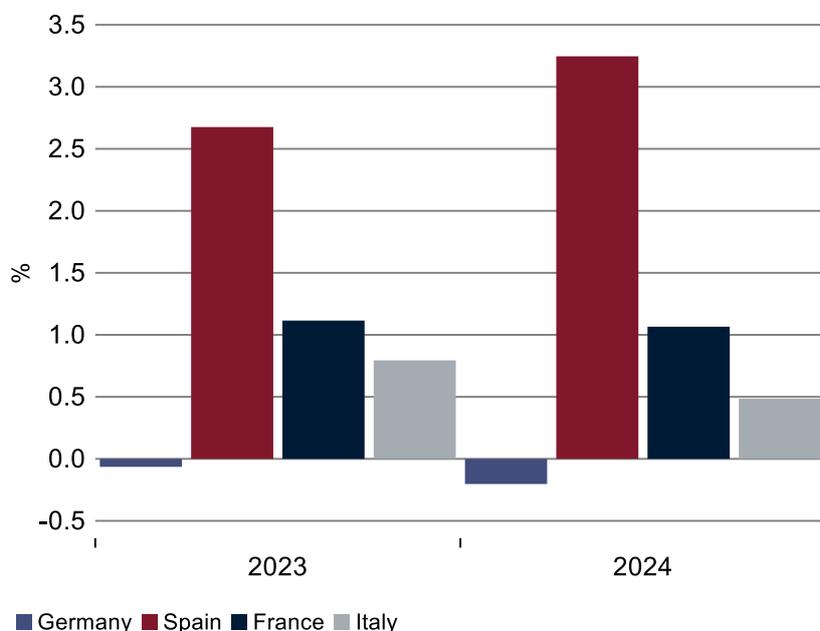


# Wochenbarometer

## CHART DER WOCHE

## Wachstum 2024 – Deutschland enttäuscht

### GDP Euro-4 Countries



Source: Macrobond, HCOB Economics, German Federal Statistical Office (Statistisches Bundesamt), Spanish National Statistics Institute (INE), French National Institute of Statistics & Economic Studies (INSEE), Italian National Institute of Statistics (Istat)

In dieser Woche sind die Wachstumswahlen für das vierte Quartal in Deutschland, Frankreich, Italien und Spanien erschienen. Die Unterschiede zwischen den großen Euro-Ländern sind durchaus ausgeprägt. Spanien konnte 2024 mit 3,3 % YoY als einziges der Länder ordentliches Wachstum verzeichnen. Neben dem Tourismusboom, aber auch starker Performance in anderen Dienstleistungssektoren wie in den Bereichen Handel und Informations- und Telekommunikationstechnologie trägt der starke private Konsum zum Wachstum bei. Hinzu kommt ein für spanische Verhältnisse starker Arbeitsmarkt. Das Wachstum in Italien und Frankreich fällt mit 0,5 % respektive 1,1 % eher verhalten aus. Italien kämpft mit strukturellen Problemen und befindet sich ebenso wie Deutschland in einer ausgeprägten

Industrierezession. In Frankreich herrscht aufgrund der festgefahrenen politischen Situation enorme Unsicherheit, die sich auf die Entscheidungsträger in der Wirtschaft überträgt. Und Deutschland schneidet mit -0,2 % am schlechtesten ab. Wir erwarten für 2025 optimistische 0,7 % Wachstum hierzulande und erhoffen uns dabei einen Auftrieb durch die Bundestagswahl, aus der hoffentlich ein Konjunkturprogramm hervorgeht, das wieder für Aufbruchsstimmung sorgt und Unsicherheiten abbaut. Inwiefern die neuen (oder alten) politischen Entscheidungsträger das umsetzen werden können, bleibt abzuwarten.

Jonas Feldhusen  
Junior Economist

## Inhalt

### Seite 1

Chart der Woche  
Wachstum 2024 –  
Deutschland  
enttäuscht

### Seite 2

Wochenkommentar  
Das KI-Rennen ist  
wieder offen

### Seite 4

Rentenmärkte  
Fed auf  
Kollisionskurs mit  
Trump

### Seite 6

Devisenmarkt  
On Hold

### Seite 8

Blick in die kommende  
Woche, Aktuelle  
Zahlen, Prognosen

### Seite 11

Impressum

## DER WOCHENKOMMENTAR

# Das KI-Rennen ist wieder offen

*DeepSeek stellt die Bewertung von KI-Unternehmen in Frage. Passiert hier Ähnliches wie im März 2000, als die Internetblase platzte? Nein, es geht um eine Art Sputnik-Schock und es hat Auswirkungen auf Aktienbewertungen, Inflation, Wettbewerb, Wachstum und Geopolitik.*

Die Euphorie rund um KI-Unternehmen legt Parallelen mit der Entwicklung des Internet nahe. Nach dem Platzen der Internetblase im Jahr 2000 haben sich in erster Linie die Unternehmen durchgesetzt, die von Netzwerk- und von Skaleneffekten profitiert und auf diese Weise monopolähnliche Stellungen erlangt haben. Die Frage ist, ob diese Faktoren in der KI-Wirtschaft ebenfalls darüber entscheiden, wer „durchkommt“ und wer nicht?

## Von Netzwerk- und Skaleneffekten

Netzwerkeffekte sind bei Unternehmen wie Meta besonders offensichtlich: Je mehr Menschen auf den Meta-Plattformen Facebook, Instagram oder Whatsapp unterwegs sind, desto größer der Nutzen für die Personen, die ihre sozialen Kontakte über diese Kommunikationsanbieter pflegen. Auf der kommerziellen Basis lässt sich das auf die Werbung übertragen, da Unternehmen ihre Werbung am ehesten dort platzieren werden, wo besonders viele Menschen erreicht werden können. Skaleneffekte spielen allerdings auch eine sehr wichtige Rolle, da bei Meta, aber auch bei Alphabet, Amazon und Co. Milliardeninvestitionen in Rechenzentren, Kommunikationsleitungen, Satelliten und Softwareentwicklung getätigt werden. Diese Fixkosten sinken pro Nutzer, je mehr Kunden diese Unternehmen haben.

So weit so gut. Bei KI-Unternehmen sieht es ganz anders aus. Der klassische Netzwerkeffekt ist bei KI-Anwendungen wie ChatGPT nicht zu erkennen. Mir ist es im Grunde genommen gleich, ob in meinem Umfeld ChatGPT oder eine andere KI-Plattform genutzt wird. Damit entfällt ein wichtiger Treiber in Richtung von Kavenzmänner-Unternehmen, die den gesamten Sektor überrollen.

