Helaba

Märkte und Trends
Mai 2025

- Konjunktur
- Geldpolitik
- Staatsanleihen
- Aktien
- Gold
- Rohöl
- Immobilien
- Devisen
- Prognosetabelle BIP und Inflation
- Kapitalmarktprognosen

Editorial: Ende der Eskalation?

rt/ In den letzten Wochen zeigte sich Donald Trump von seiner versöhnlichen Seite: ein Handelsabkommen mit Großbritannien und nun auch noch eine Zollpause von 90 Tagen mit China. Die Aktienmärkte jubeln, der DAX erreichte Höchststände, der Dollar stabilisierte sich, auch die Risikoausfallprämien, insbesondere für die USA. Alles wieder gut?

Ganz so rosarot ist die Welt jedoch nicht. Großbritannien konnte mit Trump-Amerika das erste Handelsabkommen nach Verhängung der „reziproken“ Zölle abschließen. Im Detail wirkt der Inhalt aber doch bescheiden: Für die meisten britischen Produkte bleiben die US-Importzölle bei 10 %. Stahl und Aluminium sind bis zu einer bestimmten Menge zollfrei. Maximal 100.000 Autos können zu einem Zollsatz von „nur“ 10 % in die USA exportiert werden. Umgekehrt können die USA mehr und leichter insbesondere Agrarprodukte nach Großbritannien ausführen. Letztlich würden britische Produkte aber höher verzollt als vor Trump, wenn auch auf einem halbwegs erträglichen Niveau. Großbritannien stand ohnehin nie im Fokus des Trumpschen Handelskrieges.

Die jüngste Zollpause mit China spielt da schon eine größere Rolle. So senken die USA ihre drastischen Einfuhrzölle auf chinesische Waren von 145 % auf 30 %, während China den Satz von 125 % auf 10 % reduziert. Zugleich sollen innerhalb von 90 Tagen die Details geklärt werden. Fast zu schön, um wahr zu sein. Schließlich dürfte das Zollniveau mit all seinen negativen Auswirkungen auf Konjunktur und Inflation trotz des Entgegenkommens von Präsident Trump höher bleiben als in seiner ersten Amtszeit. Das gilt auch für die Weltwirtschaft insgesamt.

Trotz des vielen Hin und Her hat die Unberechenbarkeit Donald Trumps doch etwas Gutes. Offensichtlich ist der Druck der Kapitalmärkte etwas, was bei ihm wirkt. Zu viel Entspannung könnte ihn jedoch schnell wieder übermütig werden lassen. Die strukturellen Probleme der USA durch die hohe Verschuldung und sein Bedürfnis, durch massive Steuersenkungen ein „großartiges Land“ zu schaffen, bleiben ein Balanceakt. Der Anstieg der Zinsen am aktuellen Rand ist ein Fingerzeig. Dass dies auch eine Trump-Risikoprämie sein könnte, dürfte dem US-Präsidenten nicht gefallen. Ich bin gespannt, wen er dafür verantwortlich machen wird.

Ihre

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

Konjunktur: Handelspolitik bremst auch nach Schadensbegrenzung

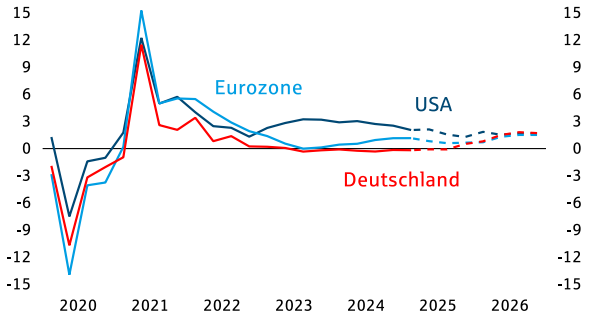
- Entspannung an der Handelsfront, aber negativer Impuls von dieser Seite bleibt
- Höhere Inflation und niedrigeres Wachstum sind für die USA weiter auf der Agenda
- Schlechtere Aussichten für den deutschen Außenhandel durch Zölle
- Wachstumserholung in Deutschland erst zur Jahreswende 2025/2026
- Deutsche Inflationsrate zurückgekommen, Dienstleistungen werden aber deutlich teurer
- US-Teuerungsrate im April bei 2,3 %, Kernrate 2,8 % – Zolleffekt steht noch aus

pf/ Die Diskussion läuft, ob das von vorneherein sein **Plan** war oder ob er **die Nerven verloren** hat: **Donald Trump** hat seine „reziproken" Zölle bis Anfang Juli ausgesetzt und auch die Prohibitivzölle im Verhältnis mit China sind bis Mitte August auf ein deutlich niedrigeres Niveau gesenkt worden. Also alles bestens? Leider hat das Chaos im April wohl an der Weltkonjunktur Schäden angerichtet, die noch nicht voll absehbar sind. Der Abschied vom regelbasierten globalen Handelssystem im Rahmen der WTO scheint unumkehrbar. Zudem sind selbst nach der „Abrüstung" die **effektiven Warenzölle der USA** so hoch **wie seit der Weltwirtschaftskrise** in den 1930er Jahren **nicht mehr**. Unsicherheit, was nach Ablauf der 90-Tages-Fristen passiert und angekündigte neue Maßnahmen für Pharmazeutika, Halbleiter u.a. belasten weiterhin.

Wir gehen daher unverändert davon aus, dass die US-Handelspolitik eine **Abkühlung der Weltkonjunktur** mit sich bringt, insbesondere auch in den **USA** selbst. Der Konsum wird unter höheren Preisen leiden und die Unternehmen dürften wegen des Unsicherheitsschubs vorsichtig agieren. Das Zurückrudern Trumps reduziert aber die Gefahr einer Rezession. **China** versucht zwar vermehrt, seine Binnennachfrage zu stimulieren, um den Gegenwind bei den Exporten zu kompensieren. Diese waren aber zuletzt ein so wichtiger Treiber des Wachstums, dass es kaum möglich sein wird, sie vollwertig zu ersetzen.

Noch keine Trendwende in Deutschland

Reales Bruttoinlandsprodukt, % gg. Vj.



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

saz/ Das deutsche Bruttoinlandsprodukt stieg im ersten Quartal um 0,2 % gegenüber dem Vorquartal. Doch im zweiten Vierteljahr dürfte die gesamtwirtschaftliche Leistung leicht sinken, denn die höheren US-Zölle wirken zumindest temporär belastend. Immerhin scheint eine Einigung im Zollstreit zwischen den USA und der EU inzwischen wahrscheinlicher. Zudem hat **Deutschland** inzwischen eine neue Bundesregierung. Die plant auch schon erste wirtschaftspolitische Maßnahmen, um die Konjunktur anzukurbeln. Insbesondere die Senkung der Stromsteuer könnte dem Verarbeitenden Gewerbe zugutekommen, welches seit Jahren mit hohen Energiekosten zu kämpfen hat. Im laufenden Jahr wird es aber wohl noch nicht für ein BIP-Wachstum reichen. **2025 dürfte das BIP stagnieren.** Das wäre das dritte Jahr in Folge ohne Wachstum. Mittelfristig erwarten wir jedoch wieder mehr Dynamik – primär durch die Lockerung der Schuldenbremse und das Infrastrukturprogramm. 2026 dürfte das Wachstum 1,5 % erreichen.

