



# Märkte und Trends 2025

## Weltwirtschaft auf dem Laufsteg

Research & Advisory, November 2024



## Inhaltsverzeichnis



- [Der große Kommentar 2025: Weltwirtschaft auf dem Laufsteg](#)
- [Basisszenario: Arbeitskleidung \(65 %\)](#)
- [Negativszenario: Des Kaisers neue Kleider \(25 %\)](#)
- [Positivszenario: Haute Couture \(10 %\)](#)
  
- [Geldpolitik: Der Gürtel sitzt lockerer](#)
- [Staatsanleihen: Politik als Risikofaktor](#)
- [Aktien: Längst nicht out of fashion](#)
- [Gold: In den goldenen zwanziger Jahren](#)
- [Immobilien: Gefallene Stars](#)
- [Devisen: Trump-Dollar ohne roten Faden](#)
- [Deutschland: Der Aufschwung kommt doch noch](#)
- [USA: Donald Trump kehrt zurück – mehr Bangen als Hoffen?](#)
- [China: Geopolitisches Gerangel, heimische Reparaturarbeiten](#)
  
- [Prognosetabelle: BIP und Inflation](#)
- [Kapitalmarktprognosen](#)

Redaktionsschluss: 14. November 2024

## Der große Kommentar 2025: Weltwirtschaft auf dem Laufsteg



In jedem Jahr folgt unser Konjunktur- und Kapitalmarktausblick einem **Motto**. Dieses fängt die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen für das kommende Jahr metaphorisch ein. Diesmal haben wir die **Modewelt** ausgewählt. Sowohl dort als auch bei Konjunktur und Kapitalmärkten sind Zyklen und Trends maßgeblich. Diese werden 2025 bei den Defilees auf dem Laufsteg der Weltwirtschaft zu sehen sein: Was wird 2025 en vogue sein? Bleiben z.B. Zölle in Mode oder sind diese bald schon wieder out?

Ein ganz großes Comeback auf dem Catwalk hat Donald Trump. Bereits während seiner erster Amtszeit und im Wahlkampf für seine zweite Kandidatur setzte er klare Akzente. Mit seinem Motto „America First“ konnte er erneut die Wähler begeistern. Spannend bleibt die Frage, ob die Kollektion 2025 der aus seiner ersten Amtszeit stark ähneln wird. Wirtschaftspolitisch wären das vor allem Zölle und Steuersenkungen mit der Konsequenz einer höheren Verschuldung.

Vielleicht noch spannender ist die Frage, wie die deutsche Kollektion ausschauen wird. Nach dem Ende der Ampel-Regierung werden die Entwürfe der einzelnen Designer jetzt noch einmal neu gezeichnet. Das deutsche Publikum ist anspruchsvoller geworden. Konnten doch die Muster der letzten drei Jahre am Schluss nicht mehr überzeugen.

„Man kann nie zu gut gebildet oder zu gut gekleidet sein.“

Oscar Wilde

Mit dem Titel „**Weltwirtschaft auf dem Laufsteg**“ blicken wir gespannt auf die unterschiedlichen Konzepte und Ideen der ver-

schiedenen Designer. Der Erfolg auf dem Laufsteg hängt von vielen Faktoren ab. Dabei spielen auch der Zeitgeist, die Stimmung und der Zufall eine große Rolle. Wir haben drei Kollektionen für den Konjunktur- und Kapitalmarktausblick 2025 im Angebot. Diese laufen unter den Labels „**Arbeitskleidung**“, „**Haute Couture**“ und „**Des Kaisers neue Kleider**“. Aber nicht nur Kleidungsstücke, sondern auch **Accessoires** sind wichtige für den Erfolg der sehr unterschiedlichen Outfits.

Einige Accessoires stellen sich jedoch als unpassend heraus. Der vielerorts beworbene Modeschmuck „**Protektionismus**“ macht den Welthandel nicht attraktiver, sondern verschlechtert global die Arbeitsproduktivität. Neue US-Zölle gegen China sind trotzdem wahrscheinlich. Die von Trump angedrohten allgemeinen Einfuhrzölle sind hoffentlich nur Verhandlungsmasse, um die Partner zu politischen Zugeständnissen zu bewegen – auch in Fragen, die nicht unmittelbar den Handel betreffen.

### Basisszenario: Arbeitskleidung

Unsere Basiskollektion „**Arbeitskleidung**“ wird 2025 ganz groß rauskommen. Sie schützt einerseits vor den mannigfaltigen Risiken, ermöglicht andererseits aber auch, dass wieder richtig angepackt werden kann. Arbeitskleidung sollte im Idealfall gut passen und der **Gürtel** weder zu eng noch zu weit sein. Die großen **Notenbanken** haben 2024 angefangen, den Gürtel etwas zu lockern, nachdem dieser in den zwei Jahren zuvor sukzessive enger geschnallt wurde. In manchen Ländern hinterließ der Gürtel Druckspuren. Haben die Notenbanken jetzt das Gefühl für das richtige Gürtelloch?

In unserem Basisszenario mit einer Eintrittswahrscheinlichkeit von 65 % gelingt die richtige Gürtelweite zur Eindämmung der Inflation, ohne die Wirtschaft abzuwürgen. Mit weiteren Accessoires wie Helm, Schutzbrille und Handschuhen können die Herausforderungen des Jahres 2025 gemeistert werden.

## Negativszenario: Des Kaisers neue Kleider

Im düsteren Szenario „Des Kaisers neue Kleider“ ist die Enttäuschung groß. Erwartungsfroh wurde diese Kollektion angekündigt und prachtvolle Roben wurden versprochen. Nach der Erzählung von Hans Christian Andersen



können angeblich nur kluge Menschen die Gewänder sehen – und so decken weder der Herrscher noch sein Hofstaat den Betrug auf. Blinder Autoritätsglaube und eine Art kollektive Selbsttäuschung halten die Illusion am Leben – bis sie schließlich abrupt zerstört wird. Auch die Weltwirtschaft ist vor solchen Designs nicht gänzlich gefeit. Diesem Negativszenario messen wir eine Eintrittswahrscheinlichkeit von 25 % bei.

## Positivszenario: Haute Couture

In diesem Szenario herrscht Hochkonjunktur. Alles läuft leicht, die Verspannungen der globalen Wirtschaft lösen sich auf und Weltneuheiten begeistern das Publikum. Aber auch **Haute Couture** erfordert harte Arbeit – gerade hinter den Kulissen – und Glück. Für die Weltwirtschaft muss viel zusammenkommen, damit 2025 neue und nachhaltige Trends für die kommenden Jahre etabliert werden – aber unmöglich ist es nicht. Die Schutzbrille wird zu einer VR-Brille, der Werkzeugkoffer mit seinen öffentlichen Geldern wird nicht mehr zur Lösung jedes Problems benötigt, da sich der Staat auf das Setzen der Rahmenbedingungen konzentriert. Statt schwerem Koffer wird nur noch eine leichte Clutch benötigt. Der Welthandel floriert, die internationale Zusammenarbeit läuft rund und geopolitische Spannungen werden aufgelöst. Statt belastender Ketten kommt filigranes und schmückendes Geschmeide zum Einsatz. Unser Positivszenario hat mit 10 % eine geringere Wahrscheinlichkeit als das Negativszenario.

Nehmen Sie Platz und genießen Sie die Helaba Fashion Show mit unserem Konjunktur- und Kapitalmarktausblick 2025. Ich hoffe, auch Ihr Lieblingsoutfit ist dabei und Ihre Anlageentscheidungen machen darin im kommenden Jahr eine gute Figur.

Ihre

J. R. Traud

Dr. Gertrud R. Traud  
Chefvolkswirtin/Managing Director





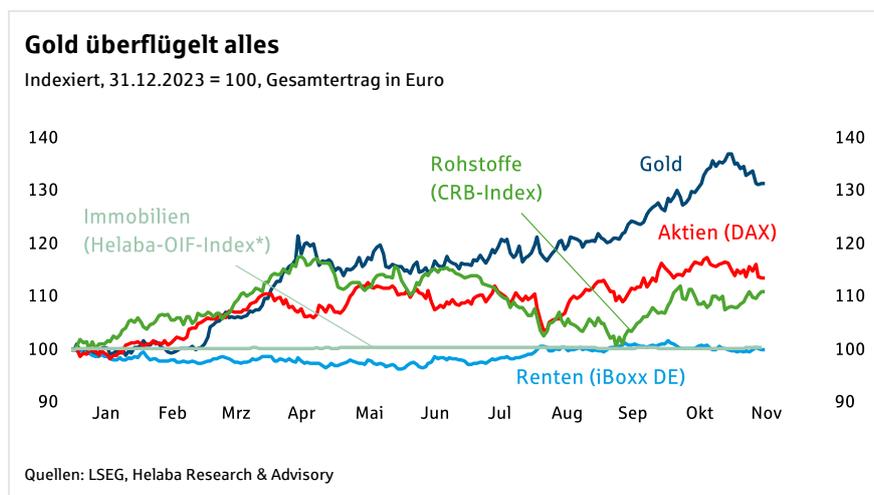
## Basisszenario: Arbeitskleidung (65 %)

Wenn es an die Arbeit geht, bestimmen vor allem die äußeren Umstände die Kleidungswahl – persönliche Präferenzen zählen meist wenig. Die Art der Tätigkeit ist dabei für die Arbeitskleidung ausschlaggebend. 2025 wird in der Weltwirtschaft „workwear“ gefordert sein: robust, flexibel, praktisch und mit vielen Taschen für vielleicht notwendiges Werkzeug. Hoffentlich pflegeleicht, denn ohne ein paar Flecken wird es nicht ausgehen.

Arbeitskleidung sollte im Idealfall gut passen und der Gürtel weder zu eng noch zu weit sein. Die großen Notenbanken – allen voran die Fed und die EZB – hatten nach 2022 die Geldpolitik massiv gestrafft, um dann 2024 wie erwartet auf einen Lockerungskurs umzuschwenken. Auf der Suche nach der richtigen Gürtelweite wurde es bei manchen Ländern konjunkturell arg eng. Haben die Notenbanken jetzt das Gefühl für das richtige Gürtelloch gefunden?

Wie es derzeit aussieht, bekommen die Geldpolitiker die hohe Inflation in den Griff, ohne dabei eine schwere Rezession auszulösen. Länder wie Deutschland oder China, die seit einiger Zeit mit Wachstumsproblemen kämpfen, können diese kaum in erster Linie auf zu hohe Zinsen schieben. Eine immer noch nicht verarbeitete Immobilienkrise in China und eine sich seit Jahren verschlechternde Wettbewerbsfähigkeit in Deutschland sind die Ursachen.

In den USA spricht vieles für die erste „weiche Landung“ seit 1995. Die Arbeitsmärkte in den größten Industrieländern haben sich bislang meist nur leicht abgekühlt und bleiben, unter anderem aus demografischen Gründen, historisch eng. Die Inflationserwartungen sind nicht so stark gestiegen wie in den 1970er Jahren. Diese Leistung der Geldpolitiker war alles andere als eine ausgemachte Sache, nachdem sie vorher – auch abgelenkt von Themen wie Klimawandel und Verteilungspolitik – zu spät auf den Inflationsschub reagiert hatten.



Selbst Chinas Notenbank hat mittlerweile offenbar Anweisungen von der Regierung erhalten und ist auf einen klaren Stimuluskurs eingeschwenkt, dem sie 2025 weiter folgen dürfte. Nur Japan schneiderte sich eine andere Passform zurecht: Die Bank of Japan hat die Leitzinsen zuletzt angehoben und bis Ende 2025 wird es wohl weiter leicht nach oben gehen.

Sowohl die EZB als auch die Fed fahren 2025 den Restriktions-

grad ihrer Politik voraussichtlich weiter deutlich zurück, stoßen aber nicht – wie in vergangenen Zyklen – tief in den expansiven Bereich vor. Wie es derzeit aussieht, wird dies nicht erforderlich sein.

## Fiskalpolitik: (Meist) Vorsichtigerer Einsatz aus dem Werkzeugkoffer gefragt

Der „geldpolitische Gürtel“ passt also für ein erfolgreiches „Packen wir’s an!“ im Jahr 2025. Aber dies ist nur einer von vielen Faktoren, von denen letztlich abhängt, ob 2025 ein ökonomisch gutes oder schlechtes Jahr wird.

In der Fiskalpolitik dominierte vielerorts zuletzt ein Ansatz, der den großzügigen Einsatz des Werkzeugkoffers öffentlicher Gelder für jedes denkbare Problem vorsah. Laut IWF-Zahlen liegt das zyklisch bereinigte oder strukturelle Defizit der Industrieländer im Schnitt mit aktuell rund 5 % am BIP etwa doppelt so hoch wie vor der Pandemie. Mittlerweile müssen aber immer mehr Regierungen ihren Kurs korrigieren und kleinere Schraubenschlüssel ansetzen – entweder, weil sich die Finanzpolitik auf einen nicht nachhaltigen Pfad begeben hat (wie in Frankreich und Italien) oder weil man an institutionelle Grenzen stößt (Schuldenbremse in Deutschland).

Ausnahmen bestätigen aber auch hier die Regel: **China** greift seit dem zweiten Halbjahr 2024 tief in die fiskalpolitische Werkzeugkiste. Die **USA** legen 2025 zwar wohl nicht groß nach. Der designierte US-Präsident Donald Trump hat aber umfangreiche **Steuersenkungen** versprochen. Wenn diese zum Ende des Jahres in Kraft treten, würden sie aber schon vorher Stimmung und die Ausgabebereitschaft stützen.