## DeepSeek stellt alles auf den Kopf

Bei den Skaleneffekten sah es hingegen bislang so aus, dass diese darüber entscheiden werden, wer beim KI-Rennen gewinnt. Im Wochenrhythmus hat man über die Investitionen gehört, wobei 100 Mrd. US-Dollar die kleinste



Dr. Cyrus de la Rubia  
Chefvolkswirt  
Tel.: +49 160 90180792

Investitionseinheit zu sein schien. Zuletzt hatte Donald Trump mit der Ankündigung des KI-Gemeinschaftsprojektes Stargate für Aufsehen gesorgt. 500 Mrd. US-Dollar sollen demnach in den nächsten vier Jahren in die KI-Infrastruktur, also vor allem Rechenzentren, investiert werden.

Zwei Probleme gibt es mit diesem Ansatz. Erstens dürften die Skaleneffekte wesentlich kleiner ausfallen, als bei den traditionellen Plattformunternehmen. Denn die Kosten pro Anfrage – die variablen Kosten also – sind bislang so hoch, dass OpenAI mit seinem kostenpflichtigen ChatGPT Pro-Programm 200 Mio. US-Dollar Verlust macht, pro Monat.

Das zweite Problem ist erst einige Tage alt und trägt einen Namen, DeepSeek. Das chinesische Unternehmen stellt möglicherweise alle Parameter der KI-Kommerzialisierung komplett auf den Kopf. Fest steht, dass die jüngst veröffentlichte KI-Anwendung R1 dieses Unternehmens recht gut mit der Performance von OpenAI mithalten kann. Das Entscheidende ist dabei, dass die Anwendung mit einem offensichtlich wesentlich geringeren Aufwand trainiert wurde. Die Rede ist von 5,6 Millionen US-Dollar, die sich im Vergleich zu den bis zu 100 Millionen US-Dollar für andere große Sprachmodelle geradezu lächerlich anmuten.

## Günstig, günstiger, DeepSeek

Dazu kommt, dass DeepSeek auch bei den variablen Kosten einen erheblichen Wettbewerbsvorteil zu haben scheint. Einen Hinweis darauf gibt, dass die Anwendung im App-Store kostenlos angeboten und die API (die Verknüpfung mit anderen Anwendungen) mit 14 Cent pro 1 Million Input Tokens gut 50 Mal so günstig ist wie die Rate, die von OpenAI angeboten wird. Schließlich ist DeepSeek im Gegensatz zu OpenAI für alle zugänglich bzw. open source.

### **The winner takes it all?**

Angenommen, die Angaben zur Kosteneffizienz von DeepSeek seien auch nur annähernd so hoch, wie derzeit von dem Unternehmen selber und vielen Analysten kolportiert wird. Die Auswirkungen auf der Mikro- und der Makroebene können dann erheblich sein. Der Kosteneffekt wirkt auf der Mikroebene in zwei Richtungen. Auf der einen Seite kann von KI-Unternehmen eine bestimmte Leistung zu erheblich geringeren Kosten erreicht werden. Auf der anderen Seite wird die Nachfrage nach KI-Leistungen signifikant zunehmen, wenn sie zu einem Bruchteil des bisherigen Preises angeboten wird. So gesehen ist es beispielsweise nicht ausgemacht, ob per Saldo mehr oder weniger Mikrochips benötigt und welche Ansprüche an ihre Leistungsfähigkeit letztlich gestellt werden. Es scheint aber absehbar, dass der geringere Investitionsaufwand den Marktzutritt erleichtert, was im Ergebnis eine Intensivierung des Wettbewerbs und zu niedrigeren (erwarteten) Margen führen sollte. Es gibt am Ende nicht mehr das Ergebnis „The Winner takes it all“.

Die Vision, dass am Ende der wettbewerblichen Auseinandersetzung nur noch wenige Unternehmen übrig sind, die dann quasi-monopolistische Renditen „ernten“ können, dürfte sich unter diesen Umständen als falsch erweisen. Unsere Vermutung wäre daher, dass die Bewertungen der KI-Unternehmen im Durchschnitt fallen werden.

### **Produktivitätsschock und Crashgefahr**

Makroökonomisch kann man von einem positiven Angebotsschock sprechen. Akzeptiert man die These, dass die Einbindung von KI-Anwendungen in Produktionsprozesse jeglicher Art – sei es bei der physischen Erstellung von Produkten, bei Dienstleistungen, beim Programmieren oder anderen geistigen Leistungen zu einer höheren Produktivität führt –, dann könnte sich diese Innovation angesichts der offensichtlich relativ niedrigen Kostenstruktur schnell und umfassend durchsetzen. Und zwar schneller und umfassender als das bislang erwartet worden und als das bei früheren Universaltechnologien der Fall war. Der Effekt wäre für sich gesehen deflationär. Weiter ist zu vermuten, dass der zusätzlichen Strombedarf zwar steigen wird, dass dieser Zuwachs aber etwas geringer ausfallen könnte als man bisher vermutet hat.

Ein anderer makroökonomischer Effekt würde sich ergeben, falls die Neubewertung der Aktien in einen nachhaltigen Kurssturz münden würde. Immerhin ist es so, dass der S&P 500 ohne die sogenannte „Magnificent 7“ (Meta, Alphabet, Tesla, Nvidia, Apple, Amazon, Microsoft) im vergangenen Jahr nicht um 23 %, sondern nur um 6 % zugelegt hätte. Dies könnte eine Rezession auslösen und würde kurzfristig zu stark fallenden Zinsen führen.

Schließlich sind auch geopolitische Auswirkungen zu berücksichtigen. Während vor zwei Wochen der Vorsprung der USA in Sachen KI uneinholbar erschien, weil etwa die EU schlicht nicht die Mentalität und die Institutionen hat, um Finanzierungsvolumina im Bereich von hunderten von Milliarden Euro zu stemmen, stellt sich die Lage jetzt anders dar. Ein niedrigschwelliger Marktzugang sollte auch Startups in Europa die Chance bieten, in diesem Markt mitzumischen. Das würde die EU an dieser Stelle weniger erpressbar machen, zumal auch die Rüstungsindustrie von einem erleichterten Zugang zur KI-Technologie profitieren dürfte. Eine Vorherrschaft Chinas muss ebenso wenig dauerhaft gefürchtet werden, selbst wenn DeepSeek aus China kommt.