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

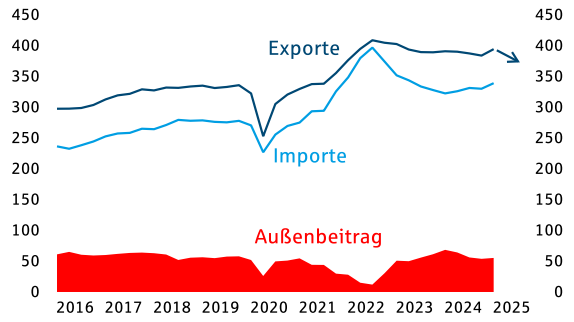
In der Pressemitteilung der vorläufigen BIP-Schätzung teilte das Statistische Bundesamt mit, dass die **privaten Konsumausgaben** im ersten Quartal höher waren als im Vorquartal. Die Einzelhandelsumsätze spiegeln das wider: In den Monaten Januar bis März fielen die Verkaufserlöse 0,4 % höher aus als im Schlussquartal 2024. Wir erwarten, dass diese Entwicklung sich im Jahresverlauf fortsetzen wird, sodass der private Konsum 2025 um rund 1 % zulegen wird.

Die **Konsumausgaben des Staates** nahmen im letzten Jahr um 3,5 % zu. Auch für 2025 erwarten wir ein kräftiges Plus. Die öffentlichen Investitionen dürften zukünftig vermehrt über Schulden finanziert werden, was zusätzliche finanzielle Spielräume für konsumtive Ausgaben schafft. Ein preisbereinigter Anstieg der öffentlichen Konsumausgaben von rund 2 % erscheint uns daher realistisch.

Nach der ersten Schätzung nahm auch das Investitionsvolumen im ersten Quartal zu. Die Baukrise dürfte allmählich auslaufen und die **Bauinvestitionen** wieder steigen. Dynamisches Wachstum im Bau erwarten wir jedoch erst 2026, wenn das Infrastrukturpaket verwirklicht wird. Die **Ausrüstungsinvestitionen** dürften 2025 erneut sinken.

Anstehender Exportrückgang

Deutsche Außenhandelszahlen, quartalsweise, Euro

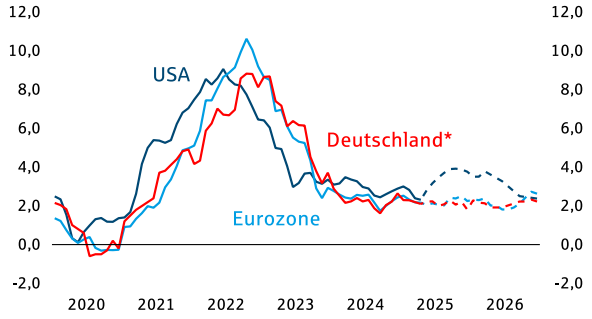


Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Die Exporte stiegen im ersten Quartal drei Monate in Folge und lagen insgesamt 2,7 % über dem Niveau des Vorquartals. Teilweise dürfte dies an Vorzieheffekten gelegen haben, da US-Unternehmen in Antizipation der im April angekündigten Zollerhöhungen die Waren früher bestellten. Seit April gelten nun US-Importzölle von 10 % für die EU und die 25-prozentigen Zölle auf Automobil- und Stahlimporte. Die ersten Einigungen im Zollstreit zwischen USA und China sowie dem Vereinigten Königreich lassen darauf hoffen, dass auch zwischen der EU und den Vereinigten Staaten bald ein Abkommen geschlossen wird. Doch wie hoch die Zölle in Zukunft sein werden, ist ungewiss. Zumindest im laufenden Vierteljahr werden die Ausfuhren stark zurückgehen, weshalb wir auch auf Jahressicht einen **negativen Wachstumsbeitrag von Seiten des Außenhandels** erwarten.

Stärkere Inflation in den USA

Verbraucherpreise, % gg. Vj.



*nationale Berechnungsweise
Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Das BIP der **Eurozone** erhöhte sich im ersten Quartal um 0,3 %. Vor allem Spanien war wieder ein Wachstumsmotor mit einer Quartalsrate von 0,6 %. Frankreich hingegen bremste das Wachstum mit einem Wert von 0,1 %. Die italienische Konjunktur nahm etwas an Fahrt auf und erreichte mit 0,3 % den Durchschnitt des Währungsraums.

Die **deutsche Inflationsrate** sank April erneut um ein Zehntel auf 2,1 %. Die Verbraucherpreise erhöhten sich hier im Vormonatsvergleich um 0,4 %, obwohl die Energiepreise aufgrund des gesunkenen Ölpreises entlastend wirkten. In der Eurozone nahm das Preisniveau im Vormonatsvergleich um 0,6 % zu. Damit verharrte die Preissteigerungsrate im Vorjahresvergleich bei 2,2 %. Da sich vor allem die Dienstleistungen kräftig verteuerten, stieg die Kernrate der Eurozone auf 2,7 % (März: 2,4 %).

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

In den **USA** legten die Verbraucherpreise insgesamt und gemessen am Kernindex ohne Energie und Nahrungsmittel im April um jeweils 0,2 % gegenüber dem Vormonat zu. Dass man die Effekte von Donald Trumps Zöllen schon in diesem Monat sehen würde, war von vorneherein unwahrscheinlich. Die besonders betroffenen Warenpreise ohne Energie und Nahrungsmittel zeigen jedenfalls eine positive Sechsmonatsdynamik, nachdem sie 2023 und 2024 rückläufig waren. Trotz der temporär reduzierten US-Zölle halten wir an unserer Jahresprognose für die Teuerung 2025 von 3,3 % fest. Die Unsicherheit über die Spielräume für Überwälzungen und opportunistische Preiserhöhungen bleibt groß. In den kommenden Monaten dürften die (Kern-)Warenpreise spürbar anziehen.