### Comeback eines totgeglaubten Retro-Looks in der Geo- und Handelspolitik

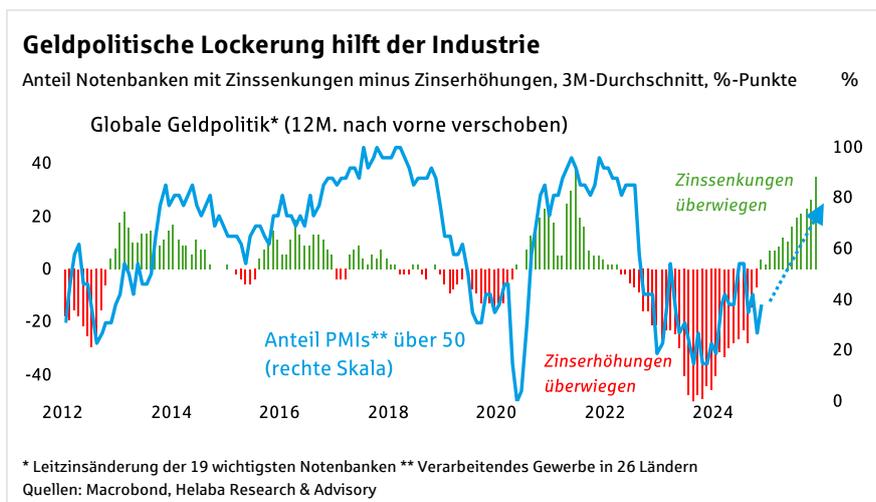
Trotz der **recht guten Passform** wird es 2025 hier und da kneifen oder jucken. In der **Geopolitik** sehen wir keine Entspannung. Im Gegenteil wäre es wohl schon als Erfolg zu verbuchen, wenn sich die mannigfaltigen Konflikte im neuen Jahr nicht intensivieren oder geografisch ausweiten. Lösungen, die diesen Namen verdienen, sind weder in der Ukraine noch im Nahen Osten in Sicht. Das Verhältnis der westlichen Staaten zu **China** wird sich wohl weiter eintrüben. Eingriffe aller Art ins Marktgeschehen bleiben vor diesem Hintergrund in der Politik populär.

Einige Accessoires stellen sich jedoch als unpassend heraus. Der vielerorts beworbene Modeschmuck „**Protektionismus**“ macht den Welthandel nicht attraktiver, sondern verschlechtert global die Arbeitsproduktivität. Neue US-Zölle gegen China sind trotzdem wahrscheinlich. Die von Trump angedrohten allgemeinen Einfuhrzölle sind hoffentlich nur Verhandlungsmasse, um die Partner zu politischen Zugeständnissen zu bewegen – auch in Fragen, die nicht unmittelbar den Handel betreffen.

### Dem Anlass gemäß gekleidet – der Industriezyklus kommt endlich!

Handelsstreitigkeiten werden aber eine Erholung im **Industriezyklus**, der seit einiger Zeit vor sich hindümpelt, nicht verhindern. Zwar rechnen wir hier nicht mit einem Boom, sondern eher einer graduellen Besserung – auch wegen der angesprochenen Störimpulse von der Handels- und Industriepolitik. Von der Erholung werden aber gerade jene Länder überproportional profitieren, die vorher unter der Schwäche gelitten haben – so wie **Deutschland**.

Hier dürften die **langjährige Stagnation** und die Zeit der schlechten Stimmung 2025 **auslaufen**. Aber viele strukturelle Faktoren, wie Demografie, Defizite bei Investitionen in Zukunftstechnologien oder Überregulierung bleiben bestehen. Eine grundsätzliche Neuausrichtung der Wirtschaft wie in der Klimawende gibt es ebenfalls nicht zum Discount-Preis.



Vor einem Jahr haben wir die Perspektiven der US-Wirtschaft für 2024 unter-, jene der deutschen überschätzt. **Global betrachtet haben sich diese Fehler aber kompensiert** – die Weltwirtschaft insgesamt nahm 2024 wie prognostiziert weder spürbar an Fahrt auf noch büßte sie Schwung ein. In angemessener Arbeitskleidung sollte die Weltwirtschaft auch 2025 erfolgreich sein – und Deutschland endlich wieder etwas zum Wachstum beitragen.

### Prognoseübersicht im Basisszenario

Das **Wachstum** der Weltwirtschaft sollte 2025 im Jahresschnitt etwa so hoch ausfallen wie 2024. Nach zwei Jahren Stagnation wächst das deutsche Sozialprodukt wieder um 0,7 %, jedoch nach wie vor langsamer als der Durchschnitt der Eurozone (1,2 %). China und die USA dürften im Jahresschnitt jeweils etwas weniger wachsen als 2024, aber dies verbirgt einen konjunkturellen Verlauf, der über 2025 hinweg anzieht.

Die **Inflation** wird 2025 wohl nicht mehr ein dominierender Faktor sein, sondern eher als Nebenbedingung für den geldpolitischen Lockerungsspielraum fungieren. Selbst mit tendenziell anziehenden Ölpreisen fallen die Zuwachsraten bei den Verbraucherpreisen im Jahresschnitt niedriger aus als 2024. Sowohl in Deutschland (2,1 %) als auch im gesamten Euroraum (2,2 %) liegt die Preissteigerungsrate 2025 nahe dem von der EZB definierten Inflationsziel. In den USA sollte die Definition der Fed von Preisniveaustabilität ebenfalls weitgehend erreicht werden.

Ausgewählte Prognosen 2025					
<b>Eurozone</b> 		<b>Deutschland</b> 		<b>USA</b> 	
BIP-Wachstum, %	1,2	BIP-Wachstum, %	0,7	BIP-Wachstum, %	2,2
Inflation, %	2,2	Inflation, %	2,1	Inflation, %	2,5
<b>1. - 4. Quartal</b>		<b>1. - 4. Quartal</b>		<b>1. - 4. Quartal</b>	
<b>Leitzins (Einlagensatz), %</b>		<b>3-Monats-Euribor, %</b>		<b>Leitzins (Mittelwert), %</b>	
2,50	2,00	2,00	2,00	3,88	3,63
2,00	2,00	2,00	2,00	3,63	3,63
2,00	2,00	2,00	2,00	3,63	3,63
2,00	2,00	2,00	2,00	3,63	3,63
<b>USD / Euro</b>		<b>10-jährige Bundesanleihen, %</b>		<b>10-jährige Treasuries, %</b>	
1,05	1,05	2,20	2,20	4,30	4,30
1,10	1,10	2,30	2,50	4,40	4,50
<b>EURO STOXX 50, Indexstand</b>		<b>DAX, Indexstand</b>		<b>S&amp;P 500, Indexstand</b>	
4.900	4.950	19.750	20.000	6.250	6.300
5.000	5.050	20.250	20.500	6.350	6.400

Quelle: Helaba Research & Advisory

Die **Notenbanken** folgen daher dem Kurs, den sie 2024 eingeschlagen haben. In den USA wird der Leitzins wohl auf rund 3,5 % fallen, während die Fed im Jahresverlauf ihre passive Bilanzreduktion beenden dürfte. Im Euroraum wird die EZB den Einlagensatz vermutlich auf 2 % senken und den Abbau der Bilanzsumme fortsetzen.

Während die Leitzinssenkungen eigentlich ein relativ positives Umfeld für die **Renten** bieten, entwickelt sich vor allem die (Fiskal-)Politik zum kritischen Faktor für Staatsanleihen. Renditeniveaus von unter 2 % für Bunds und unter 4 % für 10-jährige US-Treasuries sind allenfalls temporär erreichbar. Zum Jahresende 2025 notieren die Benchmarkanleihen bei 2,5 % bzw. 4,5 %.

Auch wenn schon einiges an positiven Entwicklungen vorweggenommen scheint, bleiben **Aktien en vogue**. Weiter sinkende Leitzinsen eröffnen zusätzliche Bewertungsspielräume. Auch sich verbessernde globale Wachstums- und Gewinnperspektiven sprechen für moderat steigende Notierungen 2025. Allerdings werden diese angesichts schon hoher Bewertungen bei den US-Leitindizes bzw. struktureller Probleme, die den DAX bremsen, „nur“ durchschnittlich ausfallen. Bis Ende 2025 dürfte der DAX in den Bereich von 20.500 Punkten vordringen.

*„Immer mit der Mode gehen zu wollen, hat einen Nachteil: Man muss ihr immer nachlaufen.“*  
Ernst Ferstl

Der deutsche **Immobilienmarkt** verzeichnet 2025 bei nach wie vor hoher Nachfrage und knappem Angebot moderate Hauspreisanstiege. Gleichzeitig nimmt die Neubauaktivität weiter ab. In den gewerblichen Segmenten stabilisieren sich die Preise und die Transaktionen nehmen ebenfalls wieder zu.

**Gold** profitiert weiter von der Zinswende und der geopolitischen Lage. Deshalb dürften 2025 weitere Rekordmarken geknackt werden, auch wenn das Tempo nicht gehalten werden kann. Bis Jahresende dürfte die Feinunze bei gut 2.800 US-Dollar liegen, da das Edelmetall als sichere Alternative in unsicheren Zeiten en vogue bleibt.

Der **US-Dollar** steht 2025 im Zeichen der Politik. Dabei wird die Geldpolitik wenig Impulse geben, da sowohl Fed als auch EZB in ähnlichem Ausmaß die Leitzinsen senken. US-Präsident Trump wird vor allem mit seiner Handelspolitik für Marktvolatilität sorgen, ein starker Dollar wird aber kaum sein Ziel sein. Ende 2025 dürfte der Euro-Dollar-Kurs um 1,10 notieren.

Patrick Franke



## Negativszenario: Des Kaisers neue Kleider (25 %)

Im Märchen von Hans Christian Andersen überzeugen Betrüger den eitlen Kaiser, sie würden ihm prachtvolle Roben schneiden – was sie aber nicht tun. Da die Gewänder angeblich nur kluge Menschen sehen können, decken weder der Herrscher noch sein Hofstaat den Betrug auf. Blinder Autoritäts-glaube und eine Art kollektive Selbsttäuschung halten die Illusion am Leben – bis sie schließlich abrupt zerstört wird. Ein solcher Moment der Wahrheit könnte in der Weltwirtschaft bevorstehen.

Im Negativszenario stellen sich die wirtschaftspolitischen Konzepte der Regierungen und Notenbanken, auf die diese oft so stolz sind, als Fata Morgana heraus. Schon ein leichter Schock – so wie die Stimme des Kindes im Märchen – kann die **gemeinsame Selbsttäuschung** nachhaltig stören und bringt Unternehmen, Konsumenten und Finanzmärkte zur Einsicht, dass ihr Handeln und Planen auf unhaltbaren und zu positiven Annahmen beruht. Jähe Anpassungen sind die Folge.

Was kommt als ein solcher **Weckruf** in Frage? Trotz der zuletzt teilweise zur Schau gestellten Selbstgefälligkeit in Notenbankerkreisen ist es keine ausgemachte Sache, dass der vergangene **geldpolitische Straffungsprozess** nicht doch über das Ziel hinausgeschossen ist und die Konjunktur stärker als gedacht ausbremst. Obwohl der Kurswechsel bereits 2024 erfolgte, sind die meisten Leitzinsen noch klar im restriktiven Bereich. Vielleicht ist die Geldpolitik in diesem Zyklus so wirksam wie eh und je, sie arbeitet nur langsamer als früher. Der Entzug der Liquidität könnte verborgene Probleme aufdecken.

Wahrscheinlicher ist aber ein Schock in der Form einer **geopolitischen Eskalation**, die zu deutlicher Verunsicherung führt und die globalen Lieferketten stört. Von einer Ausweitung der Konflikte in der Ukraine oder im Nahen Osten bis zu potenziellen neuen Brandherden in Asien (Korea, Taiwan, Südchinesisches Meer) ist die Liste der möglichen Auslöser lang.

*„Only when the tide goes out, do you discover who is swimming naked.“*

Warren Buffett

Dabei müssen sich die Streitigkeiten nicht zwingend entlang der bisher üblichen Fronten entwickeln. Auch **transatlantisch** können sich die Beziehungen rasch eintrüben. Unterschiedliche Vorstellungen über den Dekarbonisierungsprozess – Stichwort Start des EU-Grenzausgleichs Anfang 2026 – und Protektionismus drängen sich als Themen auf. Mit einem unberechenbaren Akteur wie Donald Trump ist das Eskalationspotenzial in solchen Konflikten groß. Im Negativszenario belegen sich USA und EU gegenseitig mit deutlich höheren Zöllen.

### Regierungen als Teil des Problems, nicht der Lösung

Zwar sind die **Ungleichgewichte im privaten Sektor** aktuell vielerorts kleiner als vor früheren Rezessionen – mit Ausnahme der Wohnimmobilienpreise in einigen Ländern. Die Haushaltslage der Regierungen ist aber häufig prekär, die **öffentlichen Schulden** liegen im Durchschnitt der Industrieländer – trotz des die Zahlen schönenden vergangenen Inflationsschubs – aktuell bei fast 110 % des BIP. Nach der Finanzkrise war die Pandemie offenbar der zweite Schock mit Sperrklinkeneffekt, durch den sich die Schulden auf einem höheren Niveau festsetzten. Der Zeitpunkt ist gekommen, zu dem der großzügige Einsatz öffentlicher Gelder nicht mehr als Allzweckwaffe gegen jede Art von Krise dienen kann.

Von den dringend nötigen wirtschaftspolitischen Reformen ist nichts zu erkennen. Die **Überregulierung** der Wirtschaft wird zwar als Problem wahrgenommen, aber effektiv nicht korrigiert. Vielfach werden hier sogar noch die prächtigen Farben des kaiserlichen Outfits gepriesen: In Präsident Bidens letztem Amtsjahr ist die Zahl der neuen

### Geopolitische Spannungen stören Lieferketten



Quellen: Wells/Yang/Yu/lacoviello, Bloomberg, Helaba Research & Advisory

„ökonomisch relevanten“ Regulierungen in den USA auf ein Allzeithoch gesprungen. In Europa sind Unternehmen unter Androhung von Bußgeldern neuerdings nicht nur gezwungen, sich mit möglichen Menschenrechtsverletzungen in ihren Lieferketten auseinanderzusetzen, sondern auch mit der Historie der von Geschäftspartnern genutzten landwirtschaftlichen Areale. Trotz neuer Akteure in den USA und Deutschland passiert in dieser Hinsicht in diesem Szenario wenig.

### Prognoseübersicht im Negativszenario

Die Weltwirtschaft rutscht in eine **Rezession**. Deutschland ist mit seinem exportorientierten Wirtschaftsmodell überproportional vom Protektionismus und den Lieferkettenstörungen betroffen, sodass das deutsche Bruttoinlandsprodukt 2025 um rund 2 % schrumpft. Die USA leiden wegen ihrer geringeren Industrie- und Handelsabhängigkeit weniger. Die Arbeitslosenquoten steigen spürbar.

Fallende Ölpreise und eine schwindende Preissetzungsmacht der Unternehmen drücken die **Teuerung**. Diejenigen, die Inflation stets für ein „transitorisches“ Phänomen hielten, bekommen Oberwasser. Die deutsche Preissteigerungsrate sinkt unter 1 %. Auch in der gesamten Eurozone lässt die Inflation aufgrund der Rezession nach. In den USA verhindern höhere Einfuhrzölle einen stärkeren Rückgang der Teuerung – diese wird hauptsächlich von den merklich **niedrigeren Ölpreisen** gedrückt.