### **Hier passiert Großes**

Es ist selten, dass ein einzelnes Unternehmen von einem Tag auf den anderen die Perspektive auf einen Sektor und die gesamte Weltwirtschaft ändert. Es steht keineswegs fest, dass DeepSeek dieses seltene Kunststück gelungen ist. Die Wahrscheinlichkeit ist jedoch hoch, dass hier gerade etwas Großes passiert ist. In jedem Fall ist es so, dass die Risiken für die Bewertung des KI-Sektors, die grundsätzlich als hoch angesehen wurden, durch DeepSeek sehr konkret geworden sind. Anleger können, wenn sie in den KI-Sektor „all-in“ gehen nicht mehr behaupten, Risiken hätten sie nicht erkennen können.

RENTENMÄRKTE

# Fed auf Kollisionskurs mit Trump

Nach der Zentralbanksitzung in den USA und im Vorfeld der EZB-Sitzung blieben die Bewegungen an den Anleihemärkten eher überschaubar. Die Renditen der zehnjährigen T-Notes (4,51 %) sind seit dem vergangenen Freitag gefallen, die der zehnjährigen Bunds (2,52 %) haben nur minimal bewegt. Die US-Notenbank hielt den Leitzins auf ihrer Sitzung im Januar 2025 im Einklang mit den Erwartungen konstant im Bereich von 4,25 % bis 4,5 %. Die Zentralbank pausierte ihren Zinssenkungszyklus nach drei aufeinanderfolgenden Zinssenkungen im Jahr 2024, die sich auf einen vollen Prozentpunkt summierten.

**Deutschland: Staatsanleiherendite, 10 J. Laufzeit (in Prozent, p.a.)**



Quelle: Bloomberg, Hamburg Commercial Bank Economics

Der Vorsitzende Jerome Powell sagte, die Fed habe es nicht eilig, die Zinssätze zu senken. Mit der Fed im abwartenden Modus ist die Gefahr einer direkten Konfrontation mit dem US-Präsidenten Trump fast schon vorprogrammiert. Wie erwartet, kritisierte Trump sofort die Fed und schrieb wörtlich auf TruthSocial: „Weil Jay Powell und die Fed es nicht geschafft haben, das Problem zu stoppen, das sie mit der Inflation geschaffen haben, werde ich es tun, indem ich die Fesseln für die amerikanische Energieproduktion löse.“ Ein Eingriff in die Geldpolitik muss man darunter nicht verstehen. Trotz einer soliden Wirtschaftslage fürchtet Trump wohl eine Verlangsamung des Wachstums durch länger anhaltend hohe Zinsen. Das könnte zusätzlich zum nicht so richtig aufblühenden Industriesektor zum Problem für die Trump-Administration werden, was vor allem in den Zahlen für Auftragseingänge für langlebige Güter und dem PMI für das verarbeitende Gewerbe in den vergangenen Tagen untermauert wird. Die Eurozone hatte vor allem schrumpfende bis minimal wachsende Umfragedaten, darunter den GfK-Konsumklimaindikator und die HCOB Flash PMIs, die keine Hoffnung auf eine rasche Erholung der Währungsunion

bringen konnten. Daher wird die EZB wohl kaum um eine Zinssenkung um 25 Basispunkte in ihrem Januar-Meeting (30.01.) herumkommen, es könnte sogar eine Diskussion aufkommen, die Zinsen stärker zu senken.

**USA: Staatsanleiherendite, 10 J. Laufzeit (in Prozent, p.a.)**



Quelle: Bloomberg, Hamburg Commercial Bank Economics

Die Zentralbank beließ am Mittwoch ihren Leitzins bei 4,25 bis 4,5 Prozent und deutete eine Pause an. Fed-Vorsitzender Jay Powell erklärte, die Notenbank hätte "es nicht eilig, ihren geldpolitischen Kurs anzupassen". Trump kritisierte auf Truth Social die Zentralbank und meinte, die Inflation wäre kein Problem gewesen, hätte die Fed weniger Zeit mit Diversität, Gender-Ideologie, grüner Energie und Klimawandel verbracht. Die einstimmige Entscheidung der Fed, die Zinssätze beizubehalten, folgte nur wenige Tage nach Trumps Forderung nach starken Zinssenkungen. Der Offenmarktausschuss der US-Notenbank erklärte, die US-Inflation bleibe "etwas erhöht" und strich den früheren Hinweis auf "Fortschritte" bei der Erreichung des 2-Prozent-Ziels.

Präsident Trump, der vor dem Fed-Meeting in Davos deutliche Zinssenkungen forderte, scheint im Vergleich zu Fed-Präsident Jay Powell besorgter um die wirtschaftliche Dynamik als um die Preisentwicklung im Land. Er sieht in länger anhaltend hohen Zinsen die Gefahr eines Abwürgens des Wirtschaftswachstums. Seine Sorgen dürften sich durch die jüngsten Daten aus dem Industriesektor vertieft haben. Die Auftragseingänge für langlebige Industriegüter in den USA sanken im Dezember 2024 um 2,2 % auf 276,1 Milliarden US-Dollar, nachdem sie im November um 2 % nach unten revidiert worden waren und weit unter den Markterwartungen eines Anstiegs von 0,6 % lagen. Der S&P Global Flash US Composite PMI sank im Januar 2025 auf 52,4, gegenüber 55,4 im Dezember, und signalisierte damit

die schwächste Expansion im privaten Sektor seit neun Monaten. Das Wachstum im verarbeitenden Gewerbe (PMI bei 50,1 gegenüber 49,4 im Dezember) setzte sich nach sechs Monaten des Rückgangs minimal fort, während der Dienstleistungssektor (PMI bei 52,8 gegenüber 56,8) langsamer, aber nachhaltig wuchs.

Die Wirtschaft der Eurozone zeigt weiterhin keine optimistischen Signale. Besonders enttäuschend war der deutsche Konsum. Der GfK Konsumklimaindikator für Deutschland mit der Prognose für Februar sank auf -22,4 von revidierten -21,3 im Vormonat und verfehlte die Markterwartungen von -20. Etwas mehr Optimismus brachte der Einkaufsmanagerindex in der Eurozone und speziell in Deutschland. Der HCOB Eurozone Composite Flash PMI stieg im Januar 2025 von 49,6 auf 50,2 und übertraf die Markterwartungen von 49,7. Dies markiert die erste Expansion der privaten Wirtschaftsaktivität in der Eurozone seit August 2024. Die Expansion wurde ausschließlich vom Dienstleistungssektor getragen (51,4 gegenüber 51,6 im Dezember 2024), was den starken Rückgang bei den Herstellern (46,1 gegenüber 45,1) ausglich. Auf nationaler Ebene wurde der Aufschwung von Deutschland getragen, während sich der Rückgang der Wirtschaftstätigkeit in Frankreich abschwächte.