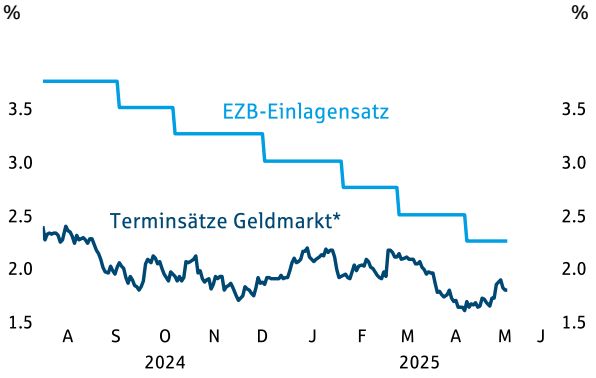
Geldpolitik: Der Zinssenkungskurs der EZB neigt sich dem Ende zu

- EZB wird im Juni den Einlagensatz wahrscheinlich um 25 Basispunkte auf dann 2,0 % senken
- Im zweiten Halbjahr dürfte der EZB-Rat in eine Beobachterposition wechseln
- An den Terminmärkten wird mehr erwartet und bereits ein weiterer Zinsschritt eingepreist
- Gegen dieses Szenario spricht jedoch die angekündigte deutlich expansivere Fiskalpolitik
- Stagflationäre Situation in den USA lässt die Fed hingegen abwarten
- Nächste Senkung der Federal Funds Rate wohl erst im vierten Quartal 2025

uk/ Mit hoher Wahrscheinlichkeit wird die EZB am **5. Juni** den Einlagensatz um weitere 25 Basispunkte auf dann **2,0 %** senken. Die Lockerung wird derzeit vor allem von konjunkturellen Unsicherheiten im Zuge der **Zollpolitik** Trumps und einem schwachen **US-Dollar** getrieben. Inflationsseitig spricht aktuell nicht viel gegen einen weiteren Zinsschritt, denn die **Euro-Inflation** liegt mit 2,2 % nahe am EZB-Inflationsziel.

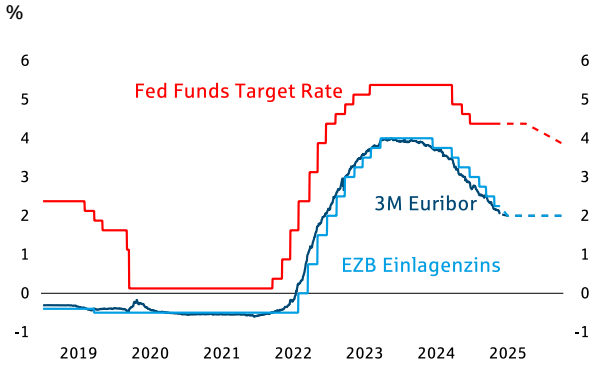
Doch wie wird es im **zweiten Halbjahr** weitergehen? An den Terminmärkten wird bereits ein Szenario eingepreist, in dem der EZB-Einlagensatz unter die 2 %-Marke sinkt. Damit würde die EZB eine **expansive Geldpolitik** verfolgen. Nicht alle Mitglieder des EZB-Rats wären jedoch mit dieser Ausrichtung einverstanden. EZB-Direktorin Isabel Schnabel hält vielmehr eine Debatte über das Ende der Zinssenkungen inzwischen für angebracht. Dabei dürften ihr der geplante deutlich verstärkte Einsatz der **Fiskalpolitik** im Euroraum und die damit verbundenen möglichen Wachstums- und Inflationseffekte vor Augen sein. Zudem ist die **Euro-Kerninflationsrate** im April von 2,4 % auf 2,7 % gestiegen und hat damit den positiven Abwärtstrend seit Jahresbeginn zunichte gemacht.

Zusätzliche EZB-Zinssenkung eingepreist



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

Fed und EZB: Auf dem Zinssenkungspfad



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Bis mehr Klarheit über die Auswirkungen von Zöllen und die Inflationsentwicklung besteht, wird die EZB in den **Beobachtungsmodus** gehen. Der kontinuierliche Zinssenkungskurs dürfte mit dem Zinsschritt im Juni zu Ende gehen. In unserem Basisszenario sehen wir die Wahrscheinlichkeit einer längeren geldpolitischen Seitwärtsphase höher als die Wahrscheinlichkeit weiterer Lockerungen.

pf/ Trotz lautstarker Kritik und Beschimpfungen aus dem Weißen Haus hat man ein paar Häuser weiter bei der **Federal Reserve** am 7. Mai von Zinssenkungen abgesehen. Die US-Notenbank sieht sich mit einer anderen Situation konfrontiert als die Zentralbanken der Handelspartner: Für die US-Wirtschaft sind die Zölle ein stagflationärer Angebotsschock. Dies bedeutet, dass sie die Geldpolitiker potenziell in einen Zielkonflikt zwischen **Preisniveaustabilität** und **Vollbeschäftigung** bringen. Leere Regale in US-Supermärkten kann die Fed mit niedrigeren Zinsen nicht füllen – ihre Politik wirkt hauptsächlich über die Nachfrageseite. Vor diesem Hintergrund hat sie eine abwartende Haltung eingenommen. Die US-Notenbank dürfte daran auch in den kommenden Monaten festhalten, denn es wird eine Weile dauern, bevor die Wirkungen des Zollschocks voll überschaubar sind. Wir rechnen weiterhin mit einer **Zinssenkung erst im vierten Quartal des Jahres**.

%	aktuell*	Q2/25	Q3/25	Q4/25	Q1/26
3M Euribor	2,05	2,00	2,00	2,00	2,00
EZB Einlagenzins	2,25	2,00	2,00	2,00	2,00
Fed Funds Rate	4,38	4,38	4,38	4,13	3,88

* 21.05.2025 Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

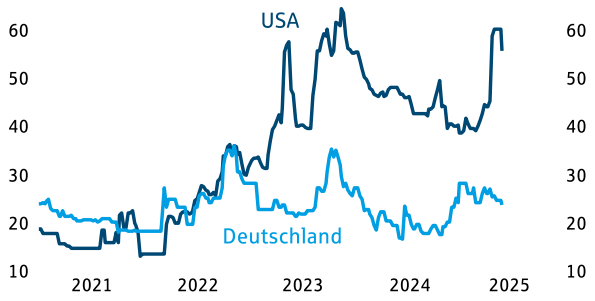
Staatsanleihen: Richtungslos auf erhöhtem Renditeniveau

- Rating-Herabstufung der USA legt den Finger in die „Schuldenwunde“
- Erhöhte Schwankungsanfälligkeit bei US-Treasuries dürfte anhalten
- Mit Schützenhilfe der US-Notenbank ist nicht so schnell zu rechnen
- Bundesanleihen profitieren insbesondere von zuletzt moderaten Inflationserwartungen
- 10-jährige US-Treasuries zum Jahresende bei rund 4,5 % erwartet
- 10-jährige Bunds notieren im Basisszenario zum Jahresende bei 2,8 %

uk/ Nach dem Sturm, den der US-Präsident mit seiner chaotischen **Zollpolitik** in den ersten 100 Tagen seiner Amtszeit entfacht hat, ist mit dem Zoll-Deal mit China vordergründig Ruhe an den Kapitalmärkten eingekehrt. Gleichwohl ist am US-Rentenmarkt erhöhte **Nervosität** zu spüren: Die Rendite 10-jähriger **US-Treasuries**, die Ende April bei 4,2 % lag, legte zuletzt auf rund 4,5 % zu. Die angespannte Stimmung am US-Rentenmarkt gipfelte in der **Herabstufung des Ratings** durch Moody's. Damit verloren die USA ihr letztes verbliebenes Triple-A-Rating einer großen Ratingagentur.

