spricht jedoch der angekündigte deutlich stärkere Einsatz der Fiskalpolitik im Euroraum und die damit verbundenen möglichen Wachstums- und Inflationseffekte. In diesen volatilen Zeiten können sich die Erwartungen aber schnell wieder ändern. Letztlich tut die EZB daher gut daran, ihren geldpolitischen Kurs von der Datenlage abhängig zu machen und von Sitzung zu Sitzung zu entscheiden.

Zusätzliche EZB-Zinssenkung eingepreist



*3M-Satz in 12 Monaten, Euroraum
Quellen: LSEG, Helaba Research & Advisory

Fed und EZB: Mehr Spielraum hierzulande



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

pf/ Für die USA bringen Donald Trumps Zölle eine andere Gemengelage als für die Handelspartner. Hier steht einem negativen Konjunkturimpuls ein merklicher inflationärer Schock gegenüber – sie wirken also **stagflationär**. Dies bringt die Notenbank in eine schwierige Lage, denn sie muss nun ihre beiden Ziele – Preisniveaustabilität und Vollbeschäftigung – gegeneinander abwägen.

Unter dem Strich gehen wir davon aus, dass die Fed auf Zinssenkungskurs bleibt – solange sich der Zolleffekt auf die Teuerung nicht zu verstetigen droht. Die Rezessionsrisiken sind gestiegen, aber in unserem Basisszenario rechnen wir mit mäßigem Wachstum. Die **Inflationsgefahren** haben aber so weit zugenommen,

dass der nächste Zinsschritt wohl erst im Herbst erfolgen wird. Das Leitzinstief dürfte 2026 bei rund 3,5 % erreicht werden. Für eine schnellere oder umfangreichere Lockerung müssten sich Konjunktur und Arbeitsmarkt deutlicher abschwächen als gedacht und/oder der Effekt der Zölle auf die Inflation spürbar hinter den Erwartungen zurückbleiben.

%	aktuell*	Q2/25	Q3/25	Q4/25	Q1/26
3M Euribor	2,16	2,00	2,00	2,00	2,00
EZB Einlagenszins	2,25	2,00	2,00	2,00	2,00
Fed Funds Rate	4,38	4,38	4,38	4,13	3,88

* 23.04.2025

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Staatsanleihen: US-Treasuries und Bunds in unterschiedlichem Fahrwasser

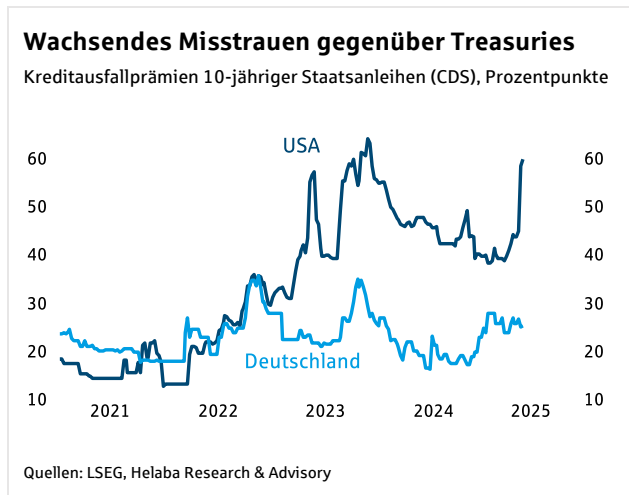


- Bunds profitieren von sinkenden Inflationserwartungen und Zinssenkungsfantasie
- Chaotische Trump-Politik führt zu steigenden Risikoaufschlägen bei US-Staatsanleihen
- Renditekorrelation zwischen Bund und Treasuries zuletzt deutlich gesunken
- Weitere Verteilung der Zinsstrukturkurven diesseits und jenseits des Atlantiks
- 10-jährige US-Treasuries zum Jahresende bei rund 4,5 % erwartet
- 10-jährige Bunds notieren zum Jahresende bei 2,8 %

uk/ Zumindest am deutschen Rentenmarkt hat sich die **Lage zuletzt entspannt**. Nach einem Ausflug in Regionen um 3 % ist die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen zuletzt wieder unter **2,5 %** gefallen und liegt damit auf dem

Niveau des Zweijahresdurchschnitts. Zwei Faktoren ermöglichten diese Entwicklung: Anfang März entfaltete die weitgehende Abschaffung der **Schuldenbremse** in Deutschland ihre Wirkung, dann löste US-Präsident Trumps chaotische Zollpolitik weltweit massive **Konjunktursorgen** aus.