Es wird erwartet, dass die EZB auf ihrer Sitzung im Januar 2025 die Zinssätze um 25 Basispunkte senkt, was die fünfte Senkung seit Juni 2024 darstellt. Der Leitzins würde damit auf 2,75 % sinken, den niedrigsten Stand seit Anfang 2023. Anleger achten auf Signale für den weiteren Jahresverlauf, jedoch ist es unwahrscheinlich, dass die EZB sich zu weiteren Zinssenkungen äußert. Die Inflation in der Eurozone beschleunigte sich im Dezember auf 2,4 %, hauptsächlich aufgrund von Basiseffekten. Das Wirtschaftswachstum bleibt schwach – in Q4 stagnierte das BIP der Eurozone, in Deutschland und Frankreich stand ein Minus von 0,2 % bzw. 0,1 % zu Buche – und die Aussichten schwierig, insbesondere angesichts drohender Zölle durch die Trump-Regierung. Die Futures-Märkte rechnen mit drei Zinssenkungen in der ersten

Jahreshälfte 2025, mit einer möglichen Pause im April. HCOB Economics erwartet lediglich zwei Zinssenkungen in diesem Jahr.

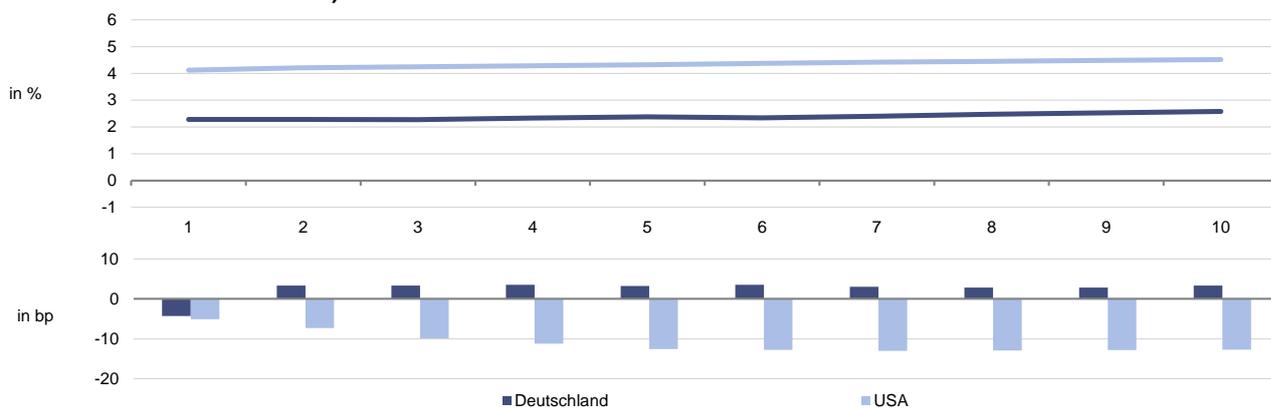
Das Datenhighlight in den USA sind die PCE-Daten (31.01.), deren Deflator für die Fed einer der wichtigsten Preisindikatoren ist. Der Konsens erwartet für die Headline-Daten im Dezember ein Wachstum von 2,6 % im Jahresvergleich, nach 2,4 % im November. Weitere wichtige Daten sind die Industrieaufträge (04.02.), das Verbrauchervertrauen der Uni Michigan (07.02.) und die NonFarm Payrolls (07.02.), bei denen ein Anstieg um 156.000 im Januar erwartet wird, verglichen mit 256.000 im Dezember. In der Eurozone sind die Einzelhandelsumsätze (07.02.) und in Deutschland (31.01.) sowie die Entwicklung des Verbraucherpreisindex in Deutschland (03.02.) von Interesse. Angesichts des drohenden Handelskonflikts mit den USA dürften auch die Handelszahlen aus Deutschland (07.02.) für Anleger wichtig sein.

Berichtswoche  
 Beginn: 23.01.2025, 08:00 Uhr  
 Ende: 30.01.2025, 10:00 Uhr

**Dr. Tariq Chaudhry**  
 Economist  
 Tel.: +49 171 9159096

**Zinsstrukturkurven**

(oben: aktuelle Renditekurven von Bundesanleihen und US-Treasuries, unten: jeweilige Renditeveränderung der Laufzeiten seit 23. Januar 2025)



DEVISENMARKT

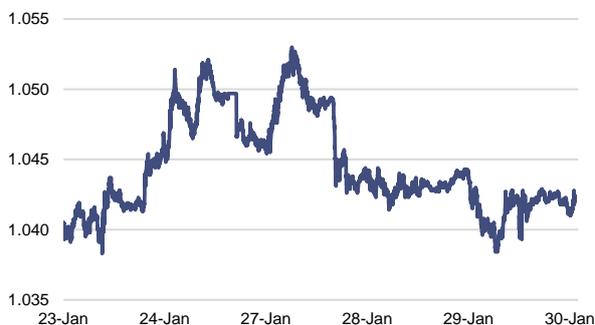
# On Hold

Dass die Fed nun eine Pause eingelegt hat, kommt nicht überraschend. Die drei Ankerpunkte Wachstum, Arbeitsmarkt und Inflation lassen auch kaum einen anderen Schluss zu. Nach der Abschwächung im USD-Index auf einen Wert von 107 hat sich der Dollar bereits im Vorwege der FOMC-Sitzung von gestern bereits wieder über die Marke von 108 befestigt. Eile mit Zinssenkung signalisiert Fed-Präsident Jerome Powell derzeit also nicht. So macht sich im Markt die Auffassung breit, dass erst im Juni der nächste Zinssenkungsschritt anstehen könnte.

**EUR/USD:**

Man fragt sich, ob diese begründet abwartende Haltung nicht zu Konflikten zwischen Fed und dem US-Präsidenten führen wird. In seiner hemdsärmelig simplifizierten Welt kann Donald Trump doch alles gleichzeitig: Steuern senken, de-regulieren, Arbeitskräfte-Pool verknappen und der ganzen Welt Zölle auferlegen. Warum nicht dazu noch Zinsen senken?