US-CDS nach „Zoll-Deal“ mit China etwas runter

Kreditausfallprämien 10-jähriger Staatsanleihen (CDS), Prozentpunkte

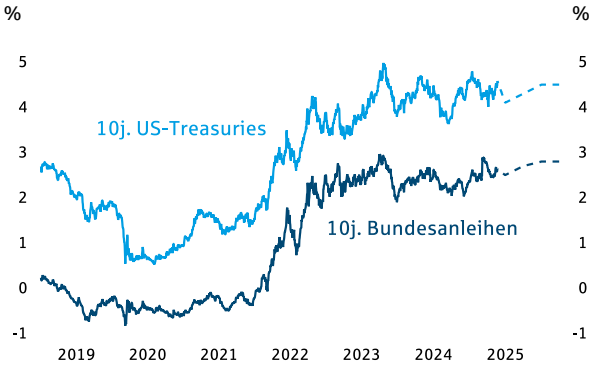


Quellen: LSEG, Helaba Research & Advisory

Ratingagenturen und Investoren werden nicht ohne Grund vorsichtiger: Die **hohen Haushaltsdefizite** führen zu einer kontinuierlich steigenden US-Staatsverschuldung. In Verbindung mit einem höheren Zinsniveau wächst die **Zinslast**. Höhere Zinszahlungen und steigende Ausgaben für Sozialleistungen bei vergleichsweise geringen Einnahmen belasten den Staat. Offensichtlich sind wirksame **Gegenmaßnahmen** der Regierung, um diese Entwicklung zu stoppen, nicht geplant. Laut Moody’s wird die Staatsverschuldung ohne ein markantes Umlenken in zehn Jahren von rund 98 % auf etwa 134 % des BIP steigen.

Auch in Deutschland wird die Verschuldung nach dem Lockern der **Schuldenbremse** auf Sicht der nächsten zehn Jahre von 62 % in Richtung 80 % des BIP steigen. Sehr viel **mehr Anleihen** werden auf den Markt kommen und der verstärkte Einsatz der **Fiskalpolitik** im Euroraum sowie die damit verbundenen möglichen Wachstums- und Inflationseffekte begrenzen insgesamt den Zinssenkungsspielraum der EZB.

Renditen: Auf Seitwärtskurs



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Zumindest kurzfristig gibt es jedoch auch stützende Faktoren: Die **Inflationserwartungen** sind angesichts niedriger Energiepreise moderat. Die **Wachstumsprognosen** für dieses Jahr werden derzeit von vielen Prognostikern nach unten korrigiert. Dies hilft jedoch wenig gegen die Tendenz zu **steileren Zinskurven**.

%	aktuell*	Q2/25	Q3/25	Q4/25	Q1/26
10j. Bundesanl.	2,65	2,50	2,70	2,80	2,80
10j. US-Treasuries	4,60	4,10	4,30	4,50	4,50

* 21.05.2025 Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Insgesamt dürfte sich die volatile Entwicklung der Renditen fortsetzen. Für das Jahresende erwarten wir bei **verbesserten Konjunkturaussichten** für 2026 eine Rendite von 2,8 % für 10-jährige Bundesanleihen. Die Rendite 10-jähriger US-Treasuries dürfte bei rund 4,5 % liegen. Eine **Zinssenkung** der US-Notenbank im vierten Quartal wird vermutlich für Stabilität bei längeren Laufzeiten sorgen. Die Steilheit der US-Zinskurve dürfte gleichzeitig zunehmen.

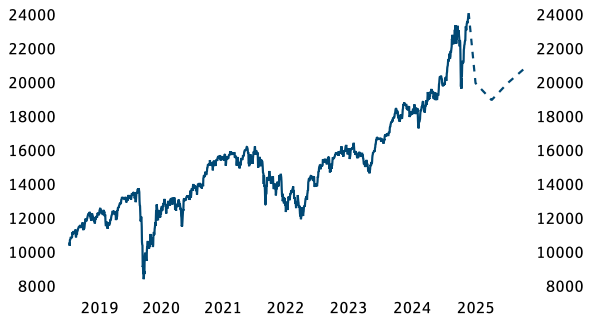
Aktien: Kursscharte ausgewetzt

- Aktien haben sich vom Zollschock erholt, DAX markiert sogar neues Allzeithoch
- Entspannung an der Zollfront hebt Konjunkturstimmung, Zölle bleiben aber Risikofaktor
- Bei den Unternehmensgewinnschätzungen überwiegen die negativen Revisionen
- Anlegerstimmung hierzulande deutlich erholt, in den USA weiterhin gedrückt
- DAX und EURO STOXX 50 haben den fairen Bereich verlassen, S&P 500 ohnehin teuer
- Technisch wirken die meisten Aktienindizes etwas überhitzt

mr/. In unübersichtlichen Zeiten haben **einfache Entscheidungsregeln** offenbar Hochkonjunktur: „Kaufen, wenn die Kanonen donnern“ oder „Es wird nichts so heiß gegessen, wie es gekocht wird“ waren offensichtlich die Heuristiken, die von vielen Anlegern beherzigt wurden. Der DAX konnte zuletzt neue Allzeithochs markieren, beim EURO STOXX 50 und auch beim S&P 500 sind die alten Höchststände in greifbarer Nähe. An den Aktienmärkten hat es den Anschein, als hätte es den Zollstreit nie gegeben. Dabei wurden die meisten Maßnahmen nur ausgesetzt. Nachhaltige Lösungen, die den Unternehmen Planungssicherheit verschaffen würden, sind aber noch nicht gefunden. Damit bleiben **potenzielle Zölle ein Risikofaktor** für Wirtschaft und Kapitalmärkte.

DAX: Im Höhenrausch

Indexpunkte



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Bei den jüngsten **konjunkturellen Stimmungsindikatoren** überwiegt hierzulande allerdings die Erleichterung über die Entspannung an der Zollfront. So konnten die Erwartungskomponenten von sentix, ZEW und ifo zuletzt deutlich zulegen.