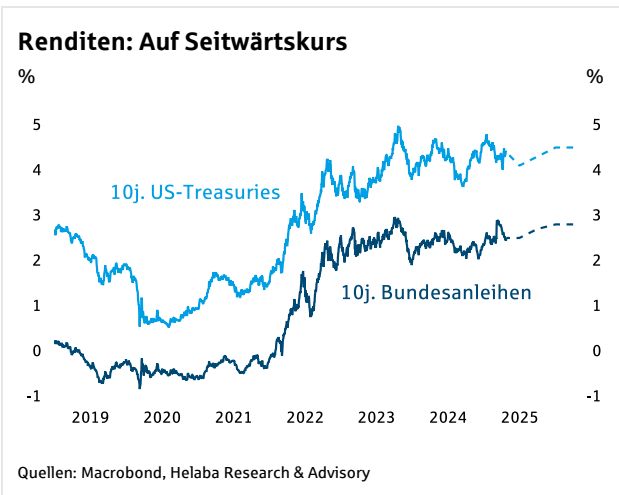
Die Situation ist komplex. Während die **Inflationserwartungen** im Euroraum durch die erwartete Umlenkung der globalen Warenströme entspannt sind und daher mit weiteren positiven Impulsen der **Geldpolitik** gerechnet wird, stellt sich die Situation jenseits des Atlantiks völlig anders dar. Die massiven Zollerhöhungen insbesondere gegenüber China gefährden in den USA die **Preisstabilität**.



Die **US-Notenbank** ist daher trotz aufkommender Konjunktursorgen nicht zu schnellen Lockerungen bereit. Das hat den US-Präsidenten auf den Plan gerufen, der nun erneut die **Unabhängigkeit der Fed** angreift. Dies verunsichert die Investoren, die in Kombination mit der ausufernden **US-Staatsverschuldung** ihr Engagement in Treasuries reduzieren. Die Kreditausfallprämien für US-Staatsanleihen sind deutlich gestiegen, die Abwertung des **US-Dollars** ist mittlerweile erheblich. Die Renditen 10-jähriger **US-Staatsanleihen** kletterten nach zwischenzeitlichen Niveaus unter 4 % wieder in Bereiche um **4,5 %**. Damit setzte sich der mehrjährige richtungslose Trend fort. Die traditionell hohe **Korrelation** zwischen deutschen und amerikanischen Staatsanleihen war zuletzt kaum noch erkennbar.

Deutlich ist dagegen der Trend bei der **US-Zinsstrukturkurve**. Seit dem Tief im Juli 2023 hat sich der 10/2-Spread um 1,8 Prozentpunkte auf zuletzt rund 0,7 Prozentpunkte ausgeweitet. Der Anstieg bei Bundesanleihen ist vergleichbar. Die Anleger können sich auf eine lange Phase **normaler** Zinskurven einstellen.

Insgesamt dürfte sich die **Achterbahnfahrt** der Renditen fortsetzen. Für das Jahresende erwarten wir die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen – bei verbesserten Konjunkturaussichten für 2026 – bei **2,8 %**. Die Rendite 10-jähriger US-Treasuries dürfte bei **4,5 %** liegen. Die Steilheit der Zinskurve sollte noch etwas zunehmen.



%	aktuell*	Q2/25	Q3/25	Q4/25	Q1/26
10j. Bundesanl.	2,50	2,50	2,70	2,80	2,80
10j. US-Treasuries	4,38	4,10	4,30	4,50	4,50

* 23.04.2025 Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

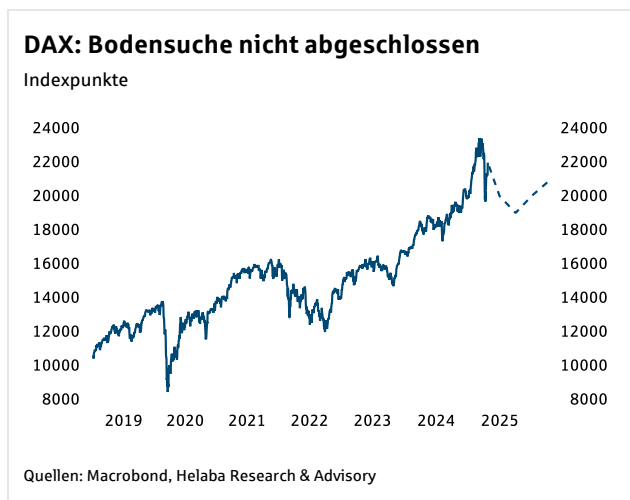
Aktien: Zollchaos verdirbt Risikoappetit



- Trotz jüngster Erholung sind die Spuren des Zollchaos im Kursbild vieler Indizes noch sichtbar
- Mit dem Handelskonflikt verbundene Unsicherheit drückt die Konjunkturstimmung
- Bei den Unternehmensgewinnschätzungen überwiegen die negativen Revisionen
- Anlegerstimmung hierzulande ist gedrückt, in den USA fast schon unterkühlt
- DAX und EURO STOXX 50 sind in den fairen Bereich zurückgekehrt, S&P 500 noch teuer
- Technisch bleiben Aktien angeschlagen, wir haben unsere Prognosen bereits reduziert

mr/ Auch nach der eingelegten „Zollpause“ stehen die Aktienmärkte im Bann eines möglichen globalen Handelskriegs. Zwar konnten sich die meisten Indizes zwischenzeitlich etwas von ihren Tiefstständen erholen. Gerade bei den US-Indizes S&P 500 und Nasdaq Composite sind die Kursschichten noch deutlich sichtbar. Die Hoffnung, dass die Märkte allmählich wieder zur Tagesordnung übergehen, scheint zumindest für US-Aktien nicht aufzugehen – auch, weil Fed Chef Powell zuletzt noch einmal klargestellt hat, dass die **Inflationsbekämpfung** oberstes Ziel ist, selbst wenn Risikoassets darunter leiden. In dieser Sache scheint es also vorerst **keinen Fed-Put** zu geben, der die

negativen Effekte einer aus den Fugen geratenen Zollpolitik durch Zinssenkungen ausgleicht.