**EUR/USD**



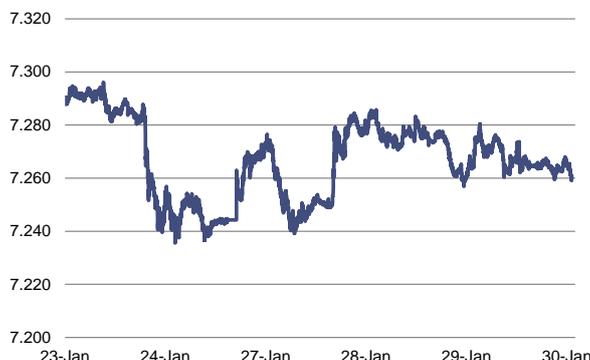
Quelle: Bloomberg, Hamburg Commercial Bank Economics

Womit wir ohne Umschweife zur EZB kommen. Von einer weiteren Zinssenkung um 25 Basispunkte geht der Markt zu 100 % aus. Da wird die Ausnahmestellung der USA abermals sichtbar. Die Fed kann es sich leisten, abzuwarten. Die EZB kann das aller Voraussicht nach nicht. Mit der Veröffentlichung der ersten Wachstumsschätzungen vom 4. Quartal sowohl für die Eurozone als auch die USA erhalten parallel wohl den nächsten Beleg für die divergierenden Reaktionsfunktionen beider Zentralbanken. Daran gemessen, dürfte es der Euro schwer haben, sich gegenüber dem Dollar zu behaupten, nachdem sich der Widerstand auf dem Niveau von 1,0525 USD per EUR bereits als stark herausgestellt hat.

**USD/CNH:**

Der Wechselkurs läuft derzeit parallel sowohl zum USD-Index als auch zur Zinsdifferenz bei den Staatsanleihen (10 Jahre). Niveaus unterhalb des 200-Tage-Durchschnitts auf dem Niveau bei 7,2160 erscheinen derzeit kaum erreichbar.

**USD/CNH**



Quelle: Bloomberg, Hamburg Commercial Bank Economics.

**USD/JPY:**

Der Yen hat sich zuletzt einiger Zuflüsse erfreut, nachdem die Nachrichten um die KI-App „Deep Seek“ die US-amerikanische IT-Branche unter Druck gesetzt hat. Trotz der Pause, die die Fed jetzt eingelegt hat, bleibt selbst der Wechselkurs zwischen USD und JPY unter Druck. Im Verhältnis zwischen EUR und JPY beschleunigt sich der Druck eher noch, liegen BOJ mit Zinserhöhungspfad und EZB mit Zinssenkungspfad doch diametral auseinander.

**USD/JPY**



Quelle: Bloomberg, Hamburg Commercial Bank Economics

**EUR/GBP:**

Der Rückgang der Gilt-Renditen am langen Ende gibt der britischen Regierung momentan wieder mehr Luft zum Atmen. Der Markt hegt nun auch wieder größere Erwartungen, dass die Bank von England ihren Leitzins senken wird. Genauso bleibt jedoch die Auffassung, dass das Ausmaß geringer als bei der EZB ausfallen wird. Insofern ist der EURGBP-Wechselkurs wieder unter seinen 21-Tage-Durchschnitt auf dem Niveau von 0,8380 gesunken. Spielraum bis in den Bereich von 0,8345 bis 0,8315 scheint gegeben.