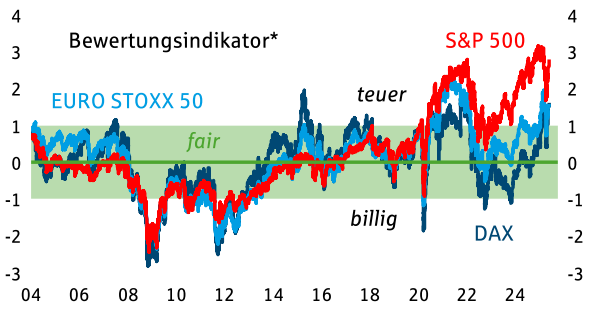
Indexpunkte	aktuell*	Q2/25	Q3/25	Q4/25	Q1/26
DAX	24.122	20.000	19.000	20.000	20.800
Euro Stoxx 50	5.454	4.700	4.500	4.700	4.850
S&P 500	5.845	5.050	4.800	5.050	5.250

* 21.05.2025 Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Die **Unternehmensergebnisse** für das erste Quartal fielen sowohl in den USA als auch im Euroraum und hierzulande mehrheitlich besser (oder weniger schlecht) aus als erwartet. Allerdings sind darin die Auswirkungen des mit der Ankündigung „reziproker Zölle“ am 2. April ausgelösten Chaos nicht enthalten. Diese werden bislang lediglich in den **Gewinnerwartungen für die kommenden 12 Monate** sichtbar. Sowohl für den S&P 500 als auch für den DAX überwiegen derzeit die negativen Revisionen.

Auch DAX und EURO STOXX 50 wieder teuer

Abweichung vom Mittel in Standardabweichungen



* bestehend aus KGV, KCV, KBV und Kehrwert der Dividendenrendite
Quellen: LSEG, Helaba Research & Advisory

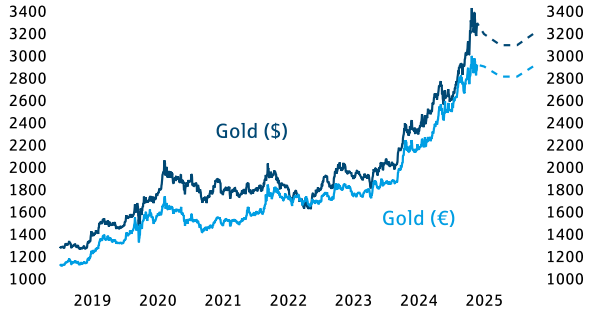
Durch die jüngste Erholungsrally sind die **Bewertungen der Indizes** ebenfalls deutlich gestiegen. Der S&P 500 bewegt sich ohnehin seit geraumer Zeit außerhalb des fairen Bewertungsbandes. Inzwischen sind aber auch DAX und EURO STOXX 50 teuer, wenn auch weniger ausgeprägt als ihre US-Pendants.

Wie lange **internationale Investoren** dem Motto „Unter Blinden ist der Einäugige König“ folgen, bleibt abzuwarten. Vielleicht kommt aber auch bald eine andere alte Börsenregel zum Einsatz: „Sell in may and go away“, zumal viele **Indizes technisch überhitzt** sind. In den letzten Wochen haben Aktienanleger sehr **viel Positives vorweggenommen**. Das Überraschungspotenzial liegt damit wieder klar auf der negativen Seite, auch wenn die Kursrückgänge etwas geringer ausfallen könnten als zunächst veranschlagt. Für strategische Investoren ergibt sich kein Handlungsbedarf, kurzfristig agierende Anleger könnten einen Teil der Gewinne mitnehmen.

Gold: Eine kurze Atempause und keine gravierende Korrektur

- Gold aktuell belastet durch die Zollpause zwischen USA und China
- Edelmetall verliert in der Spitze fast 10 %, konnte sich zuletzt aber wieder fangen
- Ratingherabstufung der USA weist explizit auf schwierige Haushaltslage hin
- Volatile Seitwärtsbewegung auf aktuellem Niveau zu erwarten, Umfeld bleibt positiv

Gold korrigiert kurz nach einem Rekordlauf



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

cw/ Mit **Erleichterung** haben Anleger auf die Zugeständnisse von US-Präsident Trump in den laufenden **Zollverhandlungen** reagiert. Im Gegenzug belastet dies Gold. Der **Unsicherheitsaufschlag** wegen des drohenden Handelskriegs, der das Edelmetall zuvor auf ein **Rekordhoch** von über **3.500 US-Dollar je Feinunze** befördert hatte, reduziert sich allmählich. Auf Monatssicht beläuft sich der **Verlust** in der Spitze auf gut **10 %.** Zuletzt konnte sich Gold wieder um 3.300 US-Dollar festigen, nachdem die **Ratingagentur Moody's** die US-Regierung auf Aa1 herabgestuft hatte. Grundsätzlich bleibt das **Umfeld** für Gold **positiv**, da die Zollverhandlungen nicht beendet sind. Verbunden damit sind anhaltende **Konjunktur**- und **Inflationsunsicherheiten**, ebenso wie die ungelösten Fragen zum **US-Haushaltsdefizit**. Somit bleibt auch der US-Dollar anfällig. Gold dürfte in den kommenden Wochen in eine **volatile Seitwärtsbewegung** übergehen. Schließlich sind die Probleme nicht gelöst, sondern sie pausieren nur.

Preis / Feinunze	aktuell*	Q2/25	Q3/25	Q4/25	Q1/26
Gold in Euro	2.926	2.909	2.818	2.818	2.909
Gold in US-Dollar	3.315	3.200	3.100	3.100	3.200

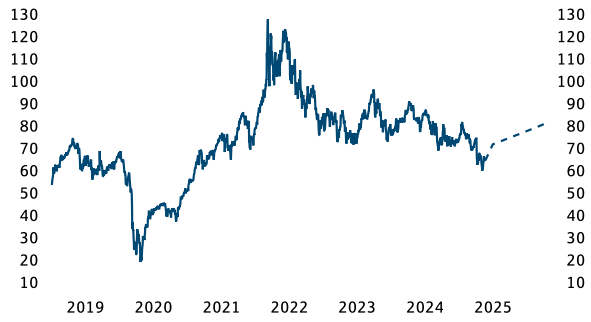
* 21.05.2025 Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Rohöl: Zwischen Konjunkturhoffnung und Angebotszuwächsen

- Entspannung im Handelskrieg zwischen den USA und China stärkt Konjunkturhoffnungen
- Chinesische Ölimporte wieder auf höherem Niveau als im Herbst und Winter
- Neue Sanktionen gegen die russische Ölindustrie? Iran zu weiteren Atomgesprächen bereit
- Saudi-Arabien versucht Quotenbrecher in der OPEC+ zu disziplinieren

Ölpreis: Erholungen zuletzt nur kurzlebig

USD/Barrel



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

ru/ Hoffnungen auf eine globale **Konjunkturbelebung** haben nach dem Beschluss, die Extremzölle im Handel zwischen den USA und China auszusetzen, die Ölnotierungen von den tiefen Niveaus der ersten Maihälfte steigen lassen. Allerdings war die Erholung nur kurzlebig. **Politische Faktoren** haben aktuell ein hohes Gewicht. Hier sind die Atomgespräche mit dem Iran zu nennen. Positive Signale würden die Risikoprämie drücken. Währenddessen wird über neue Sanktionen gegen Russland gesprochen, um Moskau doch noch zu Friedensverhandlungen mit der Ukraine zu bewegen. Nicht zuletzt ist die **OPEC+** zu erwähnen. Die **effektive** Produktionserhöhung blieb im April deutlich hinter dem Zielwert zurück. Gleichzeitig wurde ein weiteres Produktionsplus für Sommer angekündigt und Saudi-Arabien macht Druck auf die Quotenbrecher innerhalb des Kartells, vor allem Kasachstan, das sich einem Rekord-Exportwert nähert. Währenddessen hat die US-Produktion zuletzt nachgeben.