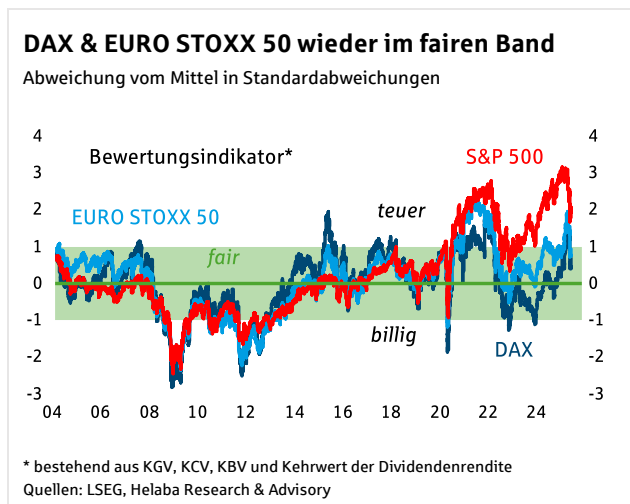


Indessen ist in den USA die **Berichtssaison** angelaufen. Von den vorliegenden rund 25 % konnten fast 80 % der S&P 500-Unternehmen die Erwartungen übertreffen. Mehr als sonst wird es diesmal auf die Ausblicke ankommen. Schließlich werden die Zölle je nach tatsächlicher Ausgestaltung die künftigen Unternehmensgewinne belasten, vom Thema mangelnde Planungssicherheit ganz zu schweigen. In den **Gewinnrevisionen** wird es bereits sichtbar: Sowohl für den S&P 500 als auch für den DAX überwiegen derzeit die negativen Revisionen.

Indexpunkte	aktuell*	Q2/25	Q3/25	Q4/25	Q1/26
DAX	21.962	20.000	19.000	20.000	20.800
Euro Stoxx 50	5.099	4.700	4.500	4.700	4.850
S&P 500	5.376	5.050	4.800	5.050	5.250

* 23.04.2025 Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Zumindest sind hiesige Dividentitel – anders als die US-Pendants – inzwischen ins **faire Preisband** zurückgekehrt. Damit ergibt sich im relativen Vergleich zwar ein Vorteil. Sollte sich in den USA allerdings ein Bärenmarkt etablieren – der Nasdaq Composite war zwischenzeitlich gut 24 % gefallen, der S&P 500 knapp 19 % – könnten sich auch die europäischen Indizes dem nicht entziehen. Es braucht also mehr als eine Zollpause, um eine nachhaltige Wende herbeizuführen.

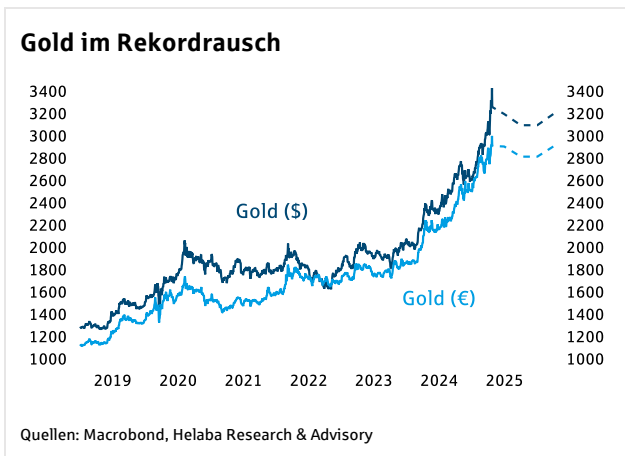


Vielleicht hilft zur Einordnung der aktuellen Geschehnisse der Blick in die Historie: In den vergangenen 30 Jahren gab es eine **Vielzahl von Krisen**, die zeitweilig zu heftigen Kursverlusten führten. Die aktuelle Zollkrise wirkt im historischen Kontext bislang sogar vergleichsweise harmlos. Selbst wenn im negativen Fall weiter eskaliert würde, können Anleger darauf setzen, dass die **Kursverluste aufgeholt** würden und Aktien mittelfristig höher notieren. Das Wichtigste ist aber, dass das Portfolio gut diversifiziert ist. Für langfristig orientierte Anleger besteht somit kein Grund, selbst bei einer ungünstigen Entwicklung im Zollstreit in Panik zu verfallen. Allerdings sind Aktien derzeit noch nicht so günstig gepreist, dass sie bereits wieder ein Kauf wären.