Berichtswoche

Beginn: 23.01.2025, 08:00 Uhr

Ende: 30.01.2025, 10:00 Uhr



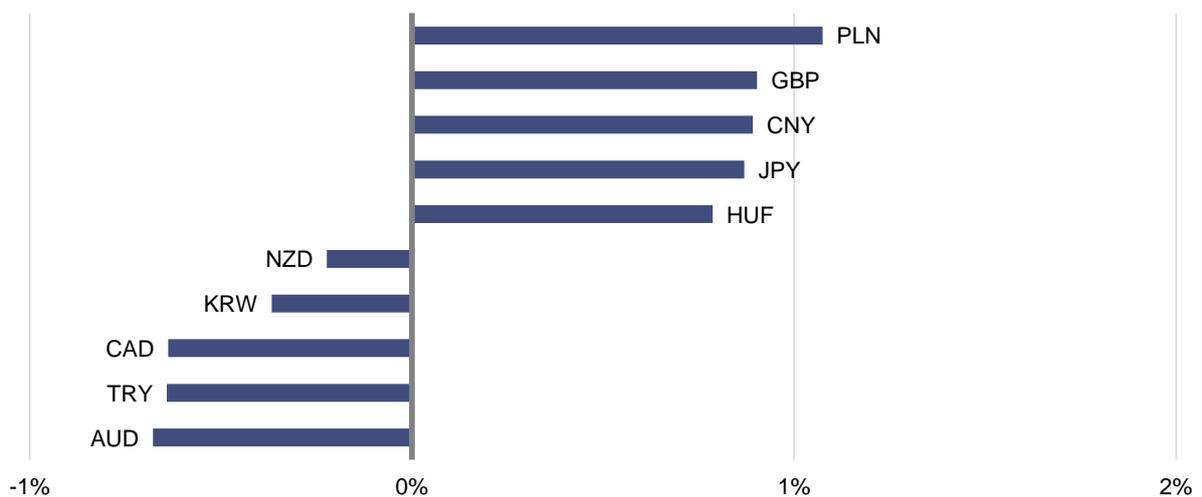
**Christian Eggers**

Senior FX Trader

Tel.: +49 171 8493460

---

**Wechselkursbewegungen gegenüber dem EUR**  
**Veränderungen seit dem Handelsbeginn 23. Januar 2025**



Quelle: Bloomberg, Hamburg Commercial Bank Economics

KALENDER

# Blick in die kommende Woche

Besondere Ereignisse	Datum	Beschreibung				
PCE Deflator USA	31.01.	Laut unserem Modell wird die PCE-Inflation im Dezember leicht auf 2,6 % ansteigen, was im Einklang mit der Konsensschätzung steht.				
Inflationsrate Eurozone	03.02.	Wir erwarten nach 2,4 % YoY im Dezember einen moderaten Anstieg auf 2,5 % im Januar, der von einer weiterhin hartnäckig hohen Kerninflation begleitet wird.				
Payrolls USA	07.02.	Der robuste Arbeitsmarkt in den USA könnte zum Jahresbeginn einen Dämpfer abbekommen, sollte der Konsens der Analysten zutreffen und sich die Dynamik am Arbeitsmarkt mit rund 150.000 neu geschaffenen Arbeitsplätze abkühlen.				
Zeit	Land	Veröffentlichung	Zeitraum	Konsensschätzung	letzter Wert	
<b>Freitag, 31. Januar</b>						
Konjunkturdaten USA	14:30	USA	Persönliche Einkommen (M/M, in %)	Dec 24	0,4	0,3
	14:30	USA	Persönliche Ausgaben (M/M, in %)	Dec 24	0,5	0,4
	15:45	USA	Chicago Einkaufsmanagerindex	Jan 25	40	36,9
	14:30	USA	PCE Deflator (J/J, in %)	Dec 24	2,6	2,4
	14:30	USA	PCE Deflator Kernrate (M/M / J/J, in %)	Dec 24	0,2 / 2,8	0,11 / 2,81774
Konjunkturdaten Eurozone	08:00	GE	Einzelhandelsumsätze (M/M / J/J, in %)	Dec 24	0 / 2,6	-0,1 / 2,9
	08:45	FR	Verbraucherpreisindex (M/M / J/J, in %)	Jan 25	0 / 1,5	0,2 / 1,3
	08:45	FR	Erzeugerpreisindex (M/M / J/J, in %)	Dec 24	k.A. / k.A.	3,2 / -5,2
	09:55	GE	Arbeitslosenrate (sa)	Jan 25	6,1	6,1
	09:55	GE	Veränderung Arbeitslosenzahl (sa)	Jan 25	15	10
	10:00	GE	Verbraucherpreise deutscher Bundesländer	Jan 25		
	08:00	GE	Verbraucherpreisindex (M/M / J/J, in %)	Jan 25	0,1 / 2,6	0,5 / 2,6
Konjunkturdaten UK	08:00	UK	Nationwide Häuserpreisindex (M/M / J/J, in %)	Jan 25	0,3 / 4,3	0,7 / 4,7
Konjunkturdaten Japan	00:30	JP	Arbeitslosenquote (in %)	Dec 24	2,5	2,5
	00:50	JP	Industrieproduktion (M/M / J/J, in %)	Dec 24	0,2 / -2,2	-2,2 / -2,7
	00:50	JP	Einzelhandelsumsätze (M/M / J/J, in %)	Dec 24	3,2 / -0,1	2,8 / 1,9
<b>Redetermine</b> Fed-Redner: Bowman						
<b>Samstag, 01. Februar</b>						
<b>Sonntag, 02. Februar</b>						
<b>Montag, 03. Februar</b>						
Konjunkturdaten USA	00:00	USA	Gesamte Autoverkäufe (in Mio.)	Jan 25	16,2	16,8
	16:00	USA	ISM-Index verarbeitendes Gewerbe	Jan 25	49	49,2
	16:00	USA	Bausausgaben (M/M, in %)	Dec 24	k.A.	0
Konjunkturdaten Eurozone	09:45	IT	HCOB PMI Verarbeitendes Gewerbe	Jan 25	k.A.	46,2
	09:50	FR	HCOB PMI Verarbeitendes Gewerbe	Jan 25	k.A.	45,3
	09:55	GE	HCOB PMI Verarbeitendes Gewerbe	Jan 25	k.A.	44,1
	10:00	EC	HCOB PMI Verarbeitendes Gewerbe	Jan 25	k.A.	46,1
	11:00	IT	Verbraucherpreisindex (M/M / J/J, in %)	Jan 25	k.A. / k.A.	0,1 / 1,3
	11:00	EC	Verbraucherpreisindex (M/M / J/J, in %)	Jan 25	k.A. / k.A.	0,4 / 2,4
	11:00	EC	CPI-Schätzung	Jan 25	k.A.	2,4
Konjunkturdaten UK	10:30	UK	PMI verarbeitende Gewerbe	Feb 25	k.A.	48,2
Konjunkturdaten China	02:45	CN	PMI Verarbeitendes Gewerbe (Caixin)	Jan 25	50,6	50,5
<b>Redetermine</b> Fed-Redner: Bostic						
<b>Dienstag, 04. Februar</b>						
Konjunkturdaten USA	16:00	USA	Auftragseingänge langl. Wirtschaftsgüter (in %)	Dec 24	k.A.	-2,2
	16:00	USA	Industrieaufträge (M/M, in %)	Dec 24	0,7	-0,4
Konjunkturdaten Eurozone	08:45	FR	staatl. Budgetdefizit (in Mrd. EUR)	Dec 24	k.A.	-172,486
<b>Redetermine</b> Fed-Redner: Bostic, Daly						
<b>Staatsanleihauctionen</b> Österreich begibt Staatsanleihe						
<b>Mittwoch, 05. Februar</b>						
Konjunkturdaten USA	13:00	USA	Hypothekenanträge (W/W, in %)	5. KW	k.A.	-2
	16:00	USA	ISM-Index Dienstleistungen	Jan 25	54,3	54
	14:15	USA	ADP National Employment Report	Jan 25	155	122
	14:30	USA	Handelsbilanz (in Mrd. USD)	Dec 24	-80,4	-78,193
Konjunkturdaten Eurozone	08:45	FR	Industrieproduktion (M/M / J/J, in %)	Dec 24	k.A. / k.A.	0,2 / -1,1
	09:45	IT	HCOB PMI Dienstleistungen	Jan 25	k.A.	50,7
	09:50	FR	HCOB PMI Dienstleistungen	Jan 25	k.A.	48,9
	09:55	GE	HCOB PMI Dienstleistungen	Jan 25	k.A.	52,5
	10:00	EC	HCOB PMI Dienstleistungen	Jan 25	k.A.	51,4
	10:00	IT	Einzelhandelsumsätze (M/M / J/J, in %)	Dec 24	k.A. / k.A.	-0,37 / 1,08
	11:00	EU	PPI Industrie ex Baugewerbe (M/M / J/J, in %)	Dec 24	k.A. / k.A.	1,6 / -1,2
Konjunkturdaten UK	10:30	UK	PMI Dienstleistungen	Feb 25	k.A.	51,2
Konjunkturdaten China	02:45	CN	PMI Dienstleistungen (Caixin)	Jan 25	52,5	52,2
<b>Redetermine</b> Fed-Redner: Barkin EZB-Redner: Lane						
<b>Donnerstag, 06. Februar</b>						
Konjunkturdaten USA	14:30	USA	Produktivität ex Agrar (Q/Q, in %)	Q4	2	2,2
	14:30	USA	Lohnstückkosten ex Agrar (Q/Q, in %)	Q4	3,3	0,8
Konjunkturdaten Eurozone	00:00	IT	HCOB PMI Baugewerbe	Jan 25	k.A.	51,2
	00:00	EC	HCOB PMI Baugewerbe	Jan 25	k.A.	42,9
	00:00	FR	HCOB PMI Baugewerbe	Jan 25	k.A.	42,6
	08:00	GE	Auftragseingänge Industrie (M/M / J/J, in %)	Dec 24	k.A. / k.A.	-5,4 / -1,6
	09:30	GE	HCOB PMI Baugewerbe	Jan 25	k.A.	37,8
	11:00	EC	Einzelhandelsumsätze (M/M / J/J, in %)	Dec 24	k.A. / k.A.	0,1 / 1,2
Konjunkturdaten UK	10:30	UK	PMI Baugewerbe	Jan 25	k.A.	53,3
	13:00	UK	BoE Zinsentscheidung		k.A.	4,75
<b>Staatsanleihauctionen</b> Frankreich begibt Staatsanleihe Finnland begibt Staatsanleihe						
<b>Freitag, 07. Februar</b>						
Konjunkturdaten USA	00:00	USA	Durchschnittliche Stundenlöhne (M/M / J/J, in %)	Jan 25	k.A. / k.A.	0,2 / 3,8
	00:00	USA	Durchschnittl. Wochenarbeitszeit (in Std.)	Jan 25	k.A.	33,7
	16:00	USA	Großhandelslagerbestände (M/M, in %)	Dec 24	k.A.	-0,5
	21:00	USA	Konsumentenkredite (in Mrd.USD)	Dec 24	12,5	-7,489
	16:00	USA	Verbrauchervertrauen Uni Michigan	Feb 25	k.A.	71,1
	14:30	USA	Change in Nonfarm Payrolls (M/M, in Tsd.)	Jan 25	150	256
	14:30	USA	Change in Manufact. Payrolls (M/M, in Tsd.)	Jan 25	5	-13
	14:30	USA	Arbeitslosenquote (in %)	Jan 25	4,1	4,1
Konjunkturdaten Eurozone	08:00	GE	Industrieproduktion (M/M / J/J, in %)	Dec 24	k.A. / k.A.	1,5 / -2,8
	08:00	GE	Exporte (M/M / J/J, in %)	Dec 24	k.A. / k.A.	2,1 / -3,5
	08:00	GE	Importe (M/M / J/J, in %)	Dec 24	k.A. / k.A.	-3,3 / -2,9
	08:45	FR	Handelsbilanz (in Mrd. EUR)	Dec 24	k.A.	-7084,927
Konjunkturdaten China	00:00	CN	Devisenreserven (Mrd. USD)	Jan 25	k.A.	3202,36
<b>Redetermine</b> EZB-Redner: Guindos						
<b>Staatsanleihauctionen</b> Belgien begibt Staatsanleihe						
<b>Samstag, 08. Februar</b>						
<b>Sonntag, 09. Februar</b>						
Konjunkturdaten China	02:30	CN	Verbraucherpreisindex (J/J, in %)	Jan 25	k.A.	0,1
	02:30	CN	Erzeugerpreisindex (J/J, in %)	Jan 25	k.A.	-2,3