Preis / Barrel	aktuell*	Q2/25	Q3/25	Q4/25	Q1/26
Rohöl Brent	65	72	75	78	81

* 21.05.2025 Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

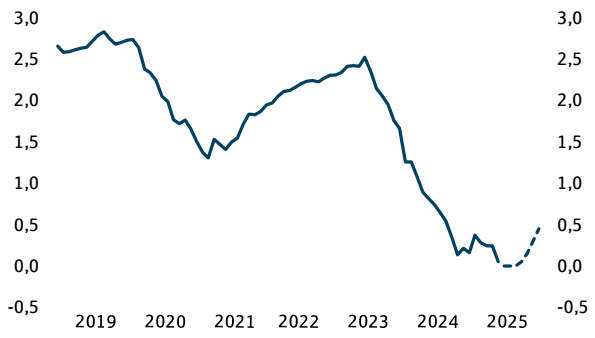
Immobilien: Ein neuer Zyklus beginnt

- Durchschnittliche Jahresperformance offener Immobilienfonds zuletzt nur noch bei 0,1 %
- Abwertungen fallen kräftiger aus und dauern länger an als bisher erwartet – Prognose gesenkt
- Nettomittelabflüsse der Fonds setzen sich fort und betrugen im März 870 Mio. Euro
- Korrektur am deutschen Immobilienmarkt beendet – Aufwärtstrend setzt sich fort
- Kapitalwerte und Mieten legten im ersten Quartal in allen Segmenten deutlich zu
- Guter Jahresauftakt sollte aber angesichts des volatilen Umfelds nicht überschätzt werden

pr/ Die Performance **offener Immobilienfonds**, gemessen am „Helaba OIF-Index", ging zuletzt auf 0,1 % zurück. Der Index bildet die durchschnittliche Wertentwicklung von neun großen Immobilienpublikumsfonds der vier führenden Anbieter ab. Aktuell durchlaufen vier dieser Fonds eine negative Bewertungsanpassung, während sich die Jahresrendite der anderen noch in einer Bandbreite von rund 1,5 % bis 2,4 % bewegt. Nach wie vor schlummern Bewertungsrisiken in den Fonds und weitere Abwertungen sind nicht ausgeschlossen. Das herausfordernde Marktumfeld mit gestiegenen langfristigen Zinsen und einer stagnierenden deutschen Wirtschaft belasten das Segment. Dementsprechend haben wir unsere **Renditeprognose für die offenen Fonds reduziert**, halten aber eine leichte Verbesserung im späteren Jahresverlauf für wahrscheinlich.

Offene Immobilienfonds weiterhin unter Druck

Gesamtrendite, Helaba OIF-Index, %



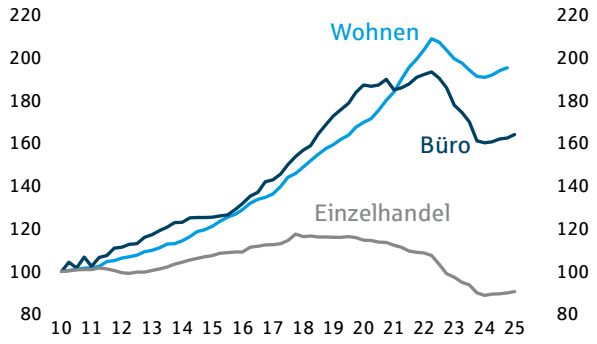
Quellen: LSEG, Helaba Research & Advisory

Der Abstand zur Rendite zehnjähriger deutscher Staatsanleihen, die zuletzt über 2,4 % lag, spiegelt die gesunkene relative Attraktivität der Fonds wider. Entsprechend sind die **Nettomittelabflüsse** offener Fonds seit August 2023 negativ – allein im März kam es zu Abflüssen von 870 Mio. Euro. Diese Tendenz wird sich in den kommenden Monaten fortsetzen.

Während die offenen Fonds weiter unter Druck stehen, signalisiert der vdp-Immobilienpreisindex für das erste Quartal 2025 ein **Ende der Korrektur und den Start eines neuen Zyklus**. Wohnimmobilien profitieren wie auch in den Vorjahren besonders stark von dem großen Nachfrageüberhang. Im Quartalsvergleich verteuerten sich die Wohnimmobilienpreise um 1,2 %, wobei der Preisanstieg in den Top-7 Städten mit einem Plus von 1,8 % nochmals kräftiger ausfiel. Die Preise für selbstgenutztes Wohneigentum stiegen mit 0,7 % weniger dynamisch als Mehrfamilienhäuser (1,7 %), deren Neuvertragsmieten nun 4,3 % über dem Vorjahresniveau liegen.

Immobilienpreise verfestigen Aufwärtstrend

vdp Immobilienpreisindex, Q1 2010 =100



Quellen: vdp, Helaba Research & Advisory

Die Preise für **Gewerbeimmobilien** stiegen im ersten Quartal 2025 um 1,0 % gegenüber Vorquartal. Besonders gut entwickelten sich Büroimmobilien mit einem Plus von 1,1 %, was auch auf das niedrige Ausgangsniveau zurückzuführen sein dürfte. Einzelhandelsimmobilien legten um 0,6 % zu. Die Neuvertragsmieten stiegen bei Büros um 3,1 % und im Einzelhandel um 2,3 % im Vergleich zum Vorjahr. Die Preisvorstellungen von Angebot und Nachfrage nähern sich weiter an. Dennoch liegt das Transaktionsvolumen noch unter Vorkrisenniveau und einzelne Rücksetzer sind angesichts des schwierigen makroökonomischen Umfelds denkbar.