*"Clothes make the man. Naked people have little or no influence on society."*

Mark Twain

In diesem Umfeld reagieren die **Notenbanken** mit stärkeren Lockerungen als im Basisszenario. Die EZB beschleunigt den Zinssenkungszyklus, senkt den Einlagenersatz bis Ende 2025 in den expansiven Bereich in Richtung 1 % und stabilisiert die Bilanzsumme. Die Fed senkt den Leitzins unter 2 %.

Am **Rentenmarkt** gibt es kräftige Kursgewinne. Im Zuge deutlich niedrigerer Leitzinsen und sinkender Inflationserwartungen fällt die Rendite 10-jähriger US-Treasuries bis auf 2 %, die Rendite 10-jähriger Bunds gibt in Richtung 1 % nach.

Zunehmende geopolitische Spannungen führen zu empfindlichen Unterbrechungen der Lieferketten. Handelsstreitigkeiten verschärfen das Problem. Dies führt zu erheblichen Rückgängen bei den Unternehmensgewinnen. Die Risikoaversion der Anleger nimmt zu und verursacht eine Bewertungskontraktion. **Aktien** rutschen in einen Bärenmarkt. Der DAX fällt zeitweilig auf 12.500 Punkte.

**Immobilien** leiden unter der Rezession und der zunehmenden globalen Unsicherheit. Im schwachen wirtschaftlichen Umfeld nimmt die Korrektur bei Gewerbeimmobilien wieder Fahrt auf. Wohnimmobilien entwickeln sich zwar stabiler, der jüngst begonnene Hauspreisanstieg kommt allerdings zum Stillstand.

**Gold** ist der Klassiker in unsicheren Zeiten. Das Edelmetall profitiert fundamental und politisch als sicherer Anlaghafen und kann bis auf 3.800 US-Dollar je Feinunze zulegen.

In geopolitisch unsicheren Zeiten ist einmal mehr der **US-Dollar** als Fluchtwährung gefragt – selbst unter einem Präsident Trump. Zudem leidet Europa stärker unter den eskalierenden Handelskonflikten. Der Euro-Dollar-Kurs fällt bis auf 0,90.

---

Patrick Franke



## Positivszenario: Haute Couture (10 %)

Der Begriff „High Fashion“ erweckt Assoziationen mit Supermodels, Karl Lagerfelds Fächer und legendären Stil-Ikonen wie Giorgio Armani. Aber eine erfolgreiche Kollektion erfordert unter anderem Innovationsgeist, harte Arbeit – gerade auch hinter den Kulissen – und Glück. Für die Weltwirtschaft muss viel zusammenkommen, damit 2025 neue und nachhaltige Trends für die nächsten Jahre setzt – aber unmöglich ist es nicht.

Die Liste der für das Positivszenario **notwendigen Bedingungen** ist leider deutlich länger als für die „Luftnummer“ des Negativszenarios. Verstärkte Kooperationsbereitschaft auf internationaler Ebene, die geopolitische Spannungen reduziert, Planungssicherheit erhöht und bestenfalls den technologischen Fortschritt fördert, gehört dazu. Gerade die großen US-Unternehmen haben nach den **Rekordprofiten** der vergangenen Jahre die Munition für verstärkte Investitionen. Eine Abkehr von der zunehmenden Spaltung der Weltwirtschaft in einen von den USA und einen von China dominierten Block – wie unrealistisch diese auch sein mag – hätte klare positive Folgen für grenzüberschreitende Forschung, Spezialisierung und damit für die **globale Produktivität**.

Dies ist entscheidend, denn keine noch so erfolgreiche Reform wird auf kurze Sicht das **Arbeitskräfteangebot** in den größten Volkswirtschaften merklich erhöhen. Spürbar längere Wochen- oder Lebensarbeitszeiten sind nicht in Sicht, eine drastische Erhöhung der Erwerbsquote ist in den meisten Ländern unrealistisch. Ein Wachstumsschub muss daher über die Produktivitätsschiene kommen. Dies erfordert **smartere oder weniger Regulierung**, die For-

„Man muss das Geld zum Fenster rauswerfen, damit es zur Tür wieder reinkommt.“

Karl Lagerfeld

scherung und Entwicklung und damit Investitionen stimuliert. Seit langem überfällige Strukturreformen in vielen Bereichen würden in die gleiche Richtung wirken. Der Einsatz von mehr (breit definiertem) Kapital wie **Künstlicher Intelligenz** könnte den Output pro Beschäftigten anschieben.

Nachfrageseitig gibt es viele Länder, wie Deutschland oder China, in denen es beim **privaten Konsum** erhebliches Aufholpotenzial gibt. Vielerorts steigt die Nachfrage nach **Wohnraum** schneller als gebaut wird – auch hier sind Impulse möglich. Entscheidend wären aber die **Unternehmensinvestitionen**, bei denen es in der Eurozone und in den USA Luft nach oben gibt.

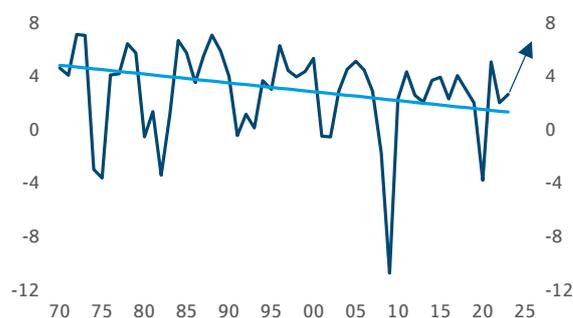
### Regierungen und Notenbanken leisten ihren Beitrag

Auch der Staat kann direkt zum Erfolg der „Kollektion 2025“ beitragen, wenn Regierungen, die in den letzten Jahren immer mehr die **öffentlichen Investitionen** zu Lasten von Transfers oder Staatskonsum zurückgefahren hatten, endlich den Kurs wechseln. Die im Positivszenario **bessere Haushaltslage** würde ebenso Infrastrukturinvestitionen anschieben.

Die **Leitzinsen** wären zwar in einem solchen Szenario höher. Aber da das dynamischere Wachstum wegen der positiven Angebotsimpulse die Kapazitätsauslastung nur unterproportional steigen lassen würde, wäre der zusätzliche Inflationsdruck – außerhalb anziehender Öl- und anderer Rohstoffpreise – überschaubar. In einem solchen Umfeld ist zudem der **„neutrale“ Zins**, mit dem die Notenbank die Wirtschaft weder bremst noch anschiebt, höher. Daher würde die Geldpolitik kaum restriktiver wirken als im Basisszenario.

### Investitionsboom durch technischen Fortschritt

Reale Anlageinvestitionen der OECD-Staaten plus Trend, % gg. Vj.



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

## Prognoseübersicht im Positivszenario

Die Konjunktur zieht kräftig an, ein **Boom** ersetzt die bloße Erholung des Industriezyklus im Basisszenario. Die geringere Regulierung und die internationale Kooperation lösen einige der deutschen Strukturprobleme, sodass 2025 hierzulande ein Wirtschaftswachstum von 2 % möglich ist. In den USA tragen Bürokratieabbau und verstärkte Innovationen kurzfristig Früchte. Die US-Konjunktur zieht 2025 kräftig an.

Vor allem der Ölpreis treibt die **Inflation**. Der Produktivitätsschub dämpft hingegen die Kernteuerung, sodass die Verbraucherpreise zwar stärker steigen als im Basisszenario. Es steht aber keine Neuauflage des Preissprungs von 2021 bis 2023 an. In Deutschland liegt die Teuerungsrate 2025 durchschnittlich bei 3,5 %. Der Ölpreis schlägt insbesondere in den USA auf die Verbraucherpreise durch. Dort fällt die Teuerungsrate verglichen mit 2024 ebenfalls wieder höher aus.

Die **Notenbanken** straffen zwar die Geldpolitik, aber dies verhindert nur eine Überhitzung. Die EZB zieht die Leitzinsen wieder in den restriktiven Bereich in Richtung 4 % und beschleunigt den Abbau der Bilanzsumme. In den USA vollzieht die Fed ebenfalls eine erneute geldpolitische Wende und erhöht den Leitzins wieder auf rund 5,5 %.

Am **Rentenmarkt** kommt es zu spürbaren Kursverlusten. Im Zuge steigender Leitzinsen und höherer Inflationserwartungen klettert die Rendite 10-jährigen US-Treasuries über die 5 %-Marke, die Rendite 10-jähriger Bunds steigt bis auf 4 %.

Deregulierung, Investitionen und Innovationen bieten ein optimales Umfeld für Unternehmen, deren Umsätze deutlich steigen. Da gleichzeitig die Margen hoch bleiben, kommt es zu zweistelligen Steigerungsraten bei den Unternehmensgewinnen. Der Risikoappetit nimmt deutlich zu. Anleger billigen **Aktien** eine signifikant höhere Bewertung zu. Der DAX überschreitet bis Jahresende 2025 die Marke von 23.000 Punkten.

**Gold** landet im Positivszenario auf dem Wühltisch, das Edelmetall verliert deutlich. Einerseits belastet ein höherer Realzins, andererseits ist es auch als sicherer Anlagehafen nicht mehr gefragt. Der Preis für eine Feinunze gibt bis auf 1.800 US-Dollar nach.

**Immobilien** profitieren von der kräftig wachsenden Gesamtwirtschaft und der niedrigeren Unsicherheit. Einzelhandelsimmobilien kommt die höhere Kaufkraft und der starke private Konsum zugute, während die stärker steigende Beschäftigung die Nachfrage nach Büroflächen erhöht. Der Wohnimmobilienmarkt kann an die hohen Preissteigerungen der Jahre vor der Korrektur anknüpfen.

Eine geopolitische Entspannung hilft dem Euro, die Fluchtwährung **US-Dollar** ist weniger gefragt. Zudem überrascht das Wachstum vor allem in der Eurozone positiv. Dadurch schmilzt der Renditevorteil des Dollar gegenüber der Gemeinschaftswährung. Der Euro-Dollar-Kurs steigt bis auf 1,25.

---

Patrick Franke



## Geldpolitik: Der Gürtel sitzt lockerer

**Auch 2025 haben die Zentralbanken niedrigere Leitzinsen im Visier. Der EZB dürfte dies allerdings aufgrund geringerer Inflationserwartungen im Euroraum leichter fallen als der Fed.**

Der Zinssenkungszyklus im Euroraum verläuft bislang weitgehend wie erwartet und die Anleger interessiert mit Blick auf 2025 nun vor allem: Wie schnell handelt die **EZB** und bis zu welchem Niveau wird sie den Einlagensatz senken? Während ersteres eher das taktische Verhalten der Investoren beeinflusst, ist das **Leitzinsziel** entscheidend für das Niveau der Kapitalmarktzinsen sowie die Zinskurve und damit von großer strategischer Bedeutung.

Die Geldpolitik wirkte 2024 trotz der bereits erfolgten Zinssenkungen noch restriktiv. Im neuen Jahr wird nun der **neutrale Bereich angestrebt**, also ein Zinsniveau, das die Konjunktur im Euroraum weder bremst noch stützt. Die geldpolitische Lockerung wird wohl von moderaten Inflationsdaten begleitet. Mit der deutschen Wachstums-

*„Das Tempo der Zinssenkungen wird von der Datenlage abhängig sein. Dasselbe gilt für die Frage, wie weit wir die Zinsen insgesamt senken können.“*

*Isabel Schnabel in der FAZ vom 22.7.2024*

schwäche als Argumentationshilfe dürften die Tauben im EZB-Rat zwar auf schnelle Zinssenkungen drängen und einen Einlagensatz unter der **2 %-Marke** fordern, was einer expansiven Geldpolitik gleichkäme. Ob sie sich allerdings durchsetzen, ist fraglich, da sich die Konjunkturaussichten im Jahresverlauf wieder aufhellen dürften.

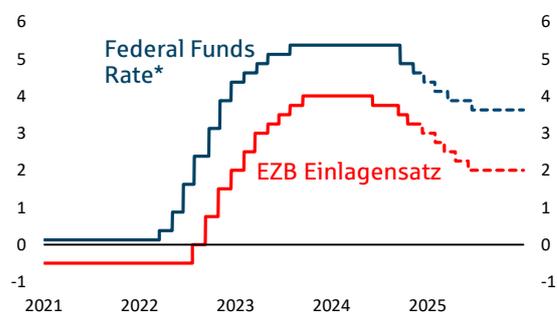
Gegen eine weitere Lockerung der Geldpolitik sprechen auch die unverändert bestehenden **strukturellen Inflationsrisiken**. Zwar ist der seit einem Jahr bestehende Abwärtstrend bei den Inflationserwartungen, der sich in den Terminmarktzinsen widerspiegelt, intakt. Dennoch muss die EZB in diesem Zyklus vorsichtig agieren, um das gerade zurückgewonnene **Vertrauen** nicht wieder zu verspielen. Nicht zuletzt aus diesem Grund sollte der **Abbau der Bilanzsumme** fortgesetzt werden.

### Fed: Richtung Neutralität

Nach einem kommunikativen Zickzackkurs 2024 hatte die **US-Notenbank** etwas später als die EZB mit der geldpolitischen Lockerung begonnen, dann aber im September mit einem 50-Basispunkte-Schritt losgelegt. Im November folgte eine Zinssenkung um 25 Basispunkte, verbunden mit dem mittlerweile standardmäßigen Hinweis auf die „**Datenabhängigkeit**“ der künftigen Entscheidungen.

### Notenbanken lockern weiter

Leitzinsen, % (Prognosen ab November 2024)



\* Mittelpunkt des Zielkorridors

Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Wir gehen davon aus, dass die Datenlage die Fed veranlassen wird, auch auf den kommenden Sitzungen den Leitzins um jeweils 25 Basispunkte zu senken. Im Sommer 2025 sollte dann bei einem Leitzinsband von **3,50 % bis 3,75 %** der Endpunkt des aktuellen Zinszyklus erreicht werden – und aus unserer Sicht der obere Rand der „**neutralen Zone**“, in der die Geldpolitik mittelfristig die Konjunktur weder anschiebt noch bremst. Damit würde die Federal Funds Rate vom Gipfel aus um insgesamt 175 Basispunkte gefallen sein.