Gold: Der einzig sichere Hafen weit und breit



- Gold stellte mit 3.500 US-Dollar je Feinunze ein neues Allzeithoch auf
- Grund ist der Vertrauensverlust ausgehend von Präsident Trumps Zoll- und Wirtschaftspolitik
- Aktien und Staatsanleihen in den USA sowie US-Dollar sind unter Druck
- Insbesondere für Anleger im Dollarraum bietet Gold aktuell viel Sicherheit



cw/ **Gold** überstrahlt derzeit alle Assetklassen in dem Ausmaß, wie das Vertrauen in die US-Wirtschaft bzw. den Währungsraum schwindet. Präsident Trumps erratische Wirtschaftspolitik verunsichert Investoren. Auf der Suche nach **Sicherheit** schichten sie aus US-Aktien, Treasuries und Dollar um in klassische **sichere Häfen**: Schweizer Franken und Yen sowie **Gold**. Dabei sticht das Edelmetall hervor mit einem neuen **Rekord** von **3.500 US-Dollar pro Feinunze**. Da nun auch der Greenback unter Druck geraten ist, profitiert vor allem der **Dollaranleger** mit einer Jahresperformance von knapp 30 % von dieser Rally. Für den **Euroanleger** bleibt nur ein Plus von **gut 20 %**. Immerhin hat Gold nun auch in **Euro** die Marke von 3.000 gerissen. Ob die **Goldrally** anhält, hängt entscheidend vom weiteren **Reputa-**

tionsverlust des Dollarraumes ab. Sollte sich dieser ausweiten, könnte Gold rasch Rekorde in Richtung **4.000 \$/Uz.** erreichen. Kurzfristig halten wir jedoch eine Atempause für sehr viel wahrscheinlicher.

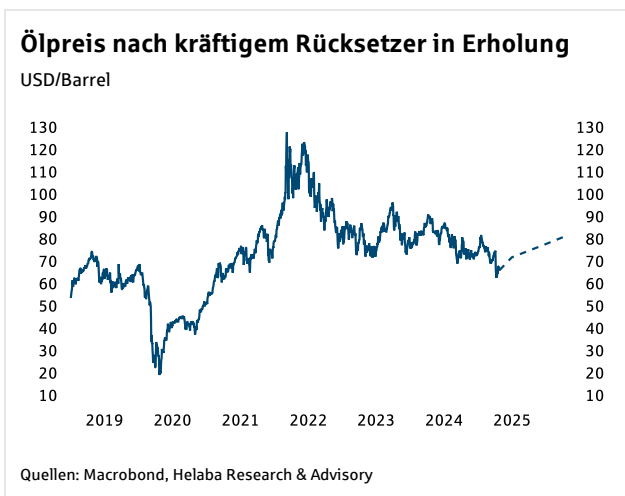
Preis / Feinunze	aktuell*	Q2/25	Q3/25	Q4/25	Q1/26
Gold in Euro	2.906	2.909	2.818	2.818	2.909
Gold in US-Dollar	3.288	3.200	3.100	3.100	3.200

* 23.04.2025
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Rohöl: Handelspolitik sorgt für konjunkturelle Skepsis



- US-Zölle gegen China und den Rest der Welt belasten die wirtschaftlichen Perspektiven
- China meldete zuletzt wieder erhöhte Ölimporte
- Saudi-Arabien geht gegen Quotenbrecher innerhalb der OPEC+ vor
- USA und Iran verhandeln über Atomanlagen – Druck gegenüber Iran ist hoch



ru/ Seit Monatsbeginn sind die Ölnotierungen phasenweise deutlich **unter Druck** gekommen. Zwei Dinge haben dabei belastet: Zum einen sind die wirtschaftlichen Perspektiven wegen des von den USA angezettelten **Handelskrieges** getrübt. Die Erwartungen an das Wachstum der globalen Ölnachfrage wurden daher gedämpft. Währenddessen meldete China mit den letzten Zahlen aber deutlich steigende **Ölimporte**. Es muss sich noch zeigen, ob dies nach gut zwei Jahren Seitwärtsbewegung eine Trendwende oder ein Ausreißer ist. Zum anderen hat Saudi-Arabien zu Monatsbeginn eine stärker als geplante **Produktionsausweitung** verkündet, um die Quotenbrecher, insbesondere Kasachstan und Irak, innerhalb der OPEC+ zu disziplinieren. Mit Risiken bleibt die Situation mit Blick auf den Iran

behaftet. Sollten die USA/Iran-Atomgespräche erfolglos bleiben, droht eine erhöhte **Risikoprämie**.

Preis / Barrel	aktuell*	Q2/25	Q3/25	Q4/25	Q1/26
Rohöl Brent	66	72	75	78	81

* 23.04.2025
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

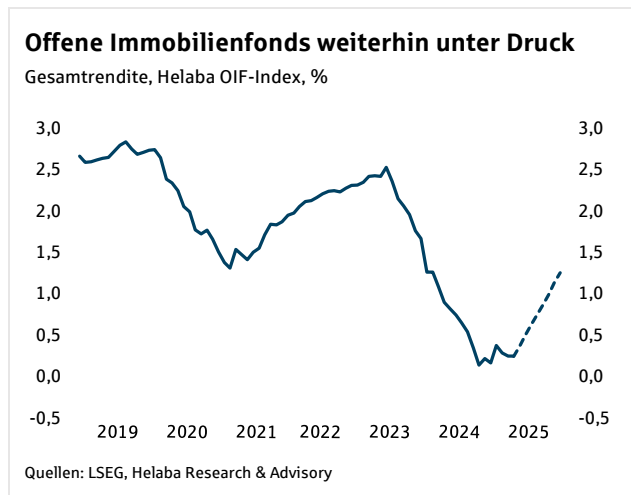
Immobilien: Koalitionspläne stärken Neubau