% gg. Vorjahr	2021	2022	2023	2024	2025p
Helaba OIF-Index*	2,0	2,3	1,5	0,2	0,5
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

Devisen: US-Dollar stabilisiert sich

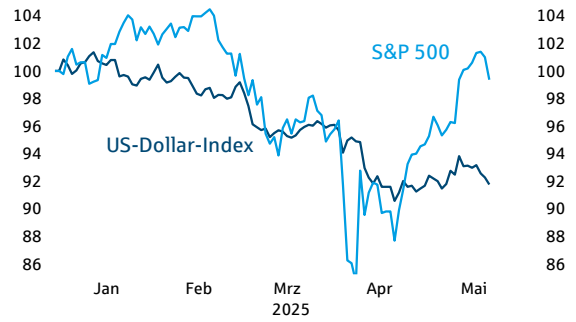
- US-Dollar beendete vorerst Talfahrt, erholte sich jedoch vergleichsweise wenig
- Politische Entspannung und freundliche US-Daten stützten den Greenback
- Dollar-Erholung könnte sich fortsetzen, aber politische Unsicherheiten bleiben
- Britisches Pfund erhielt Rückenwind, dürfte dennoch nicht mehr weiter zulegen
- Schweizer Franken hielt sich solide, besitzt allerdings kaum Aufwertungspotenzial
- Höhenflug des Japanischen Yen geriet ins Stocken, ist aber vermutlich noch nicht beendet

ca/ Der **US-Dollar** stoppte seine Talfahrt und stabilisierte sich. Von einer kräftigen Erholung wie an den Aktienmärkten konnte aber nicht die Rede sein. Die zumindest zeitweilige Aussetzung der hohen US-Strafzölle gegenüber China wirkte am Devisenmarkt nur begrenzt. Die US-Ratingabstufung von Moody's sorgte für neue Unsicherheit und belastete den Greenback. Der Euro-Dollar-Kurs notiert wieder um 1,13.

Fundamental erhielt die **US-Währung dagegen eher Rückenwind**. Zwar schrumpfte die US-Wirtschaft im ersten Quartal leicht; vor allem da die hohen Importe – ein Vorzieheffekt aufgrund der Zölle – das BIP reduzierten. Dagegen wuchs die inländische Nachfrage, also privater Verbrauch und Investitionen, durchaus kräftig. Der Arbeitsmarkt zeigte sich stabil. Die Stimmungsindikatoren der Unternehmen verschlechterten sich kaum noch. Nur die Laune der Konsumenten ist recht trüb. Dass die US-Wirtschaft in eine Rezession rutscht, ist keineswegs ausgemacht. Allerdings hängt vieles von der Entwicklung im Handelskonflikt ab.

Dollar erholt sich im Gegensatz zu Aktien kaum

Index, 31.12.2024 = 100

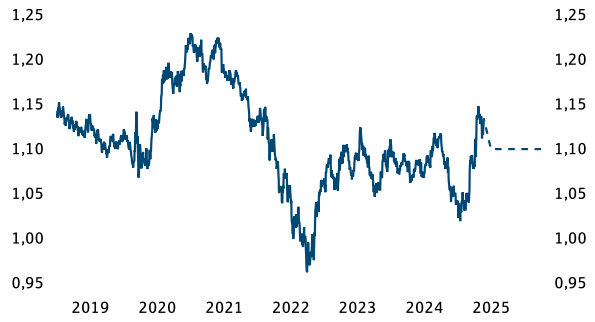


Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Die US-Inflation fiel im April erstaunlich niedrig aus, offensichtlich haben die Zölle noch nicht durchgeschlagen. Die Fed hätte damit einerseits mehr Spielraum, die Leitzinsen zu senken, andererseits angesichts der noch soliden Wirtschaft weniger Bedarf. Die Notenbank gab wenig Signale für eine frühzeitige Lokkerung. An den Terminmärkten gingen die Zinssenkungserwartungen zurück. Der US-Renditevorteil gegenüber der Eurozone weitete sich geringfügig aus. Grundsätzlich hat sich der Zusammenhang zwischen Zinsdifferenzen und Wechselkurs erheblich verringert. Die Dollar-Kurse sind weiter geprägt von **Unsicherheit gegenüber den USA**.

Euro-Dollar-Kurs konsolidiert

USD



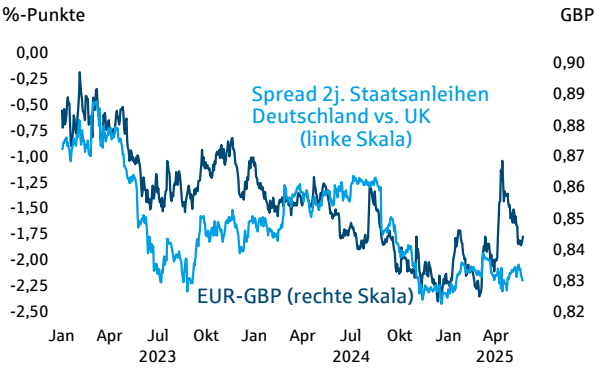
Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Wie es weitergeht mit der Handelspolitik und mit der immer mehr in den Fokus rückenden Finanzpolitik, ist völlig offen. Eine **Deeskalation** ist durchaus möglich. Davon würde die **US-Währung profitieren**, genauso wie von einem Ausbleiben einer Rezession. Aber selbst in diesen günstigen Fällen wäre ein Rückgang des Euro-Dollar-Kurses auf 1,05 oder gar Parität unwahrscheinlich. Schließlich bleibt die Trump-Regierung noch länger im Amt und ist stets für Überraschungen gut. Der Euro-Dollar-Kurs dürfte also im späteren Jahresverlauf eher in der Nähe von 1,10 notieren. Die **Risiken sind jedoch klar nach oben gerichtet**. Die US-Politik könnte neue Zweifel schüren und internationale Investoren zum Rückzug bewegen. Auch die konjunkturelle Situation in den USA ist wacklig, obwohl auch in der Eurozone einige Unsicherheiten existieren.

Das **Britische Pfund** zählte zu den Gewinnern der letzten Wochen und wertete gegenüber Euro und US-Dollar auf. Die Entspannung im Zollkonflikt allgemein und speziell für Großbritannien stützte die Währung. Großbritannien handelte ein Abkommen mit den USA aus, wenngleich die Zölle mit 10 % für die meisten Güter höher als vor Trump bleiben. Rückenwind erhielt das Pfund auch von der Konjunktur. Die britische Wirtschaft wuchs im ersten Quartal mit 0,7 % zur Vorperiode überraschend kräftig. Zudem zeigte sich die Bank of England eher vorsichtig. Die Notenbank reduzierte zwar den Leitzins um 25 Basispunkte auf 4,25 %, sendete jedoch keine Signale für zügigere Lockerungen.

Der hohe BIP-Zuwachs nach zwei schwachen Quartalen ist mit Vorsicht zu genießen, die Stimmungsindikatoren waren deutlich skeptischer. Künftig dürften die Wachstumszahlen daher viel schwächer ausfallen. Im Gesamtjahr wird die Wirtschaft mit 1 % immerhin solide wachsen. Die Inflation zog im April auf 3,5 % an. Dennoch wird die **Bank of England die Geldpolitik weiter normalisieren**, also senken. Der britische Zinsvorteil gegenüber dem Euro wird dann wohl etwas schrumpfen. Der Euro-Pfund-Kurs dürfte deshalb mit 0,85 leicht höher notieren. Gegenüber dem US-Dollar könnte das Pfund auch nachgeben.