Die Fed schrumpft dabei trotz der Zinssenkungen ihre **Bilanzsumme** zunächst passiv weiter. Sie hat angekündigt, diesen Kurs fortzusetzen, bis aus ihrer Sicht die Überschussliquidität im Bankensystem auf ein angemessenes Niveau gesunken ist. Dieser Punkt wird wohl im Laufe von 2025 erreicht.

%	Q1/25	Q2/25	Q3/25	Q4/25
3M Euribor	2,30	2,00	2,00	2,00
EZB Einlagensatz	2,50	2,00	2,00	2,00
Fed Funds Target Rate	3,88	3,63	3,63	3,63

Quelle: Helaba Research & Advisory

Ulf Krauss, Patrick Franke



## Staatsanleihen: Politik als Risikofaktor

Während der Zinssenkungszyklus eigentlich ein relativ positives Umfeld für die Renten bietet, entwickelt sich vor allem die (Fiskal-)Politik zu einem kritischen Faktor für Staatsanleihen.

Trotz rückläufiger Inflation und Leitzinswende fällt die Bilanz für Bundesanleihen 2024 eher durchwachsen aus. Immerhin konnten die Verluste des ersten Halbjahres in der zweiten Jahreshälfte weitgehend wieder aufgeholt werden. Insgesamt schnitten kurze Laufzeiten dabei deutlich besser ab als längere. Die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen bewegte sich in einer Spanne von 2,0 % bis 2,7 %, im Vorjahr lag sie bei rund einem Prozentpunkt und im Krisenjahr 2022 sogar bei etwa zweieinhalb Prozentpunkten.

### Politikabhängigkeit wächst – Chancen und Risiken nahe beieinander

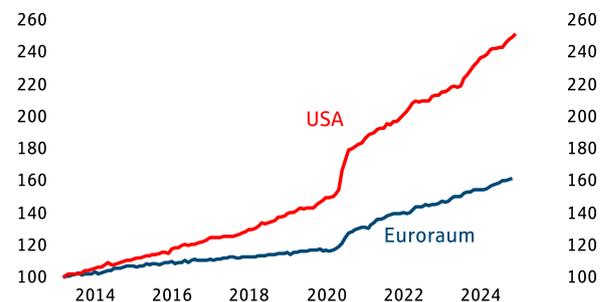
Werden die Renditen 2025 sinken und damit höhere Erträge ermöglichen? Zumindest in der ersten Jahreshälfte stehen die Chancen dafür nicht schlecht. Erfahrungsgemäß stellt sich in einem Zinssenkungszyklus ein eher **positives Umfeld** für Rentenpapiere ein. Bundrenditen im Bereich der **2 %-Marke** sind durchaus in Reichweite – allerdings nur, wenn die **Vorgaben aus den USA** dies zulassen. Hier sind vor allem die **unsicheren Inflationsaussichten** unter der neuen Administration als Risiko einzustufen.

Eine hohe **Staatsverschuldung**, die Gefahr steigender **Zölle**, und eine in Frage gestellte **geldpolitische Unabhängigkeit** der Fed haben das Potenzial, die Risikoaufschläge vor allem bei längeren Laufzeiten nach oben zu treiben. In so einem Umfeld dürfe die Rendite 10-jähriger **US-Treasuries** im Jahresverlauf eher über als unter der **4 %-Marke** liegen. Vor allem in den USA muss daher phasenweise mit starken Renditeschwankungen gerechnet werden.

Auch im **Euroraum** waren die Staatsausgaben im Zuge der Pandemie deutlich gestiegen. Sie wurden seither nicht eingedämmt. Deutschland sticht mit seiner **Schuldenbremse** im Defizitvergleich zwar positiv hervor, aber auch hier könnten politische Veränderungen die Erwartungen in Richtung **höherer Staatsverschuldung** und damit steigender Emissionstätigkeit lenken. Auf die **EZB** sollte man nach dem Inflationsschock besser nicht setzen. Die Euro-Notenbanken haben den Anteil ihrer Bestände an allen umlaufenden Euro-Staatsanleihen seit Mitte 2022 bereits von 42 % auf 33 % reduziert und die Wiederanlage der Tilgungsbeträge aus dem Pandemieankaufprogramm (**PEPP**) wird Ende 2024 eingestellt.

### Anleihen suchen Käufer

Volumen umlaufender Staatsanleihen, 1.1.2013 = 100



Quellen: LSEG, Helaba Research & Advisory

### Normalsierung der Zinskurven

Im Herbst hat sich die Inversion der **Zinsstrukturkurve** weitgehend aufgelöst. Der 10/2-Spread (Rendite 10-jähriger minus 2-jähriger Anleihen) diesseits und jenseits des Atlantiks ist fast zeitgleich in den positiven, **normalen** Bereich zurückgekehrt. In rund 40 der letzten 50 Jahre war der 10/2-Spread bei Bundesanleihen positiv. Unterstützung dürfte im Jahresverlauf auch von den **verbesserten Konjunkturaussichten** hierzulande kommen.

In unserem Basisszenario liegt die Rendite **10-jähriger Bundesanleihen** Ende 2025 bei **2,5 %**. Dieses Niveau dürfte in der ersten Jahreshälfte auch aufgrund noch schwacher Konjunkturdaten und zunehmender Zinssenkungsfantasie unterschritten werden. Zeitweise günstige Vorgaben sind vom US-Rentenmarkt zu erwarten. Die Rendite 10-jähriger **US-Treasuries** dürfte gegen Jahresende **deutlich über 4 %** notieren.

%	Q1/25	Q2/25	Q3/25	Q4/25
10j. Bundesanleihen	2,20	2,20	2,30	2,50
10j. US-Treasuries	4,30	4,30	4,40	4,50

Quelle: Helaba Research & Advisory



## Aktien: Längst nicht out of fashion

Für Aktienanleger war 2024 trotz mannigfaltiger Herausforderungen bislang überdurchschnittlich ertragreich. Manches Positive wurde vorweggenommen. Wie viel Kurspotenzial bleibt noch?

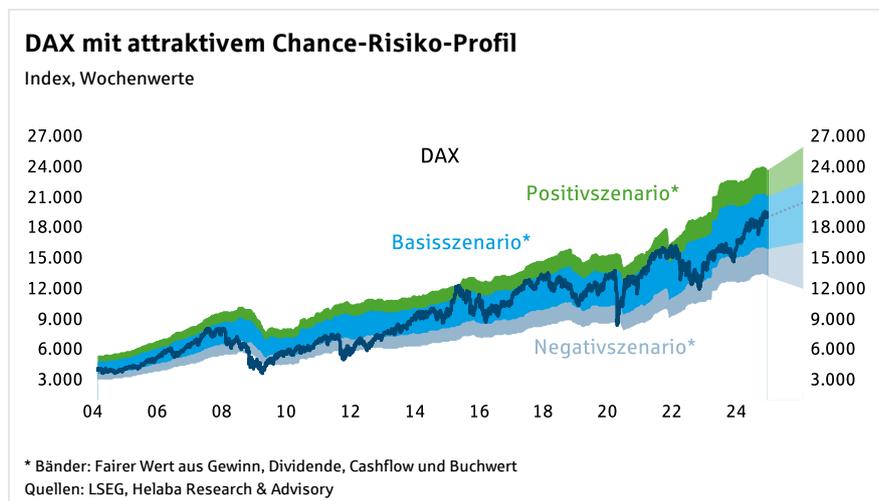
Das zurückliegende Jahr wird aller Voraussicht das zweite in Folge mit überdurchschnittlichen Kurszuwächsen bei Aktien. Unter den vielbeachteten Indizes konnten die US-Börsenbarometer Nasdaq Composite und S&P 500 am kräftigsten zulegen. Chinesische Aktien, die über weite Strecken des Jahres abgeschlagen waren, setzten im Herbst zu einer beeindruckenden Aufholjagd an und ließen unter anderem den japanischen Nikkei 225 und den DAX hinter sich. Weltweit am besten entwickelte sich 2024 der Technologiesektor, der vom **Megatrend „Künstliche Intelligenz“** getragen wurde. Mit deutlichem Abstand folgten Finanzaktien. Das Schlusslicht bildeten Energie und Grundstoffe.

### Notenbanken verleihen Aktien neuen Appeal

Während weltweit die Konjunkturdaten im Jahresverlauf 2024 zwischen positiven und negativen Überraschungen schwankten und damit immer wieder **Wachstumssorgen** oder sogar **Rezessionsängste** heraufbeschworen, fielen die Inflationsraten in den meisten Ländern per saldo niedriger als erwartet aus. Diese Kombination eröffnete vielen Notenbanken den notwendigen Spielraum, um die **Leitzinsen zu senken**. Der Lockerungskurs wird sich 2025 fortsetzen und eine tragende Säule für Aktien darstellen. Allerdings muss der Kursanstieg im Jahresverlauf zusätzlich durch eine anziehende Dynamik bei den Unternehmensgewinnen untermauert werden.

### DAX und Deutschland auf unterschiedlichen Bühnen unterwegs

Besonders ausgeprägt war und ist die **wahrgenommene Unsicherheit** in Deutschland. Der Krieg in der Ukraine, die Herausforderungen durch den klimabedingten Strukturwandel und eine in den letzten Monaten als handlungsschwach empfundene Regierung haben sowohl in der Bevölkerung als auch bei den Unternehmen die **Stimmung gedrückt**. Nach einer Erholung im Frühjahr trübte sich der ifo Geschäftsklimaindex erneut ein. Die vorgezogenen Neuwahlen nach dem Ampel-Aus könnten allerdings bald neue Perspektiven eröffnen.



Die **Binnenkonjunktur** ist für die DAX-Unternehmen allerdings von untergeordneter Bedeutung. Schließlich erzielten diese im Durchschnitt nur noch rund ein Viertel des Umsatzes in Deutschland. Insofern bewegen sich die Unternehmensgewinne trotz heimischer Flaute auf hohem Niveau. In dieser Hinsicht ist die **ausgeprägte internationale Verflechtung** ein Vorteil. Im Hinblick auf anhaltende geopolitische Spannungen und angesichts der von Donald Trump

angedrohten **Strafzölle** kann daraus jedoch schnell auch ein Nachteil werden, zumal die grüne Transformation und der damit verbundene Strukturwandel ohnehin schon den deutschen Unternehmen zu schaffen macht.

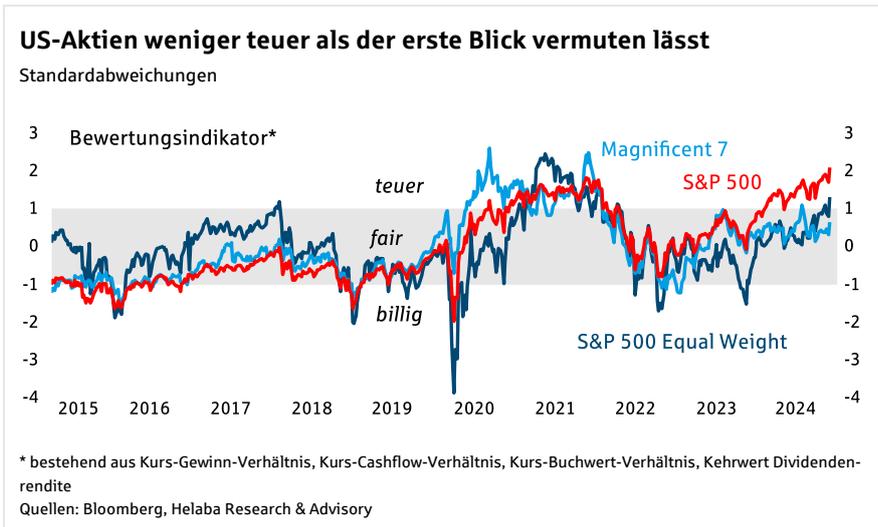
Bislang werden Aktien allerdings weniger von den Wachstumsperspektiven, sondern vielmehr von der Aussicht auf weiter **sinkende Leitzinsen** getragen. Die DAX-Historie in den Zinssenkungsphasen seit 1965 untermauert diese Einschätzung. Lediglich in den Jahren 2001/2003 und 2008/2009 büßte der deutsche Leitindex trotz sinkender Zinsen zum Teil deutlich an Wert ein. Insgesamt betrug die auf das Jahr umgerechnete Performance während Zinssenkungsphasen im Durchschnitt 13 %.

Zwar hat der DAX mittlerweile schon einiges vorweggenommen. Positiv schlägt jedoch die noch immer **moderate Bewertung** zu Buche. Trotz des fortgesetzten Kursanstiegs notiert der DAX komfortabel innerhalb seines fairen Bewertungsbandes, das gegenwärtig zwischen 15.800 und 21.100 Punkten verläuft. Weiter sinkende Leitzinsen würden zusätzliche Bewertungsspielräume eröffnen. Auch sich verbessernde **globale Wachstums- und Gewinnerpektiven** sprechen für moderat steigende Notierungen 2025. Allerdings werden diese aller Voraussicht nach „nur“ durchschnittlich ausfallen. Insofern legt unser **Helaba-BEST-Indikator** nahe, eine Halten-Position einzunehmen. Gegen Jahresende erwarten wir den DAX bei rund 20.500 Punkten.

„Mode ist vergänglich. Stil niemals.“  
Coco Chanel

### US-Aktien im Hochpreissegment angesiedelt

Dass sinkende Leitzinsen allein nicht ausreichen, um nachhaltig höhere Aktiennotierungen zu rechtfertigen, gilt in besonderem Maße für den US-Markt. Schon als die Fed die Zinsen noch erhöhte, weiteten US-Aktien ihre Bewertung aus, was für diese Phase ungewöhnlich ist. Damit erscheint der S&P 500 bereits zu Beginn der Zinssenkungsphase auf den ersten Blick sehr teuer. Allerdings **relativiert sich die hohe Bewertung**, wenn man berücksichtigt, dass dies in erster Linie an den Multiples der im S&P 500 hoch gewichteten sogenannten „Magnificent 7“ liegt. Verglichen mit ihrer eigenen Historie bewegen sich diese allerdings im Normalband. Der gleichgewichtete S&P 500 hat zuletzt den oberen Rand des Normalbandes leicht überschritten. US-Aktien sind damit zwar keine Schnäppchen. Auch wenn die gerade in den Magnificent 7 eingepreiste Al-Fantasie sicherlich erst noch den Realitätscheck bestehen muss, unterscheidet sich die aktuelle Situation aber deutlich von der 2021/2022, als US-Aktien sowohl in der Breite als auch in der Spitze deutlich zu teuer waren.