- Jahresperformance offener Immobilienfonds zuletzt unverändert niedrig bei 0,2 %
- Nettomittelabflüsse der Fonds setzen sich auf hohem Niveau fort
- Gesamttrendite deutscher Immobilien 2024 mit -0,4 % deutlich besser als im Vorjahr
- Alle Segmente erholen sich: Wohnen und Industrie positiv, Büro und Einzelhandel schwächer
- Maßnahmen aus dem Koalitionsvertrag verbessern die Rahmenbedingungen für den Neubau
- Die Wirkung dieser Maßnahmen dürfte jedoch erst im kommenden Jahr sichtbar werden

pr/ Die Performance **offener Immobilienfonds**, gemessen am „Helaba OIF-Index“, lag zuletzt bei 0,2 % und ist damit im Vergleich zum Vormonat unverändert geblieben. Weitere vereinzelte Abwertungen dürften die Fonds auch

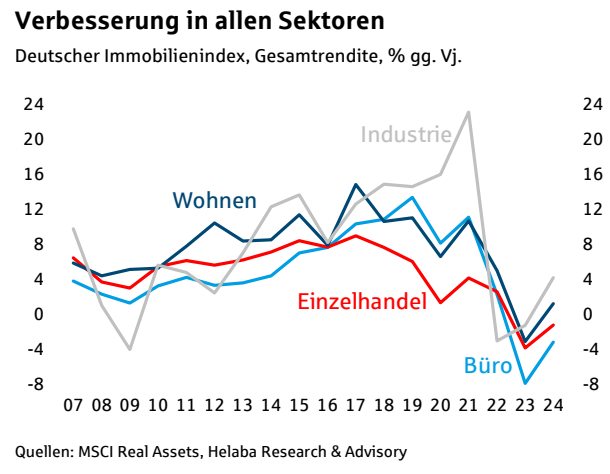
in den kommenden Monaten belasten. Die Nettomittelabflüsse betragen im Februar 730 Millionen Euro und werden sich fortsetzen. Grund hierfür ist die nach wie vor im Vergleich zu festverzinslichen Kapitalanlagen geringe relative Attraktivität der Assetklasse.



Nach den von MSCI Real Assets veröffentlichten Daten lag die **Gesamttrendite deutscher Immobilien 2024 mit -0,4 %** klar über dem Vorjahresniveau (-5,1 %). Die Erholung des Immobiliensektors nach der durch den Zinsanstieg ausgelösten Korrektur fiel in anderen wichtigen europäischen Märkten besser aus (Frankreich: 1,0 %, Großbritannien: 5,4 %). Stärker erholten sich in Deutschland Industrieimmobilien (4,2 %), gefolgt von Wohnimmobilien (1,2 %). Einzelhandels- (-1,2 %) und Büroimmobilien (-3,2 %) schnitten zu-

mindest deutlich weniger negativ ab als im Vorjahr. Für 2025 erwarten wir eine Stabilisierung im **Gewerbesegment**. Das schwache makroökonomische Umfeld verhindert jedoch eine dynamischere Erholung.

Die positive Entwicklung bei **Wohnimmobilien** wird durch das knappe Angebot und steigende Neuvertragsmieten gestützt. Die künftigen Regierungsparteien planen im **Koalitionsvertrag umfangreiche Maßnahmen**, um bezahlbares und umweltverträgliches Wohnen zu fördern. Die Mietpreisbremse soll um vier Jahre verlängert werden, während Investitionen, Steuerentlastungen und Entbürokratisierung den Wohnungsbau und die Eigentumsbildung ankurbeln sollen. Niedrigere Standards sollen die Baukosten reduzieren und öffentliche Garantien Finanzierungskosten senken.



% 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

Anstelle des bisherigen Heizungsgesetzes soll der Fokus stärker auf die Vermeidung von CO₂-Emissionen gelegt werden. Die **Klimaziele des Gebäudesektors** bleiben bestehen, jedoch sollen Eigentümer mehr Wahlfreiheit bei der klimafreundlichen Ertüchtigung ihrer Immobilie bekommen.

Durch das Sondervermögen stehen dem Klima- und Transformationsfonds zusätzliche 100 Mrd. Euro bereit, dessen Mittel zu rund einem Drittel in den Gebäudesektor fließen dürften. Dank des erweiterten finanziellen Spielraums und gelockterter Vorschriften **verbessern sich die Bedingungen** für den Neubau und die Modernisierung von Wohnimmobilien. Die Wirkung dürfte jedoch erst im kommenden Jahr sichtbar werden.