Quelle: Bloomberg, Hamburg Commercial Bank Economics

FINANZINDIKATOREN

# Aktuelle Zahlen

## Übersicht Staatsanleiherenditen

(Renditen in Prozent, Spreads ggü. Bunds in bp, Veränderungen jeweils in bp seit dem 23. Januar 2025 in Klammern)

Benchmark Bundesanleihen	Renditeaufschläge anderer Staatsanleihen der Eurozone ggü. Bunds									Renditen weiterer Staatsanleihen			
	Frankreich	Italien	Spanien	Irland	Portugal	Griechenland	Schweiz	UK	USA	Japan			
Rendite	Spread	Spread	Spread	Spread	Spread	Spread	Rendite	Rendite	Rendite	Rendite			
1J	2.28 (-5)	15 (+4)	20 (+8)	7 (+8)	-3 (+2)	21 (+4)	0.18 (+4)	4.53 (-2)	4.12 (-4)	0.55 (+1)			
2J	2.28 (+4)	16 (0)	27 (+1)	7 (0)	-1 (-1)	9 (+1)	0.21 (+5)	4.33 (-2)	4.21 (-8)	0.72 (+2)			
3J	2.28 (+4)	28 (-1)	41 (-1)	11 (-1)	4 (-1)	26 (+1)	0.24 (+5)	4.15 (-4)	4.25 (-9)	0.74 (+3)			
4J	2.33 (+5)	43 (0)	44 (0)	16 (0)	5 (-1)	34 (-1)	0.29 (+5)	4.18 (-3)		0.82 (+3)			
5J	2.38 (+5)	50 (+1)	63 (0)	18 (0)	5 (-1)	44 (-2)	0.31 (+4)	4.32 (-3)	4.33 (-10)	0.89 (+1)			
6J	2.34 (+5)	58 (0)	83 (+1)	26 (-1)	19 (-1)	64 (-2)	0.35 (+5)	4.30 (-2)		0.92 (+1)			
7J	2.41 (+5)	62 (+1)	91 (+1)	26 (-1)	24 (-1)	70 (+1)	0.39 (+5)	4.44 (-2)	4.42 (-9)	0.98 (0)			
8J	2.47 (+4)	67 (+1)	90 (+1)	26 (0)	27 (-1)	75 (+1)	0.41 (+5)	4.53 (-2)		1.04 (0)			
9J	2.53 (+5)	71 (+1)	98 (+1)	16 (-5)	36 (-1)	80 (+1)	0.46 (+5)	4.53 (-2)		1.04 (0)			
10J	2.58 (+5)	74 (0)	108 (+1)	26 (-2)	39 (-1)	86 (0)	0.49 (+6)	4.62 (-1)	4.52 (-8)	1.22 (+1)			
30J	2.80 (+5)	107 (+1)	152 (+1)	33 (-1)	79 (-1)	121 (+1)	0.54 (+5)	5.18 (-1)	4.76 (-6)	2.28 (+1)			

Quelle: Bloomberg, Hamburg Commercial Bank Economics, Renditen vom 30.01.25, 8:00 Uhr

## Übersicht Wechselkurse

(Veränderungen seit dem 23. Januar 2025 in Klammern)