Ob es Trump in seiner zweiten Amtszeit noch einmal gelingt, durch **Steuersenkungen und Deregulierung** dem Aktienmarkt Schwung zu verleihen, bleibt abzuwarten. Auch birgt das Thema **Strafzölle** nicht unerhebliche Risiken für US-Unternehmen, die stark auf Zulieferungen aus China angewiesen sind. Während seiner ersten Amtszeit war der Slogan „America First“ an den internationalen Aktienmärkten klar erkennbar: Der S&P 500 entwickelte sich deutlich besser als die Börsenbarometer der wichtigsten US-Handelspartner. Damals war die Bewertung des US-Marktes allerdings signifikant niedriger als heute, sodass selbst bei einer wirtschaftsfreundlichen Politik eine derartige **Outperformance nicht wahrscheinlich** ist. Der S&P 500 dürfte bis Jahresende 2025 in den Bereich um 6.400 Punkten vordringen.

### Aktien mehr als ein Accessoire

Nach zwei Jahren mit überdurchschnittlich guter Aktienperformance ist für 2025 nur noch **mit einem moderaten Anstieg der Notierungen zu rechnen**. Insbesondere beim Modethema „Künstliche Intelligenz“ sollte man nicht versuchen, einem verpassten Trend hinterherzulaufen. Für Aktien insgesamt ist es aus unserer Sicht allerdings zu früh, angesichts sinkender Leitzinsen und einer sich 2025 belebenden Industriekonjunktur bereits die Reißleine zu ziehen.

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

Quelle: Helaba Research & Advisory

Markus Reinwand, CFA



## Gold: In den goldenen zwanziger Jahren

**Gold profitiert dank der geldpolitischen Zinswende von EZB und Fed sowie einer geopolitischen Zeitenwende. Das Edelmetall bleibt 2025 durch eine Nachfrageverschiebung gut unterstützt.**

Für Gold geht 2024 als ein Jahr der Preisrekorde in die Geschichte ein. Das Edelmetall hat beinahe wöchentlich historische Allzeithochs geknackt und dürfte mit einer Jahresperformance von in der Spitze über 30 % sowohl in Dollar- als auch in Eurorechnung sogar Aktien in den Schatten stellen. Dabei lässt sich diese Preisrally nicht monokausal auf den eingeläuteten Zinssenkungszyklus von Fed und EZB zurückführen. Vielmehr ist es das Aufeinandertreffen von Zinseuphorie der Anleger und geopolitischer Risikoprämie, die Gold in diesen Höhenrausch versetzt.

*„Keine Nation in der Geschichte hat jemals Fiatgeld überlebt, also Geld, das nicht durch Edelmetalle gedeckt ist.“*

Ronald Reagan, US-Präsident

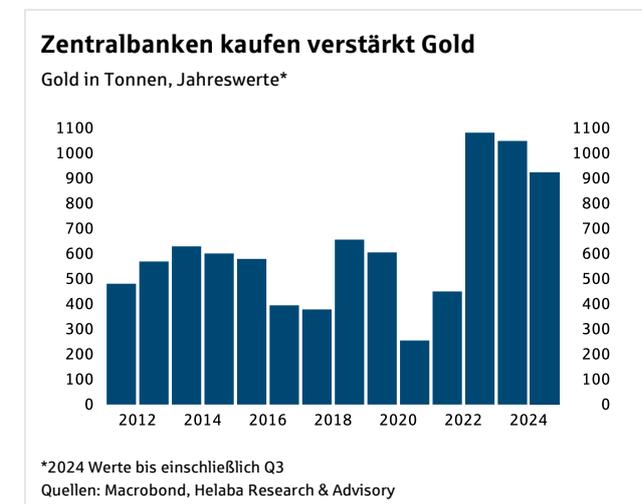
Fundamental betrachtet wird der Goldpreis hauptsächlich von den Zinserwartungen der Anleger bestimmt. Das trifft vor allem auf die Zeiträume einer ausgeglichenen Risikowahrnehmung am Kapitalmarkt zu. Da Gold keine Erträge abwirft, steht es in solchen Fällen in enger Konkurrenz zu sicheren Staatsanleihen. Seit Fed und EZB die geldpolitische

Wende eingeleitet haben, profitiert das Edelmetall von nachlassenden Zinsen bzw. rückläufigen Opportunitätskosten. Gold gewinnt damit an relativer Attraktivität. Das Interesse der Anleger zeigt sich nun wieder in einer anziehenden Goldnachfrage in Deutschland, nachdem diese in den Jahren steigender Leitzinsen stark zurückgegangen war. Das Zinsargument wird 2025 weniger tragen und mit dem Erreichen des neutralen Leitzinsniveaus enden. Gemessen an den Erwartungen der Anleger ist Gold ohnehin überbewertet. Die maßgeblichen Impulse stammen jedoch von einer geopolitischen Risikoprämie.

### Geopolitik befördert strukturelle Nachfrageverschiebung

Geopolitischen Risiken und Unsicherheiten, die in einer neuen Blockbildung zwischen den Industrie- und Schwellenländern zum Ausdruck kommen, verhelfen Gold jenseits der Geldpolitik zu einer steten Nachfrage. Schwellenländer mit hohen Devisenbeständen in US-Dollar oder auch Euro – allen voran China – streben seit Beginn des Krieges gegen die Ukraine nach mehr Unabhängigkeit. Deshalb treten vor allem ihre Notenbanken verstärkt als Käufer auf. Da die Volksrepublik zudem mit wirtschaftlichen Problemen zu kämpfen hat, stoßen die privaten Haushalte als Nachfrager hinzu. Sie leiden unter der Immobilienkrise und schichten aus „Betongold“ um.

Wichtige Nachfrager sind zudem russische und indische Haushalte sowie die türkische Zentralbank. Es dürfte noch lange dauern, bis die BRICS-Länder weltwirtschaftlich eine Währungsalternative zum US-Dollar schaffen. Schon aus diesem Grund dürften sie sich erstmal weiter mit dem Klassiker Gold behelfen, so dass diese strukturelle Nachfrageverschiebung anhält. Gold entwickelt sich damit relativ unabhängig



vom Zinsniveau quasi in Form einer geopolitischen Sicherheitsprämie.

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

Quelle: Helaba Research & Advisory

Insgesamt dürfte das Edelmetall 2025 weitere Rekordmarken erreichen. Solange die Zinssenkungen anhalten und erhöhte geopolitische Risiken bestehen, wird es gefragt sein – fundamental sowie politisch. Die Party dürfte mit dem Ende des Zinssenkungszyklus allmählich auslaufen, Gold bleibt jedoch als sichere Alternative in politisch unsicheren Zeiten en vogue.

Claudia Windt



## Immobilien: Gefallene Stars

**Die Korrektur am deutschen Immobilienmarkt ist beendet, strukturelle Probleme bleiben aber bestehen. Mehr Transaktionen werden die Märkte beleben.**

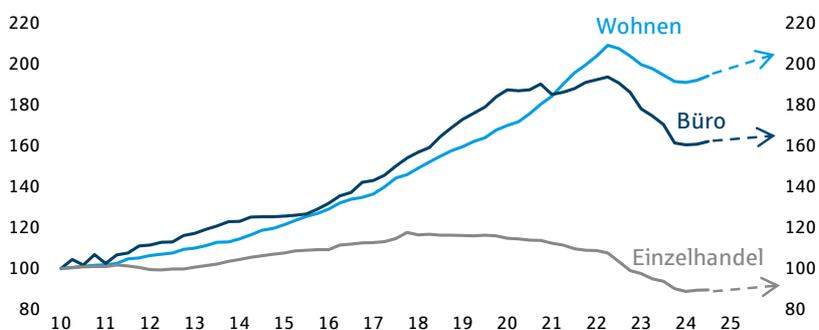
Der deutsche Immobilienmarkt befindet sich nach einem langjährigen Aufschwung und anschließender Korrektur derzeit in der Bodenbildung. Die Entwicklung in den einzelnen Segmenten ist von ihren strukturellen Besonderheiten geprägt. Trotzdem wird in allen Sektoren im nächsten Jahr eine Zunahme der Transaktionen erwartet, da sich die Preisvorstellungen von Anbietern und Nachfragern angenähert haben.

### Knappheiten sorgen für Preissteigerungen am Wohnungsmarkt

Am deutschen Wohnungsmarkt lagen die Preisrückgänge insgesamt in einer Größenordnung von rund 9 % (vdp-Index) bis 13 % (Statistisches Bundesamt). Dabei zeigen beide Datenreihen eine **Trendwende bereits im Jahresverlauf 2024**. Die Korrekturen bei Gebäuden mit niedrigen energetischen Standards fielen viel stärker aus.

#### Besserung in allen Immobiliensegmenten

vdp Immobilienpreisindex Deutschland, Kapitalwerte, Q1 2010 = 100



Quellen: vdp, Helaba Research & Advisory

Ein Großteil des vorangegangenen Preisanstiegs war **fundamental gerechtfertigt**. Denn ein knappes Angebot am Wohnungsmarkt traf auf eine durch Zuwanderung steigende Nachfrage.

Die Zahl der **Wohnungsfertigstellungen** liegt seit Jahren deutlich unter dem Wohnungsbauziel der Regierung von rund 400.000 Einheiten jährlich und dürfte 2025 auf nur noch **rund 220.000 Einheiten** zurückgehen.

Darauf deuten die kräftig gesunkenen Baugenehmigungen sowie Auftragseingänge hin. **Maßnahmen** wie verbesserte Abschreibungsmöglichkeiten und flexiblere Gebäudestandards könnten dazu beitragen, die Baukosten zu senken und Bürokratie abzubauen.

Angesichts der weiter steigenden Bevölkerungszahl und der stark rückläufigen Bautätigkeit wird dies jedoch nicht genügen, um das Wohnungsangebot kurzfristig ausreichend zu erweitern. Kräftig steigende Mieten sind die Folge. Zusätzlich vergrößern Regulierungen wie die **Mietpreisbremse** die **Diskrepanz zwischen Neu- und Bestandsmieten**. Die Knappheit von Wohnraum bremst außerdem die gesamtwirtschaftliche Entwicklung, da sie den **Zuzug** von Arbeitskräften in besonders attraktive Regionen hemmt.

### Erschwinglichkeit von Wohneigentum verbessert sich 2025 nicht weiter

Die **Erschwinglichkeit von Wohneigentum** hat sich 2024 verbessert: Die Hauspreise erreichten ihren Tiefpunkt und die **Reallöhne** nahmen dank kräftiger Lohnerhöhungen und niedrigerer Inflation wieder zu. Die **Baukosten** legten auf erreichtem hohem Niveau nur noch moderat zu und die **Hypothekenzinsen** nahmen durch den von der EZB eingeleiteten Zinssenkungszyklus etwas ab.

Im neuen Jahr ist jedoch mit **keiner weiteren Verbesserung der Erschwinglichkeit** zu rechnen. Die Finanzierungszinsen dürften nur noch wenig sinken und damit nicht in das Niedrigzinsumfeld zurückkehren. Die Reallohnsteigerungen werden wohl etwas geringer ausfallen als im Vorjahr. Ebenso spricht eine Reihe von Gründen dafür, dass 2025 die Hauspreise wieder moderat zunehmen: Neben einer größeren Nachfrage durch die zuvor verbesserte Erschwinglichkeit tragen auch die positive Mietentwicklung, der anhaltende Wohnungsmangel und die leichte konjunkturelle Erholung zu einem **Anstieg der Wohnimmobilienpreise um voraussichtlich rund 4 %** bei.

## Gewerbeimmobilien: Stabilisierung im neuen Jahr

Stärker als im Wohnsegment verlief die Preiskorrektur bei **Büroimmobilien**. Aber auch hier deuten die jüngsten Daten auf eine Beruhigung hin. Objekte in zentraler Lage und guter Qualität bleiben begehrt und verbuchen weiterhin steigende Mieten. Trotz des stabilen Arbeitsmarktes hat sich infolge des mittlerweile etablierten Arbeitens

„Don't be into trends.“

Gianni Versace

im Homeoffice die **Flächennachfrage dauerhaft verringert**. Allerdings wird dies nicht überall zu steigenden Leerständen führen, denn der Wechsel zu flexibleren Arbeitsmodellen vollzieht sich nur allmählich und wird zu einer geringeren Neubauaktivität führen. **Das Angebot an hochwertigen Flächen in guten Lagen bleibt knapp**. So zeigen sich

große Unterschiede in der Entwicklung von Kaufpreisen, Mieten und Leerstandsquoten und zwischen Spitzenobjekten und weniger attraktiven Büroflächen.

Bei **Einzelhandelsimmobilien** sind die Neuvertragsmieten nach Angaben des Pfandbriefverbands vdp bereits seit Ende 2023 leicht gestiegen. Da die Korrektur der Immobilienwerte hier bereits 2018 begann und schon weit fortgeschritten ist, rechnen wir für 2025 mit einer Seitwärtsbewegung auf niedrigem Niveau.

Das Risiko für weitere Abwertungen von Gewerbeimmobilien hat abgenommen. Insbesondere Marktteilnehmer, die zu Spitzenbewertungen finanziert hatten, könnten jedoch durch die deutlich höheren Zinsen noch Probleme bei der Refinanzierung bekommen. Insgesamt dürfte daher die Zahl der Insolvenzen in der Branche erhöht bleiben. Die verbesserten Konjunkturaussichten und die Konsumbelegung im neuen Jahr werden aber eine zentrale Rolle bei der Erholung des Gewerbeimmobilienmarktes spielen.