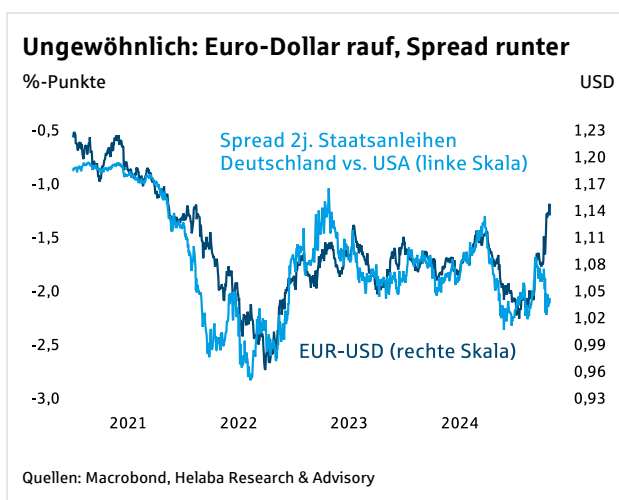
Devisen: US-Dollar im Tiefflug



- US-Dollar wertete gegenüber Industrieländerwährungen massiv ab
- Schwäche des Greenback vor allem durch Vertrauensverlust gegenüber aktueller US-Politik
- Kurskorrektur könnte Dollar wieder stabilisieren, aber erhebliche Abwärtsrisiken bestehen
- Britisches Pfund nach Verlusten gegenüber Euro mit Chance auf weitere Erholung
- Schweizer Franken als Fluchtwährung gefragt, dürfte jedoch bei Marktberuhigung leicht abwerten
- Japanischer Yen im politischen Fahrwasser, Gegenbewegung sollte nicht überraschen

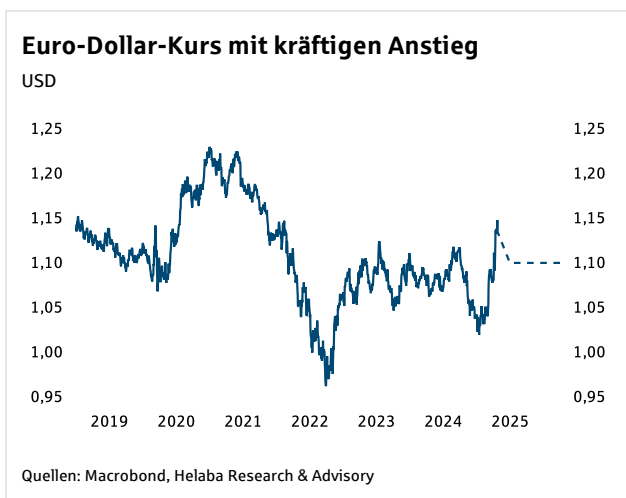
ca/ Der **US-Dollar** geriet stark unter Druck und verlor gegenüber allen Industrieländerwährungen. Der Euro-Dollar-Kurs kletterte in der Spitze erstmals seit November 2021 über 1,15. Die Marktreaktion ist in erster Linie als **Misstrauensvotum gegenüber den USA** zu werten. Die Einführung der Strafzölle am „Befreiungstag“ ließ die Zweifel an der US-Regierung wachsen, woran auch die Zollausssetzung für 90 Tage nicht viel änderte. Außerdem goss Präsident Trump mit den Attacken gegenüber Notenbankchef Powell zusätzlich Öl ins Feuer.

Konjunkturell hat sich die Situation in den USA nur leicht verschlechtert. Die Stimmungsindikatoren bei Unternehmen und Verbrauchern tendieren nach unten, befinden sich aber nicht auf Rezessionsniveaus. Stabil zeigt sich der Arbeitsmarkt. Die Einzelhandelsumsätze erholten sich sogar nach einem Rückschlag. Die Inflation ging im März sogar zurück, so dass die Zinssenkungserwartungen in den USA zunahm und die kurz laufenden Anleiherenditen sanken. Zehnjährige Treasuries allerdings rentierten per saldo höher, woran ein Vertrauensverlust zu erkennen ist. Der **US-Zinsvorteil gegenüber dem Euro weitete sich** aber sogar bei zweijährigen Papieren aus, da sich die Euro-Renditen wegen der Unsicherheiten stärker verringerten. Dass der **Euro-Dollar-Kurs dennoch klar stieg**, ist ungewöhnlich. Auch in der Vergangenheit gab es jedoch Phasen von wenigen Wochen oder Monaten, in der sich Spreads und Wechselkurs diametral entwickelten.



Die aktuelle Dollar-Schwäche ist am ehesten mit einem Verlust an Vertrauen in die Weltleitwährung zu erklären. Der **Trump-Regierung kommt angesichts ihrer protektionistischen Strategie ein schwächerer Dollar zupass**,

da der Greenback langfristig betrachtet nach wie vor überbewertet ist. Ob die Währung jedoch gezielt geschwächt wird, ist ungewiss. Schließlich wäre das ein Spiel mit dem Feuer, denn steigende Anleiherenditen könnten positive Effekte von der Währungsseite überkompensieren. Abkommen zu einer Dollar-Abwertung, über die manche spekulieren, erfordern internationale Kooperationen. Ob Europäer oder Japaner hier mitmachen bzw. dazu gezwungen werden können, ist fraglich.