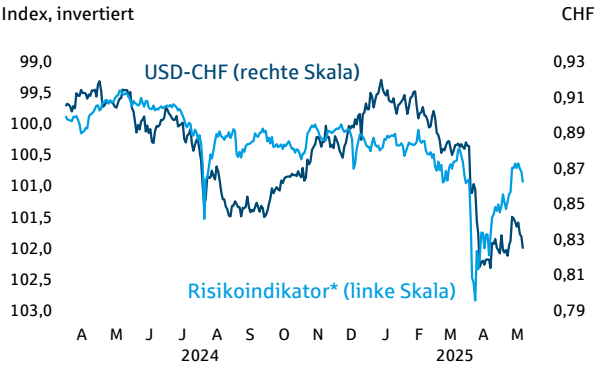
Per saldo nur leichte Abwertung gegenüber Euro



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Beim **Schweizer Franken** ist Ruhe eingekehrt. Der sichere Anlagehafen hatte zuvor von den Unsicherheiten wegen Trump profitiert. Die Entspannung im Zollkonflikt belastete den Franken kaum. Interessanterweise spiegelte sich die Risikoaversion diesmal besser beim Dollar-Franken-Kurs wider. Anders als sonst galt jüngst mehr der Euro als der Dollar als Fluchtwährung. Die geringe Erholung des **Dollar-Franken-Kurses** von einem 10-Jahres-Tief untermauert die Skepsis gegenüber der US-Währung.

Dollar-Franken-Kurs kaum erholt



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

Kurzzeitig hängt vieles von der Politik ab. Solange die Unsicherheit vorherrscht, wird der Franken gestützt. Die Schweizer Notenbank könnte angesichts der Inflation von 0 % ihren Leitzins ebenso auf 0,0 % senken. Auch Devisenmarktinterventionen sind möglich. Das **Aufwertungspotenzial des Franken ist daher begrenzt**. Mit einem Ende der EZB-Lockerungen und einem steigenden Schweizer Renditenachteil dürfte der Euro-Franken-Kurs sogar etwas höher notieren.

Der **Japanische Yen** wertete zwischenzeitlich insbesondere gegenüber dem US-Dollar beträchtlich ab, notiert per saldo aber kaum verändert. Japans Währung wurde als „sicherer Hafen" betrachtet und verlor wegen der Entspannung im Handelskonflikt. Wichtiger war aber wohl das Auspreisen von US-Zinssenkungen, der kurzfristige US-Renditevorteil gegenüber dem Yen weitete sich aus.

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	163	160	158	158	155
Brit. Pfund	0,84	0,84	0,84	0,85	0,85
Schw. Franken	0,94	0,95	0,95	0,96	0,96

* 21.05.2025 Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Die japanische Wirtschaft schrumpfte im ersten Quartal leicht. Das lag vor allem an hohen Importen, so dass die Schwäche angesichts einer stabilen Endnachfrage nur temporär sein und das BIP 2025 um 1 % zulegen sollte. Die Inflation ist erhöht, in den Kernraten jedoch nur leicht. Die **Bank of Japan signalisierte zuletzt eine eher abwartende Haltung**. Denn insbesondere der Handelskonflikt birgt für Japan eine hohe Unsicherheit. Vermutlich wird die Notenbank ihre nächste Zinserhöhung hinauszögern, wobei ein weiterer Schritt 2025 noch möglich ist. Der Zinsnachteil Japans dürfte dann nachlassen, wovon der Yen profitieren sollte. Der Dollar-Yen- und der Euro-Yen-Kurs werden Ende 2025 wohl niedriger notieren.

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	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	1,0	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	0,1	2,9	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	-0,7	0,5	1,7	3,3	17,6	3,7	5,0	3,5
Großbritannien	0,4	1,1	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	Helaba-Prognosen			
	31.12.2024	Vormonat*	Stand**	Q2/2025	Q3/2025	Q4/2025	Q1/2026
Zinsen	Basispunkte		%				
EZB Refi-Satz	-75	0	2,40	2,15	2,15	2,15	2,15
EZB Einlagenzins	-75	0	2,25	2,00	2,00	2,00	2,00
Tagesgeldsatz €STR	-74	0	2,17	2,00	2,00	2,00	2,00
3M Euribor	-67	-12	2,05	2,00	2,00	2,00	2,00
6M Euribor	-46	-2	2,11	2,05	2,05	2,10	2,10
2j. Bundesanleihen	-21	19	1,87	2,10	2,20	2,25	2,25
5j. Bundesanleihen	4	21	2,19	2,25	2,40	2,50	2,50
10j. Bundesanleihen	28	20	2,65	2,50	2,70	2,80	2,80
2j. Swapsatz	-17	14	2,02	2,20	2,30	2,35	2,35
5j. Swapsatz	4	16	2,29	2,35	2,50	2,60	2,60
10j. Swapsatz	24	16	2,60	2,50	2,70	2,80	2,80
20j. Swapsatz	40	19	2,77	2,60	2,75	2,80	2,80
30j. Swapsatz	51	22	2,67	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	3	28	4,60	4,10	4,30	4,50	4,50
Aktien	Landeswährung, %						
DAX	21,2	9,3	24.122	20.000	19.000	20.000	20.800
Euro Stoxx 50	11,4	6,6	5.454	4.700	4.500	4.700	4.850
Dow Jones	-1,6	4,4	41.860	38.000	37.000	38.000	39.500
S&P 500	-0,6	6,6	5.845	5.050	4.800	5.050	5.250
Nikkei 225	-6,5	6,4	37.299	31.000	30.000	31.000	32.500
Gold und Brentöl	%						
Gold €/Unze	15,4	-0,5	2.926	2.909	2.818	2.818	2.909
Gold $/Unze	26,3	-1,0	3.315	3.200	3.100	3.100	3.200
Brentöl $/Barrel	-13,0	-2,5	65	72	75	78	81
Devisen	jeweils gg. Euro, %		jeweils gg. Euro				
US-Dollar	-8,6	0,5	1,13	1,10	1,10	1,10	1,10
Japanischer Yen	0,0	-0,2	163	160	158	158	155
Britisches Pfund	-2,0	1,1	0,84	0,84	0,84	0,85	0,85
Schweizer Franken	0,5	0,7	0,94	0,95	0,95	0,96	0,96

* 24.04.2025 ** 21.05.2025

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

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

Wir sind für Sie da:

Themengebiete	Autoren/-innen	Durchwahl 069/9132-
Chefvolkswirtin/Head of Research & Advisory	Dr. Gertrud Rosa Traud (rt)	20 24
Rentenstrategie	Ulf Krauss (uk)	47 28
Aktienstrategie	Markus Reinwand (mr), CFA	47 23
Devisenstrategie, Großbritannien	Christian Apelt (ca), CFA	47 26
Gold	Claudia Windt (cw)	25 00
Immobilien	Paul Richter (pr)	79 58
Rohöl	Ralf Umlauf (ru)	11 19
Deutschland, Eurozone	Simon Azarbajani (saz)	79 76
USA, China	Patrick Franke (pf)	47 38

Herausgeber und Redaktion

Helaba Research & Advisory

Redaktion:
Dr. Stefan Mitropoulos

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

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