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

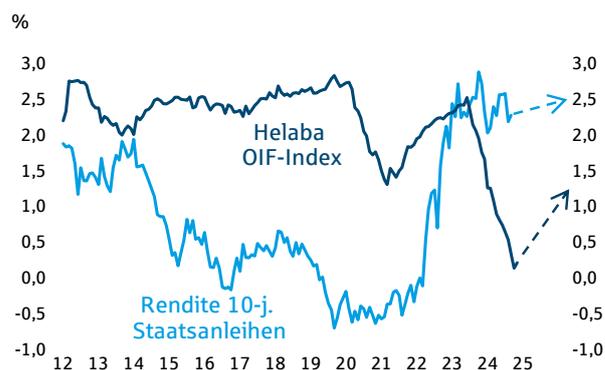
\*offene Immobilienfonds (Jahresrendite); \*\*vdp Preisindizes Deutschland (Jahresdurchschnitt); p=Prognose; Quellen: vdp, LSEG, Helaba Research & Advisory

## Relative Attraktivität offener Immobilienfonds weiterhin gering

Die durchschnittliche **Performance** offener Immobilienpublikumsfonds in Deutschland ist im zurückliegenden Jahr deutlich gefallen und kratzte, gemessen am „Helaba OIF-Index“, zuletzt an der **0 %-Marke**. Der Index bildet die durchschnittliche Wertentwicklung von neun großen Publikumsfonds der vier führenden Anbieter ab. Der durch Abwertungen bei einzelnen Fonds verursachte Rückgang wird sich 2025 voraussichtlich nicht fortsetzen. Dafür sprechen auch die jüngsten Preisdaten aus wichtigen Auslandsmärkten wie Großbritannien und den USA. Die durchschnittliche Performance offener Fonds dürfte **im Jahresverlauf leicht steigen** und zum Jahresende **über 1 % liegen**. Das wäre noch deutlich unter dem langjährigen Durchschnitt von fast 3 % und unter der Rendite der 10-jährigen Bundesanleihe, die wir für Ende 2025 bei rund 2,5 % sehen.

Aufgrund der damit nach wie vor geringen relativen Attraktivität gegenüber festverzinslichen Kapitalanlagen werden die seit über einem Jahr bestehenden **Mittelabflüsse** offener Immobilienfonds 2025 wohl **anhalten**. Auch die Leitzinssenkungen der EZB werden daran wenig ändern, denn die Kapitalmarktzinsen bleiben spürbar höher als die durchschnittlichen Fondsrenditen. Aufgrund der noch hohen **Liquiditätsquoten** und der einjährigen **Kündigungsfrist** gehen wir davon aus, dass die Fonds auch im neuen Jahr die Mittelabflüsse bedienen können. Das verbesserte Marktumfeld mit höheren Transaktionsvolumina wird zusätzliche Handlungsspielräume für Objektverkäufe schaffen.

### Performance offener Fonds verbessert sich



\* Gesamrendite, Durchschnitt von neun großen offenen Immobilienfonds  
Quellen: LSEG, Helaba Research & Advisory

Paul Richter



## Devisen: Trump-Dollar ohne roten Faden

Der US-Dollar könnte stärkeren politischen Einflüssen unterliegen. Während die Marktbewegungen damit wohl zunehmen, dürfte sich der Euro-Dollar-Kurs per saldo gar nicht groß ändern.

Am Devisenmarkt gab es 2024 keine neuen Modewellen. Der Euro-Dollar-Kurs schwankte bis zu den US-Wahlen in einem **Seitwärtsband um 1,10**, in dem einmal die US-, einmal die europäische Währung mehr gefragt war. Dabei zeigte sich das makroökonomische Umfeld unterschiedlich attraktiv: dem robusten US-Wachstum stand eine bislang ausbleibende Belebung in der Eurozone gegenüber. Da aber sowohl Fed als auch EZB ihre Leitzinsen in ähnlichem Ausmaß reduzierten, bewegten sich die Renditedifferenzen – und der Wechselkurs – lange Zeit kaum.

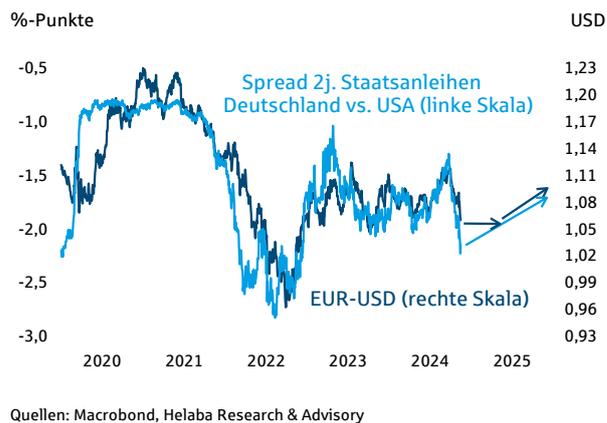
### Trump und der US-Dollar

Für mehr Bewegung könnte der neue US-Präsident Trump sorgen. Die angedrohten **Strafzölle** sollten laut Lehrbuch zu Reaktionen am Devisenmarkt führen, d.h. die betroffenen Länder werten ihre Währung ab und umgekehrt der US-Dollar auf. Es besteht jedoch eine erhebliche Unsicherheit ob, gegen wen, wann und wie hoch solche Zölle eingeführt werden. Zudem ist zu bedenken, dass etwa im zweiten Quartal 2024 die Differenz zwischen dem Leistungsbilanzüberschuss der Eurozone und dem Defizit in den USA so groß ausfiel wie noch nie – **ohne dass dies den Euro-Dollar-Kurs sonderlich bewegte**. Sollte allerdings eine aufgrund der Handelspolitik und anderer Maßnahmen höhere US-Teuerung den Lockerungskurs der Fed maßgeblich dämpfen, würde der Dollar einen Schub bekommen – zumindest zeitweise.

### Vieles hängt an der Geldpolitik

Spekulationen auf andauernde Wachstumsunterschiede und damit dann doch verbundene geldpolitischen Divergenzen könnten die US-Währung temporär beflügeln. Die Aussicht auf eine Konjunkturerholung spricht aber **gegen eine stärkere Lockerung in der Eurozone**. Grundsätzlich werden Fed und EZB die eingeschlagenen Pfade 2025 in ähnlichem Ausmaß fortsetzen. Die Terminmärkte gingen im Herbst von weniger Fed-Lockerungen aus. Sollte sich dies nicht bewahrheiten, dürfte der US-Renditevorteil wieder schrumpfen und der Euro-Dollar-Kurs leicht zulegen.

### US-Renditevorteil wird leicht nachgeben



Donald Trump möchte zwar die Führungsposition der US-Währung bewahren, beklagt gleichwohl ihre Stärke. Tatsächlich notiert der **Dollar** gemäß Kaufkraftparitäten oder realer Wechselkursindizes **auf sehr hohem Niveau**. Dies spiegelt das US-Handelsdefizit ohne Erdölprodukte wider. Ob die Zölle daran viel ändern können, ist fraglich. Eine Dollar-Aufwertung würde in Trumps Sinne kontraproduktiv wirken und ihm kaum gefallen. Für eine US-Regierung ist es mit Hilfe von Devisenmarktinterventionen wenig erfolgsversprechend, die eigene Währung zu schwächen. Die Notenbank kann sehr wohl Einfluss nehmen, sie ist jedoch unabhängig. Allerdings nominert der Präsident die Mitglieder des Direktoriums, wobei die Zustimmung im Senat erforderlich ist. So ganz im politischen Vakuum agiert die Fed also nicht. Die **Verschuldungspolitik der USA** („Zwillingsdefizite“) birgt im Prinzip ebenso Risiken für den Dollar. Die Weltleitwährung scheint jedoch bislang dagegen immun zu sein. In Trumps erster Amtszeit neigte der Greenback insgesamt nicht zur Stärke.

*„So we have a big currency problem because the depth of the currency now in terms of strong dollar/weak yen, weak yuan, is massive.“*

Donald Trump

Auf den Dollar wirken 2025 also unterschiedliche Kräfte. Gut möglich, dass die Kursausschläge größer ausfallen und die US-Währung auch zeitweise aufwertet. Wenn letztlich die Geldpolitik auf beiden Seiten des Atlantiks nicht stark divergiert, dürfte der Euro-Dollar-Kurs per saldo Ende 2025 **etwas höher um 1,10** notieren.

### Britisches Pfund weniger sexy

Das Britische Pfund zählte 2024 zu den stärksten Währungen, nicht zuletzt wegen eines sich belebenden Wirtschaftswachstums. Die Bank of England agierte ungeachtet der rückläufigen Inflation bislang zögerlicher als Fed oder EZB, was die britische Währung stützte. Der Kurs der **neuen Labour-Regierung** mit höheren Ausgaben und Steuern bei zeitweise erhöhten Defiziten wird vermutlich keinen sehr großen Einfluss am Devisenmarkt haben. Die Attraktivität der britischen Währung wird damit jedoch kaum gesteigert.

Die Konjunktur bleibt 2025 wohl recht solide, wenngleich sich das Wachstum mit 1,2 % nicht signifikant beschleunigen wird. Der Inflation fehlt 2025 die Entlastung von den Energiepreisen, so dass die Gesamtrate kaum sinkt. Allerdings werden die Kernraten langsamer steigen, vor allem die Dienstleistungspreise, da sich die Lohndynamik abschwächt. Daher sollte die Bereitschaft der **Bank of England für weitere Zinssenkungen** zunehmen. Da dies – anders als bei anderen Notenbanken – nur teilweise eingepreist ist, wird sich der britische Renditevorteil gegenüber dem Euro vermutlich verringern, was das Pfund belasten sollte. Der Euro-Pfund-Kurs dürfte bis Ende 2025 etwas auf 0,85 steigen. Gegenüber dem US-Dollar wird die britische Währung bei knapp 1,30 notieren.

### Schweizer Franken kommt nie ganz aus der Mode

Beim Schweizer Franken tat sich 2024 per saldo wenig. Die zwischenzeitlich markanten **Verluste** gegenüber dem Euro konnte die Schweizer Währung **ausgleichen**. Die Schweizer Notenbank (SNB) begann früher als andere mit ihrem Zinssenkungszyklus. Mittlerweile zog die EZB jedoch nach, was die Kursbewegung erklärt.

Die Schweizer Konjunktur zeigt sich 2025 mit einem Zuwachs von rund 1 % recht solide, auch wenn sie damit anders als im Vorjahr die Eurozone nicht übertrumpft. Die Inflation fällt aber mit knapp 1 % niedriger aus. Daher wird die **SNB** ihren Leitzins von 1,0 % noch weiter senken, jedoch im positiven Bereich bleiben. Gegenüber der Eurozone dürfte der Schweizer Leitzinsnachteil schrumpfen. Da der Kapitalmarkt dies bereits weitgehend eingepreist hat, wird der Franken davon aber wohl kaum profitieren. Gegen Ende 2025 könnte der **Schweizer Renditenachteil sogar wieder zunehmen**. Zudem wird die SNB mit Devisenmarktinterventionen das Aufwertungspotenzial begrenzen. Sofern die Schweizer Währung auch in ihrer Funktion als sicherer Anlagehafen nicht groß gefragt ist, dürfte der Euro-Franken-Kurs bis Ende 2025 etwas steigen, aber **unterhalb der Parität bleiben**.

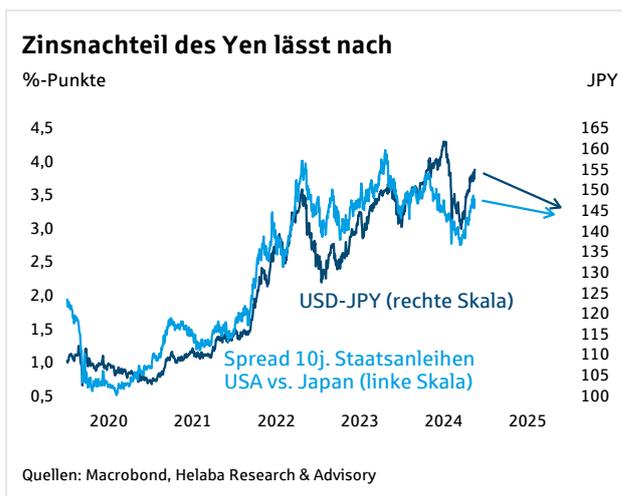
gg. Euro	Q1/25	Q2/25	Q3/25	Q4/25
US-Dollar	1,05	1,05	1,10	1,10
Japanischer Yen	158	155	158	158
Britisches Pfund	0,83	0,83	0,84	0,85
Schweizer Franken	0,93	0,94	0,95	0,96

Quelle: Helaba Research & Advisory

### Liegt der Japanische Yen endlich mal im Trend?

Der Japanische Yen vollzog **2024 eine Achterbahnfahrt**, die er wohl im Minus beenden wird. Die Entwicklung der **internationalen Kapitalmarktrenditen** und damit der Zinsdifferenzen – auch in Verbindung mit Carry Trades – wird die Yen-Kurse weiter prägen.

Das japanische Wirtschaftswachstum wird sich 2025 nach einem enttäuschenden Vorjahr spürbar verbessern. Die Inflation dürfte leicht auf 2,0 % zurückgehen und damit weit weg von alten Deflationsniveaus liegen. Daher kann die **Bank of Japan ihre Geldpolitik normalisieren** und den Leitzins weiter behutsam anheben. Da Fed und EZB den gegenteiligen Weg eingeschlagen haben, wird der japanische Zinsnachteil zurückgehen. Dies sollte sich auch teilweise bei den Kapitalmarktrenditen zeigen und den **Yen begünstigen**, zumal aktuelle Spreads dies schon andeuten. Der Dollar-Yen-Kurs dürfte Ende 2025 bei 144, der Euro-Yen-Kurs bei 158 notieren. Auch Donald Trump würde sich wohl über einen stärkeren Yen freuen.





## Deutschland: Der Aufschwung kommt doch noch

Die steigende Kaufkraft führt 2025 zu mehr privaten Konsumausgaben. Zudem wird die Industrie von einer zunehmenden Auslandsnachfrage gestützt. Strukturprobleme belasten aber weiterhin.

Nach zwei Jahren Stagnation kommt 2025 der **Aufschwung der deutschen Wirtschaft** – wenn auch verspätet. Vor allem die zunehmenden privaten Konsumausgaben werden hierzu beitragen. Während die Verbraucher 2024 die höheren Reallöhne noch vermehrt dazu nutzten, ihre Ersparnisse aufzustocken, werden sie im neuen Jahr wieder mehr konsumieren. Flankiert wird dieser Wachstumsimpuls von der globalen Industrie, die sich 2025 erholen wird – nicht zuletzt aufgrund der weniger restriktiven und teilweise sogar expansiven Geldpolitik. Mit 0,7 % dürfte die deutsche Wirtschaft jedoch **weiterhin weniger dynamisch wachsen als die Eurozone**.