Die **weitere Dollar-Entwicklung hängt von der US-Politik ab**. Verschärfungen im Handelskonflikt schwächen derzeit die Währung. Umgekehrt würde eine nachhaltige Entspannung wieder Vertrauen aufbauen. Gleiches gilt für Trumps Attacken auf die Unabhängigkeit der Notenbank.

Die **Chancen für eine Stabilisierung** des US-Dollar sind eindeutig vorhanden. Sollte die US-Regierung diese nicht nutzen, bestehen jedoch **weitere Abwärtsrisiken** für die US-Währung.

Das **Britische Pfund** wertete zwar gegenüber dem US-Dollar merklich auf, verlor jedoch ähnlich gegenüber dem Euro. Die US-Strafzölle für Großbritannien sollen mit 10 % vergleichsweise moderat ausfallen, was dem Pfund aber nicht half. Britische Währung und Anleihen waren ein wenig in Sippenhaft mit den US-Pendants und gaben nach.

Konjunkturell gab es hingegen ein paar Lichtblicke. Die monatlichen Daten deuten auf ein überraschend **kräftiges BIP-Wachstum Anfang 2025**. Nach dem schwachen zweiten Halbjahr 2024 scheint die Delle damit beendet zu sein. Die Inflation ging zwar leicht zurück, befindet sich jedoch noch auf hohem Niveau. Die Bank of England wird ihren Lockerungskurs mit einer Senkung pro Quartal vermutlich fortsetzen, aber nicht beschleunigen. Dies spricht dafür, dass sich die Kurse wieder beruhigen. Der **Euro-Pfund-Kurs** dürfte nach dem Sprung über 0,87 etwas nachgeben und **um 0,85 notieren**. Gegenüber dem US-Dollar könnte das Pfund hingegen leicht verlieren, sofern die Probleme in den USA in den Hintergrund rücken.

Der **Schweizer Franken** wurde seiner Rolle als sicherer Anlagehafen gerecht und wertete sogar gegenüber dem Euro auf. Zuvor neigte der Franken wegen der deutschen Finanzpakete noch zur Schwäche. Solange das unsichere Kapitalmarktumfeld andauert, bleibt der Franken gefragt. Devisenmarktinterventionen der Schweizer Notenbank (SNB) sind möglich, auch wenn es bislang dafür keine Belege gibt.

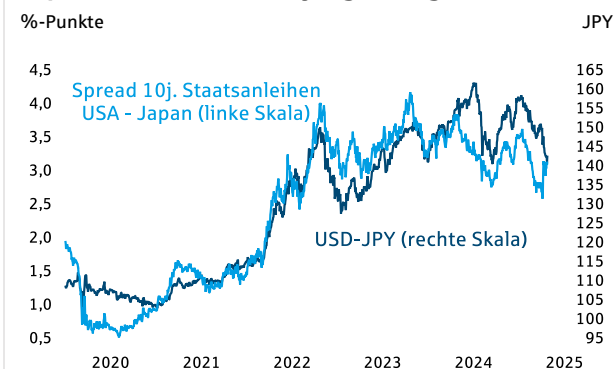
Die Schweizer Inflation ist weiterhin niedrig. Der internationale Druck könnte dazu führen, dass die SNB ihren Leitzins doch noch auf 0,0 % reduziert. Der Schweizer Renditenachteil gegenüber dem Euro verringerte sich zuletzt, blieb aber ausgeprägt. **In einem ruhigeren Umfeld wäre der Franken weniger gefragt** und der Euro-Franken-Kurs dürfte wieder höher notieren.

Schweizer Franken profitiert als sichersten Hafen



* errechnet aus VIX, High-Yield Spreads, Gold-Kupfer-Verhältnis
Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Japans Renditenachteil jüngst ausgeweitet



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

mit würde sich Japans Zinsnachteil gegenüber den USA reduzieren, was wiederum den Yen begünstigen würde. Zuletzt weitete sich allerdings der Renditenachteil aus. Hohe spekulative Positionen auf einen fallenden Dollar-Yen-Kurs mahnen ebenso zur Vorsicht. **So hängt beim Yen vieles von der politischen Entwicklung ab**. Eine Kurserholung sollte aber nicht überraschen. Der Euro-Yen-Kurs hingegen dürfte weiter recht stabil bleiben.

Der **Japanische Yen** wertete gegenüber dem US-Dollar kräftig auf, notierte aber gegenüber dem Euro kaum verändert. Die Zollkeule würde Japan ebenso empfindlich treffen, weshalb Verhandlungen mit den USA frühzeitig begannen. Gerade gegenüber Japan wird auch das Thema Währung erwähnt. Ob ein möglicher Deal auch eine Yen-Aufwertung umfasst, ist offen. Reine Devisenmarktinterventionen aus Japan sollten jedoch kaum nachhaltigen Erfolg haben.