	2024s	2025p	2026p
Bruttoinlandsprodukt, real % gg. Vj.	-0,1	0,6	1,5
BIP, kalenderbereinigt, real % gg. Vj.	-0,1	0,7	1,2
Private Konsumausgaben, % gg. Vj.	0,5	1,0	1,0
Staatskonsum, % gg. Vj.	2,0	1,0	1,0
Bruttoanlageinvestitionen, % gg. Vj.	-3,0	-0,5	1,5
Ausrüstungsinvestitionen, % gg. Vj.	-6,5	-1,5	1,5
Bauinvestitionen, % gg. Vj.	-3,0	-1,0	1,5
Exporte, % gg. Vj.	0,5	2,5	2,0
Importe, % gg. Vj.	-1,0	2,5	2,0
Inflationsrate, % gg. Vj.	2,3	2,1	2,1
Arbeitslosenquote, %	6,0	5,8	5,2
Arbeitslose, Tsd.	2.750	2.650	2.400
Budgetsaldo, % des BIP	-2,0	-1,5	-2,0
Leistungsbilanzsaldo, % des BIP	6,5	6,4	6,7

Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

s=Schätzung, p=Prognose

Ursache für die geringere Dynamik sind die anhaltenden **strukturellen Probleme** Deutschlands. Die **Strompreise sowie die Preise für Erdgas** liegen weiterhin über dem Vorkrisenniveau. Da das Verarbeitende Gewerbe hierzulande einen deutlich höheren Anteil an der Bruttowertschöpfung hat als im Durchschnitt des Währungsraums, leidet die deutsche Konjunktur entsprechend überproportional. Zudem ist der Außenhandel durch den zunehmenden Protektionismus, die geopolitischen Spannungen und die damit einhergehenden Lieferkettenprobleme belastet. Auch dies strapaziert die exportorientierte deutsche Wirtschaft überdurchschnittlich. Das deutsche Wirtschaftsmodell scheint also etwas aus der Mode gekommen zu

sein. Obendrein erschweren **hohe Steuern sowie die Bürokratie** schon seit langer Zeit das Wirtschaftswachstum in sämtlichen Sektoren.

Durch **das Ende der Ampel-Koalition** wird es kurzfristig zu weniger fiskalpolitischen Interventionen kommen. Nach den Neuwahlen steigen jedoch die Chancen auf **umfangreichere Maßnahmen einer neuen Regierung**. Im Hinblick auf die strukturellen Probleme Deutschlands bedarf es grundlegenden Reformen, die unter der bisherigen Bundesregierung nicht mehr zu erwarten waren. So mag das vorzeitige Ampel-Aus zwar kurzfristig für erhöhte Unsicherheit sorgen, es könnte sich aber mittelfristig als positiv für die deutsche Wirtschaft erweisen.

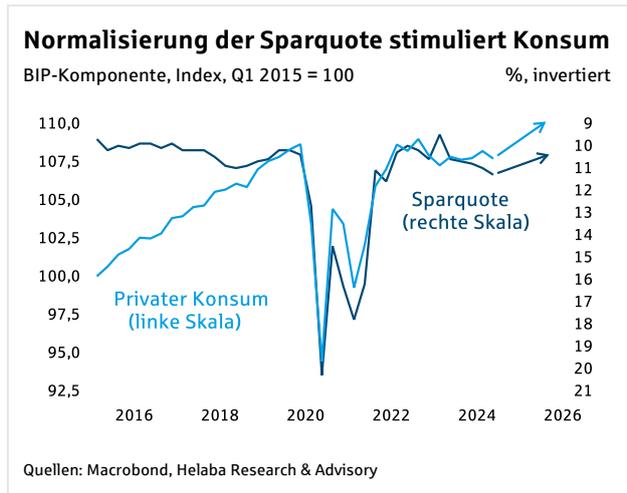
### Wachstumsimpuls durch mehr Konsum

Das Thema Inflation dominierte 2023 und auch 2024 wurde die Inflationsentwicklung genau beobachtet, als die Zinswende im Fokus stand. **Im neuen Jahr dürften die Verbraucherpreise in den Hintergrund rücken**. Denn mit 2,0 % im Oktober ist die deutsche Teuerungsrate am Inflationsziel angekommen. 2025 dürfte es – abgesehen von kleinen Schwankungen – so bleiben. Für das kommende Jahr erwarten wir eine **Inflationsrate von durchschnittlich 2,1 %**.

*War die Inflation bloß eine vorübergehende Modeerscheinung, oder wird sie zum Dauerbrenner?*

Bereits im zurückliegenden Jahr fielen die Lohnerhöhungen höher aus als die Preissteigerungsrate, sodass die realen Einkommen zunahmen. Bisher führte dies jedoch nicht zu deutlich zunehmenden privaten Konsumausgaben. Stattdessen war zu beobachten, wie die Verbraucher diese Einnahmen nutzten, um vermehrt zu sparen. 2025 dürfte sich das Wachstum der Reallöhne fortsetzen und mit einer **Normalisierung der Sparquote** sollte dies zu **höheren privaten Konsumausgaben** führen.

Außerdem ist die Zahl der Beschäftigten weiterhin auf einem sehr hohen Niveau und in Folge einer konjunkturellen Belebung wird auch die **Arbeitslosigkeit wieder etwas abnehmen**, sodass die aggregierte Kaufkraft nicht nur durch die höheren Löhne stimuliert wird, sondern auch durch die wachsende Zahl der Lohnempfänger.



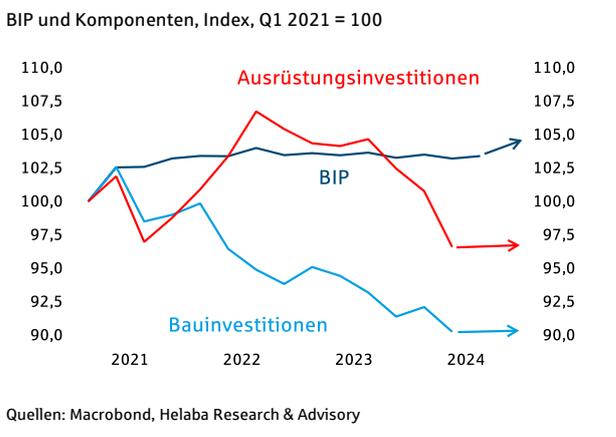
Jedoch ist zu erwarten, dass die **real verfügbaren Einkommen** 2025 weniger stark steigen werden als noch 2024. Die kräftigsten Tariflohnerhöhungen kamen bereits und es wird auch keine Inflationsausgleichsprämien mehr geben. Die Renten werden am 1. Juli 2025 um rund 3,5 % erhöht – 2024 waren es noch 4,6 %. Zudem erhöhen sich die Sozialversicherungsbeiträge. Der Zusatzbeitrag der Krankenkassen soll um durchschnittlich 0,8 Prozentpunkte und der Pflegeversicherungsbeitrag voraussichtlich um 0,2 Prozentpunkte steigen – Arbeitnehmer und Arbeitgeber tragen davon jeweils die Hälfte. Besserverdiener werden zudem bei allen vier Sozialversicherungen durch höhere Beitragsbemessungsgrenzen belastet. Zwar soll bei der Einkommensteuer der Grundfreibetrag erhöht werden, doch für die meisten

Deutschen wird der Anstieg der Sozialabgaben die Reduzierung der Einkommenssteuer überkompensieren. Somit dürfte die Konsumlaune der Verbraucher zwar an Fahrt aufnehmen, die **zunehmende Abgabenlast** jedoch für etwas **Gegenwind** sorgen. Wir erwarten für 2025 nur einen Anstieg des privaten Konsums von 1 %.

**Allmähliche Erholung des Industriezyklus**

Nicht nur die zunehmende inländische Konsumnachfrage stimuliert das Verarbeitende Gewerbe, auch die erwartete Belebung des globalen Industriezyklus dürfte die Auftragslage der deutschen Industrie verbessern. Außerdem liegen die Finanzierungskosten für Unternehmen aktuell auf einem niedrigeren Niveau als noch vor zwölf Monaten. Die Zinswende sollte allerdings bereits größtenteils eingepreist sein, sodass die Zinsen für Unternehmen – insbesondere bei langen Laufzeiten – nicht noch deutlich weiter sinken dürften. Diese Faktoren sollten dafür sorgen, dass sich die **Ausrüstungsinvestitionen 2025 stabilisieren**. Nachdem der starke Rückgang der Ausrüstungsinvestitionen 2024 das BIP-Wachstum ausbremste, dürfte dies also 2025 nicht mehr der Fall sein.

**Zu wenig Investitionen**



**Die Baukrise hat ihren Tiefpunkt durchschritten**

Seit 2021 waren die Bauinvestitionen rückläufig. Im zurückliegenden Jahr sollte die **Baukrise** jedoch den **Tiefpunkt erreicht** haben. Die Hypothekenzinsen sind nach ihrem Hochpunkt im November 2023 etwas zurückgegangen. Dies verbessert die Finanzierungssituation für die Investoren, doch eine Rückkehr zum Niedrigzinsniveau wird es nicht geben. Auch die Bauinvestitionen werden nächstes Jahr zwar nicht zum Zugpferd der Wirtschaft, doch sie werden das Wachstum immerhin kaum noch belasten.

**Auslandsnachfrage nimmt zu**

Während die realen Ex- und Importe zuletzt nicht für Wachstumsimpulse sorgten, dürfte sich dies 2025 ändern. Angetrieben von einer sich erholenden globalen Industriekonjunktur sollte die Auslandsnachfrage steigen, wodurch auch die deutschen Exporte wieder wachsen würden. Obwohl der unter US-Präsident Trump zu erwartende verstärkte Protektionismus diese Entwicklung dämpfen könnte, gehen wir von einem **Wachstumsbeitrag des Außenhandels** aus.

Simon Azarbayjani



## USA: Donald Trump kehrt zurück – mehr Bangen als Hoffen?

Setzt sich unter dem neuen Präsidenten die Outperformance der US-Wirtschaft fort oder wird es 2025 – vielleicht sogar wegen des Ausgangs der Wahlen – Zeit für Schlechtwetterkleidung?

Bis jetzt **läuft es in der US-Wirtschaft**. Weder der Inflationsschub 2021/2022 noch die darauffolgende drastische Straffung der Geldpolitik konnten die Konjunktur ausbremsen. Die US-Wirtschaft wuchs 2023 um fast 3 %, 2024 wird mit 2,8 % ein ähnlicher Wert erreicht – und dies, während China mit einer langen Schwächephase kämpft und Deutschland, die größte Volkswirtschaft in Europa, seit Jahren praktisch stagniert. Die USA scheinen davon nicht groß belastet zu werden.

Die Ursachen dieser positiven Entwicklung zu identifizieren ist wichtig, um die Frage zu beantworten: **Kann es 2025 so weitergehen?** Das wird kontrovers diskutiert. Die Fiskalpolitik, die 2023 massiv angeschoben hatte, entfiel schon 2024 weitgehend als positiver Faktor. Für die nächsten Jahre zeichnet sich keine Konsolidierung ab – im Gegenteil. Allerdings flauen die ökonomischen Nachwirkungen der Pandemie und der politischen Reaktion darauf langsam ab. Aufwärtsrevisionen der Haushaltseinkommen und der privaten Sparquote erklären zumindest teilweise die überraschend robuste Entwicklung des Konsums. Die vorher aufgehäufte „**Überschussersparnis**“ der Haushalte wird offenbar auch Ende 2024 noch immer nicht ganz aufgebraucht sein.

Der **Wohnungsmarkt** hat sich stabilisiert. Die Preise steigen landesweit wieder. Im Jahresschnitt 2024 nahmen die realen Wohnungsbauinvestitionen trotz der im Vergleich zu den Vorjahren hohen Hypothekenzinsen nach Rückgängen 2022 und 2023 wieder zu. Dies stützt die Konsumneigung der Haushalte. 2025 wird beim Bau voraussichtlich erneut ein Plus zu Buche stehen.

Daneben war auch der **starke Arbeitsmarkt** ein wichtiger Treiber des privaten Konsums. Zwar ist die Arbeitslosenquote mit zuletzt gut 4 % etwa einen halben Prozentpunkt höher als auf dem Tief Mitte 2023. Der Anstieg ist aber nicht auf Entlassungen zurückzuführen, sondern vor allem auf die kräftige Zuwanderung: Seit Anfang 2023 ist die Zahl der Personen im erwerbsfähigen Alter um fast 3 Mio. gestiegen. Der Stellenaufbau schwächt sich graduell ab – überraschte aber bis zuletzt immer wieder positiv. Ein Einbruch 2025 scheint unwahrscheinlich.

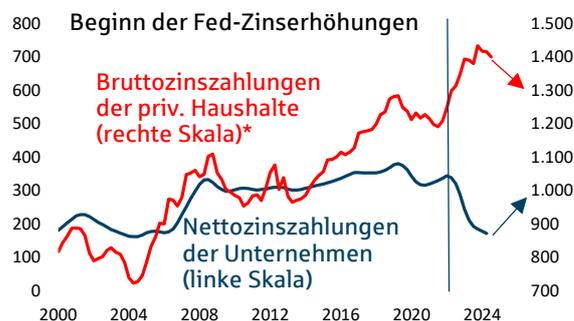
### Impulse von der Geld- und Fiskalpolitik

Dies gilt unter anderem, weil die im Spätsommer 2024 begonnene geldpolitische Lockerung der Fed die Konjunktur unterstützen wird. Zwar prognostizieren wir, dass die Notenbank den Leitzins 2025 wegen überschaubaren Rezessionsrisiken nur auf ein „neutrales“ Niveau absenkt. Dennoch wird die Federal Funds Rate im Jahresdurchschnitt voraussichtlich fast 150 Basispunkte niedriger sein als 2024. Auch ohne zu einem klaren Rückenwind zu werden, hilft der Konjunktur schon der **Wegfall des geldpolitischen Gegenwinds**. Wegen der Zeitverzögerung, mit der die Notenbankpolitik die Realwirtschaft beeinflusst, wird dieser Effekt im Jahresverlauf 2025 zunehmen.

Als **Gegenposten** ist allerdings zu verbuchen, dass eine in diesem Zyklus sehr spezielle Konstellation – hohe Liquiditätsbestände bei vielen **Unternehmen**, die kurzfristig angelegt sind, und in der Niedrigzinsphase emittierte längerfristige Schulden – die negativen Auswirkungen der vergangenen Leitzinserhöhungen zum Teil stark verzögern dürfte. Angesichts einer durchschnittlichen Laufzeit von drei bis fünf Jahren beim Gros der Unternehmensschulden wird dieser Effekt den positiven Impuls der nun fallenden Leitzinsen 2025/2026 voraussichtlich teilweise kompensieren.

### Sektoral unterschiedliche Wirkung der Geldpolitik

Mrd. US-Dollar (Jahresrate)



\*Ohne Hypothekenzinsen. Haushalte sind Nettoempfänger von Zinseinkommen.  
Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Die **Fiskalpolitik** schob laut IWF-Schätzung 2024 die Konjunktur kaum an. Das gesamtstaatliche Defizit lag bei enormen 7,6 % am BIP, aber per saldo gab der Staat wenig zusätzliche Impulse. Auf Basis der aktuellen Gesetzeslage wird sich daran 2025 wenig ändern. Allerdings zeichnen sich **politische Vorstöße der kommenden Regierung** ab in Richtung eines höheren Defizits und damit eines noch stärkeren Anstiegs der Verschuldung. Die laut geltendem Recht Ende 2025 auslaufenden Steuersenkungen Donald Trumps von 2017 dürften wohl größtenteils verlängert werden. Im Wahlkampf hat Trump weitergehende Entlastungen der Haushalte und Unternehmen angekündigt, die zu zusätzlichen Schulden führen würden. Mittelfristig ist angesichts eines fehlenden legislativen Korrektivs im Kongress sogar denkbar, dass man die **Belastbarkeit der Finanzmärkte** austestet: Wie viel fiskalpolitische Zügellosigkeit kann sich die US-Regierung leisten, bevor es zu nennenswerten Risikoaufschlägen kommt?

*„To me the most beautiful word in the dictionary is tariff. It's my favourite word.“*

Donald Trump

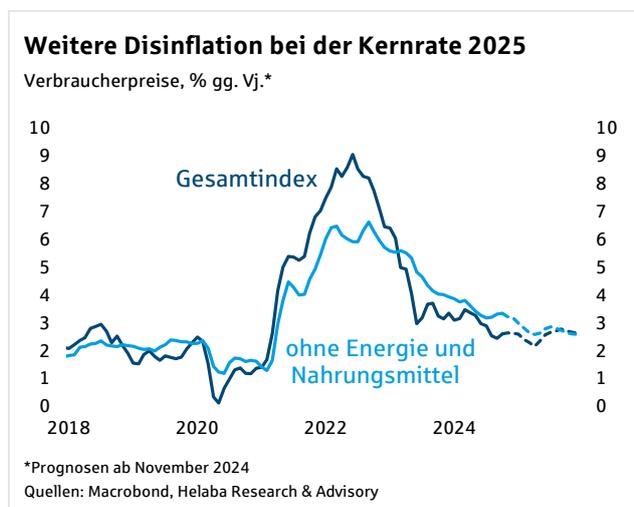
Unter dem Strich rechnen wir für 2025 mit einem Anstieg des realen Bruttoinlandsproduktes um 2,2 %, nach geschätzten 2,8 % für 2024. Dabei dürfte das **Wachstum** auf Quartalsbasis zunächst **unter oder auf den Trend** fallen,

bevor es im weiteren Jahresverlauf wieder anzieht. Aussichten auf Unternehmenssteuersenkungen werden die Investitionen stützen. Eine Quelle von Unsicherheit für die Wachstumsprognose ist aber die geopolitische Lage, von der wir eher dämpfende konjunkturelle Effekte, insbesondere auf die Investitionstätigkeit, erwarten.

### Wie viel Handelsstreit bringt 2025?

Im Vordergrund steht dabei das Verhältnis zu **China**, vor allem, aber nicht nur, was den **Technologietransfer** und die **Handelspolitik** angeht. Während die angedrohten Zölle gegen den Rest der Welt letztlich Verhandlungsmasse für „Deals“ sein könnten, sind **neue Handelsrestriktionen gegenüber China** absehbar. Hier geht es mehr um das wann und wie viel als um das ob. Ob der Zollsatz auf chinesische Importe wirklich auf 60 % angehoben wird, bleibt abzuwarten. Unsicher ist auch, wie China reagieren wird und inwieweit der 2020 unterbrochene Zollkrieg wieder

aufflammt. Schon damals litten neben China auch US-Unternehmen und Verbraucher unter den Handelsstreitigkeiten.



### Inflation: Beruhigung mit Aufwärtsrisiken

Der **Disinflationsprozess** hat sich 2024 vor allem bei der Gesamtrate erwartungsgemäß **verlangsamt**. Die Teuerung folgt 2025 wohl weiter der Tendenz der vergangenen zwölf Monate. Während sich die Gesamtrate bei rund 2 ½ % **weitgehend seitwärts** bewegen sollte, dürfte die Kernrate von immer noch gut 3 % Ende 2024 im Jahresverlauf auf etwa 2 ½ % zurückgehen. Beim für die Fed im Vordergrund stehenden Inflationsindikator PCE wird damit wohl das **Kriterium der Preisniveaustabilität 2025 erfüllt**.

Allerdings bestehen für diese Prognose **politische Aufwärtsrisiken**. Wir haben in unserem Basisszenario eine **geringere Zuwanderung** in den US-Arbeitsmarkt unterstellt, aber keine Massendeportationen. Der Lohndruck dürfte dadurch leicht zunehmen. Auch bei den **Zöllen**, die direkt über die Preise importierter Güter den Verbraucherpreisindex beeinflussen, sind ungünstigere Varianten denkbar als die von uns unterstellte. Modellrechnungen zeigen bei einer aggressiveren Zollpolitik eine um ein bis zwei Prozentpunkte höhere Teuerung.

		2023	2024s	2025p	2026p
BIP, real	% gg. Vj.	2,9	2,8	2,2	2,0
Inflationsrate	% gg. Vj.	4,1	2,9	2,5	2,5
Arbeitslosenquote	%	3,7	4,0	4,1	3,7
Budgetsaldo*	% des BIP	-6,5	-6,5	-6,0	-7,0

\*Bundesebene inkl. Sozialversicherungen  
Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Patrick Franke



## China: Geopolitisches Gerangel, heimische Reparaturarbeiten

Nach einer konjunkturellen Durststrecke richten sich die Hoffnungen auf neue Stimulusimpulse der Regierung. Kann Xi Jinping liefern? Eskaliert der Streit mit den USA?

In dem klassischen Roman „Die Reise in den Westen“ begehrt ein Charakter die wertvolle Robe des Protagonisten und versucht, sie unter Missachtung des Gastrechts zu stehlen. Die Episode endet in einer Feuerkatastrophe und mit dem Tod des gescheiterten Diebes, was als **Gleichnis gegen Neid, Habgier und Eitelkeit** gilt.

Die Diskussion, in welchem Umfang das aktuelle Streben Chinas nach politischer, ökonomischer und technologischer Dominanz einen **angemessenen historischen Aufholprozess** darstellt und inwieweit es sich dabei um **nationalistisches Machtstreben** handelt, wird noch lange andauern. Die Zeiten, in denen die westlichen Staaten Industriespionage und Hackerangriffe erduldeten und die Abwanderung von Produktion nach China vollständig „den Marktkräften“ zugeschrieben, sind jedenfalls wohl dauerhaft vorbei. Insofern ist es nur eine Frage, **wie schnell und deutlich** sich der Konflikt 2025 weiter zuspitzen wird.

„Die Vereinigten Staaten sind die größte Bedrohung für die Entwicklung und Sicherheit unseres Landes.“

Xi Jinping

Mit der Rückkehr Donald Trumps ins Weiße Haus im Januar 2025 steht eine **neue Runde** im seit Anfang 2020 weitgehend ruhenden **Handelskrieg** USA gegen China an. Höhere US-Zölle für chinesische Produkte und Gegenmaßnahmen Chinas sind sehr wahrscheinlich. Dies wird die exportorientierten Industrien belasten – und macht eine Lösung der Nachfrageschwäche im Inland umso drängender.

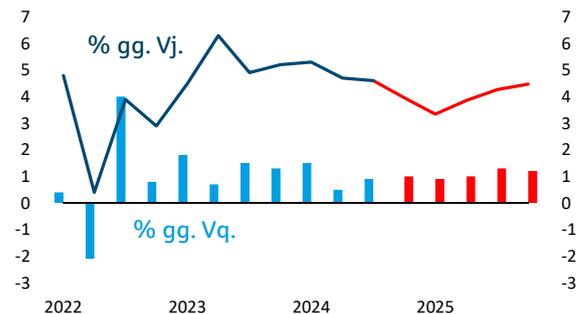
### Schwierig, aber einfacher zu lösen: binnenwirtschaftliche Probleme

Neben den außenwirtschaftlichen Konflikten kämpft China nämlich weiter mit einer **Krise am Immobilienmarkt**, die die Bauinvestitionen lähmt und den privaten Konsum schwer belastet. Aus unserer Sicht sind die Chancen gut, dass es der Regierung gelingt, diese Krise einzudämmen. Allerdings werden sich die zahlreichen strukturellen und konjunkturellen Schwierigkeiten nicht in Wohlgefallen auflösen, was die Dynamik bremsen sollte.

Unter dem Strich dürfte sich das **Wachstum Chinas 2025 stabilisieren**, wobei die Zahlen unterschiedliche Botschaften senden werden. Zwar wird der Jahresdurchschnitt mit 4,0 % niedriger sein als 2024 (4,5 %), aber von der Quartalsdynamik her sollte die Schwächephase des Sommerhalbjahres 2024 klar übertroffen werden. Die Vorjahresrate wird voraussichtlich zunächst fallen, bevor sie im Jahresverlauf wieder anzieht.

#### Konjunktur fängt sich 2025

Reales Bruttoinlandsprodukt\*



\*Prognosen ab Q4 2024

Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

### Notenbank kann weiter Gas geben

Auch wenn viel über die angebliche Deflation in China geschrieben wird, ist der korrekte Begriff für die aktuelle Lage dort wohl eher „**Preisniveaustabilität**“ – zumindest auf der Konsumentenebene. Der Verbraucherpreisindex sollte 2025 mit 1,2 % etwas stärker zulegen als 2024, wenn sich die Binnennachfrage graduell belebt. Die Inflation wird aber bis auf Weiteres keine Argumente gegen einen zusätzlichen geldpolitischen Stimulus liefern.

		2023	2024s	2025p	2026p
BIP, real	% gg. Vj.	5,1	4,5	4,0	4,0
Inflationsrate	% gg. Vj.	0,2	0,4	1,2	2,0
Arbeitslosenquote*	%	5,2	5,2	5,0	4,9
Budgetsaldo	% des BIP	-6,9	-7,4	-7,8	-7,8

\*\*Surveyed". Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Patrick Franke



## Prognosetabelle: BIP und Inflation

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

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

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

Quellen: Macrobond, LSEG, Helaba Research & Advisory



## Kapitalmarktprognosen

	Veränderung seit Jahresultimo	aktueller Stand*	Helaba-Prognosen			
			Q1/2025	Q2/2025	Q3/2025	Q4/2025
<b>Zinsen</b>	Basispunkte	%				
EZB Refi-Satz	-110	3,40	2,65	2,15	2,15	2,15
EZB Einlagenzins	-75	3,25	2,50	2,00	2,00	2,00
Tagesgeldsatz €STR	-72	3,16	2,45	2,00	2,00	2,00
3M Euribor	-89	3,02	2,30	2,00	2,00	2,00
6M Euribor	-108	2,78	2,20	2,05	2,05	2,05
2j. Bundesanleihen	-24	2,17	2,00	2,00	2,10	2,10
5j. Bundesanleihen	27	2,22	2,05	2,05	2,15	2,30
10j. Bundesanleihen	37	2,39	2,20	2,20	2,30	2,50
2j. Swapsatz	-53	2,27	2,10	2,10	2,20	2,20
5j. Swapsatz	-14	2,29	2,20	2,20	2,30	2,45
10j. Swapsatz	-14	2,35	2,30	2,30	2,40	2,60
20j. Swapsatz	-18	2,34	2,05	2,05	2,15	2,35
30j. Swapsatz	-23	2,11	2,05	2,05	2,15	2,35
Fed Funds Target Rate	-75	4,63	3,88	3,63	3,63	3,63
10j. US-Treasuries	57	4,45	4,30	4,30	4,40	4,50
<b>Aktien</b>	Landeswährung, %					
DAX	13,4	19.003	19.750	20.000	20.250	20.500
Euro Stoxx 50	4,8	4.740	4.900	4.950	5.000	5.050
Dow Jones	16,6	43.958	45.400	45.800	46.200	46.500
S&P 500	25,5	5.985	6.250	6.300	6.350	6.400
Nikkei 225	15,7	38.722	39.900	40.300	40.700	41.000
<b>Gold und Brentöl</b>	%					
Gold €/Unze	30,3	2.436	2.571	2.571	2.545	2.545
Gold \$/Unze	24,7	2.573	2.700	2.700	2.800	2.800
Brentöl \$/Barrel	-6,2	72	80	82	82	83
<b>Devisen</b>	jeweils gg. Euro, %	jeweils gg. Euro				
US-Dollar	4,5	1,06	1,05	1,05	1,10	1,10
Japanischer Yen	-5,2	164	158	155	158	158
Britisches Pfund	4,3	0,83	0,83	0,83	0,84	0,85
Schweizer Franken	-0,8	0,94	0,93	0,94	0,95	0,96

\* 13.11.2024

Quellen: Bloomberg, Helaba Research &amp; Advisory

## Wir sind für Sie da:

### Themengebiete

Chefvolkswirtin/  
Head of Research & Advisory  
Rentenstrategie  
Aktienstrategie  
Devisen  
Gold  
Immobilien  
Deutschland  
USA, China, Szenarien

### Autoren/-innen

Autoren/-innen	Durchwahl 069/9132-
Dr. Gertrud R. Traud	20 24
Ulf Krauss	47 28
Markus Reinwand, CFA	47 23
Christian Apelt, CFA	47 26
Claudia Windt	25 00
Paul Richter	79 58
Simon Azarbayjani	79 76
Patrick Franke	47 38

## Herausgeber und Redaktion

Helaba Research & Advisory

Redaktion:

Dr. Stefan Mitropoulos  
Susanne Eulenkamp

Verantwortlich:

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

Neue Mainzer Str. 52-58  
60311 Frankfurt am Main  
Tel. 0 69/91 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/>

## Bildquellen

Titelbild, S. 1: © Shutterstock.com  
Editorial, S. 3 und 4: © Jan Ole Helmbold; © Shutterstock.com  
Basisszenario, S. 5: © Shutterstock.com