Die Handelspolitik könnte allerdings den **Zinserhöhungskurs der Bank of Japan** beschleunigen. Während die Konjunkturdaten gemischt ausfielen, lag die Inflation im März mit 3,6 % recht hoch – der Anstieg der Reispreise verzerrt aber die Statistik. Zumindest ließen sich weitere Zinserhöhungen rechtfertigen. Da-

gg. Euro	aktuell*	Q2/25	Q3/25	Q4/25	Q1/26
US-Dollar	1,13	1,10	1,10	1,10	1,10
Jap. Yen	162	160	158	158	155
Brit. Pfund	0,85	0,84	0,84	0,85	0,85
Schw. Franken	0,94	0,95	0,95	0,96	0,96

* 23.04.2025

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	0,9	0,8	1,3	5,4	2,4	2,2	2,2
Deutschland	-0,1	-0,2	0,0	1,5	5,9	2,2	2,1	2,1
Frankreich	1,1	1,1	0,8	1,4	5,7	2,3	1,5	2,4
Italien	0,8	0,5	0,5	1,0	5,9	1,1	2,4	2,3
Spanien	2,7	3,2	2,2	1,6	3,4	2,9	2,6	2,7
Niederlande	0,1	0,9	1,3	1,1	4,1	3,2	3,3	2,8
Österreich	-0,9	-1,3	0,0	1,3	7,8	2,9	3,0	2,3
Schweden	0,1	1,0	1,8	2,3	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	1,7	2,5	10,7	2,4	2,5	2,3
Ungarn	-0,8	0,5	1,7	3,3	17,6	3,7	5,0	3,5
Großbritannien	0,4	0,9	1,0	1,5	7,3	2,5	3,0	2,5
Schweiz	1,2	0,9	0,8	0,8	2,1	1,1	0,8	1,0
USA	2,9	2,8	1,7	1,7	4,1	3,0	3,3	3,0
Japan	1,5	0,1	1,0	0,8	3,3	2,7	2,5	2,0
Asien ohne Japan	4,7	4,7	3,9	3,9	2,1	1,6	1,7	2,1
China	4,9	5,0	4,0	4,0	0,2	0,2	0,5	1,2
Indien*	9,2	6,8	6,2	5,8	5,7	4,8	4,6	4,2
Russland	3,0	3,8	1,7	2,2	5,9	8,4	6,8	4,5
Türkei	4,5	3,2	3,0	3,5	53,9	58,4	29,0	13,0
Lateinamerika**	2,1	1,8	2,0	2,2	18,3	25,7	7,2	4,9
Brasilien	2,9	2,8	2,5	1,6	4,6	4,4	4,0	3,8
Welt	3,0	3,1	2,5	2,7	4,9	4,4	2,9	2,6

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, 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	-75	-25	2,40	2,15	2,15	2,15	2,15
EZB Einlagenzins	-75	-25	2,25	2,00	2,00	2,00	2,00
Tagesgeldsatz €STR	-74	-25	2,17	2,00	2,00	2,00	2,00
3M Euribor	-56	-20	2,16	2,00	2,00	2,00	2,00
6M Euribor	-46	-28	2,10	2,05	2,05	2,10	2,10
2j. Bundesanleihen	-34	-32	1,75	2,10	2,20	2,25	2,25
5j. Bundesanleihen	-11	-33	2,05	2,25	2,40	2,50	2,50
10j. Bundesanleihen	13	-28	2,50	2,50	2,70	2,80	2,80
2j. Swapsatz	-28	-30	1,92	2,20	2,30	2,35	2,35
5j. Swapsatz	-7	-25	2,18	2,35	2,50	2,60	2,60
10j. Swapsatz	12	-21	2,48	2,50	2,70	2,80	2,80
20j. Swapsatz	24	-19	2,60	2,60	2,75	2,80	2,80
30j. Swapsatz	31	-19	2,47	2,50	2,70	2,80	2,80
Fed Funds Target Rate	0	0	4,38	4,38	4,38	4,13	3,88
10j. US-Treasuries	-19	2	4,38	4,10	4,30	4,50	4,50
Aktien	Landeswährung, %						
DAX	10,3	-3,2	21.962	20.000	19.000	20.000	20.800
Euro Stoxx 50	4,1	-5,2	5.099	4.700	4.500	4.700	4.850
Dow Jones	-6,9	-6,4	39.607	38.000	37.000	38.000	39.500
S&P 500	-8,6	-5,6	5.376	5.050	4.800	5.050	5.250
Nikkei 225	-12,6	-7,8	34.869	31.000	30.000	31.000	32.500
Gold und Brentöl	%						
Gold €/Unze	14,7	2,7	2.906	2.909	2.818	2.818	2.909
Gold \$/Unze	25,3	7,6	3.288	3.200	3.100	3.100	3.200
Brentöl \$/Barrel	-11,4	-10,7	66	72	75	78	81
Devisen	jeweils gg. Euro, %		jeweils gg. Euro				
US-Dollar	-8,5	-4,6	1,13	1,10	1,10	1,10	1,10
Japanischer Yen	0,3	0,5	162	160	158	158	155
Britisches Pfund	-3,1	-2,3	0,85	0,84	0,84	0,85	0,85
Schweizer Franken	0,0	1,3	0,94	0,95	0,95	0,96	0,96

* 27.03.2025 ** 23.04.2025

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/>