Hauptwährungspaare	EUR-Wechselkurse	USD-Wechselkurse
EUR/USD	1.0413 (+0.1%)	EUR/DKK 7.4622 (0%)
EUR/GBP	0.8371 (-1%)	EUR/SEK 11.453 (-0.1%)
EUR/JPY	160.78 (-1.3%)	EUR/NOK 11.7660 (+0.2%)
EUR/CHF	0.9441 (+0.1%)	EUR/PLN 4.2072 (-0.4%)
GBP/USD	1.2439 (+1.1%)	EUR/HUF 408.50 (-0.6%)
USD/JPY	154.40 (-1.4%)	EUR/TRY 37.3658 (+0.5%)
USD/CHF	0.9067 (0%)	EUR/CZK 25.13 (-0.1%)
		EUR/CAD 1.5026 (+0.3%)
		EUR/AUD 1.6747 (+0.8%)
		EUR/NZD 1.8453 (+0.4%)
		EUR/ZAR 19.3188 (+0.2%)
		EUR/RUB 103.4377 (+0.2%)
		EUR/KRW 1501.55 (+0.4%)
		EUR/CNY 7.5081 (-0.9%)
		USD/CAD 1.4431 (+0.2%)
		USD/AUD 1.6083 (+0.8%)
		USD/NZD 1.7721 (+0.3%)
		USD/ZAR 18.5536 (+0.1%)
		USD/CNY 7.2447 (-0.5%)
		USD/RUB 99.2500 (0%)
		USD/SGD 1.3502 (-0.5%)

Quelle: Bloomberg, Hamburg Commercial Bank Economics, Renditen vom 30.01.25, 8:00 Uhr

FINANZINDIKATOREN

# Prognosen

## Prognosen der Hamburg Commercial Bank

	30.01.25	31.03.25	30.06.25	30.09.25	31.12.25	31.03.26
<b>Zinssätze</b>	10:00 Uhr					
<b>USA</b>						
fed funds (Zielzone) (%)	4.50	4.00	4.00	4.00	4.00	4.25
SOFR (%)	4.35	3.80	3.80	3.80	3.80	4.05
2-jährige Staatsanleihen (%)	4.21	4.00	4.05	4.10	4.20	4.30
5-jährige Staatsanleihen (%)	4.32	4.20	4.30	4.40	4.55	4.60
10-jährige Staatsanleihen (%)	4.51	4.30	4.40	4.50	4.70	4.75
2-jährige Swapsatz (SOFR) (%)	4.06	4.10	4.15	4.20	4.30	4.40
5-jährige Swapsatz (SOFR) (%)	4.02	4.20	4.30	4.40	4.55	4.60
10-jährige Swapsatz (SOFR) (%)	4.05	4.15	4.25	4.35	4.55	4.60
<b>Eurozone</b>						
Tendersatz (%)	3.15	2.65	2.65	2.65	2.65	2.65
Einlagenzinssatz (%)	3.00	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50
3-Monats-Euribor (%)	2.61	2.35	2.45	2.45	2.60	2.60
2-jährige Bundesanleihen (%)	2.25	1.80	1.90	2.00	2.10	2.20
5-jährige Bundesanleihen (%)	2.35	2.00	2.05	2.15	2.25	2.35
10-jährige Bundesanleihen (%)	2.55	2.05	2.10	2.20	2.30	2.40
2-jährige Swapsatz (%)	2.39	2.10	2.20	2.30	2.40	2.50
5-jährige Swapsatz (%)	2.42	2.30	2.35	2.45	2.55	2.65
10-jährige Swapsatz (%)	2.51	2.30	2.35	2.45	2.55	2.65
<b>Wechselkurse</b>						
Euro/US-Dollar	1.04	1.02	1.00	1.02	1.03	1.05
Euro/GBP	0.84	0.82	0.82	0.83	0.84	0.85
US-Dollar/Yen	154.52	160.00	160.00	150.00	150.00	145.00
US-Dollar/Yuan	7.24	7.37	7.45	7.40	7.35	7.30
<b>Rohöl</b>						
Öl (Brent), USD/Barrel	76.49	80	80	75	75	70
<b>Aktienindizes</b>						
Dax	21,638	20,400	20,600	20,300	20,000	19,700
Stoxx Europe 600	536	527	535	529	523	517
S&P 500	6,039	6,250	6,400	6,550	6,250	5,950

Quelle: Bloomberg, Hamburg Commercial Bank Economics

Die Prognosen der Hamburg Commercial Bank werden etwa alle sechs Wochen überprüft und gegebenenfalls angepasst. Anpassungen in kürzeren Zeitintervallen sind möglich. Eine ausführliche Darstellung der Prognosen und der Prognoseveränderung ist in der Publikation Finanzmarktrends enthalten. Aus Sicht eines Euro-Investors können die Renditen ausländischer Anleihen wie US-Staatsanleihen infolge von Währungsschwankungen steigen oder fallen. Hinweis: Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

IMPRESSUM

# Hamburg Commercial Bank

## Hamburg

Gerhart-Hauptmann-Platz 50  
20095 Hamburg  
Telefon 040 3333-0  
Fax 040-3333-34001

## Redaktion & Versand

Dr. Cyrus de la Rubia  
Chefvolkswirt  
Tel.: +49 160 90180792

Norman Liebke  
Economist  
Tel.: +49 171 5466753

Christian Eggers  
Senior FX Trader  
Tel.: +49 171 8493460

Dr. Tariq Chaudhry  
Economist  
Tel.: +49 171 9159096

Jonas Feldhusen  
Junior Economist  
Tel.: +49 151 22942945

Nils Müller  
Junior Economist  
Tel.: +49 171 3534492

Redaktionsschluss dieser Ausgabe: 30. Januar 2025

Das Glossar zu unseren Publikationen finden Sie auf der Homepage der Hamburg Commercial Bank unter [http://www.hcob-bank.de/publikationen\\_glossar](http://www.hcob-bank.de/publikationen_glossar)

## Weitere Ansprechpartner

### Capital Markets Sales

Fritz Bedbur  
Tel.: +49 151 14651131

Boris Gettkowski  
Tel.: +49 175 2281619

Christoph Matthews  
Tel.: +49 160 97222509

### Syndicate & Credit Solutions

Tim Boltzen  
Tel.: +49 151 15244845

## Disclaimer

Die in dieser Publikation enthaltenen Marktinformationen sind zu allgemeinen Informationszwecken erstellt worden und ausschließlich zur Information bestimmt. Sie ersetzen weder eigene Marktrecherchen noch sonstige rechtliche, steuerliche oder finanzielle Information oder Beratung. Es handelt sich bei dieser Publikation um eine Information im Sinne des § 63 Absatz 6 WpHG bzw. Artikel 24 Absatz 3 der Richtlinie 65/2014/EU. Diese Publikation enthält keine Anlagestrategieempfehlungen oder Anlageempfehlungen (Finanzanalysen) im Sinne des § 2 Absatz 9 Nummer 5 WpHG bzw. des Artikel 3 Absatz 1 Nummer 34 und Nummer 35 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014. Sie steht deshalb nicht im Einklang mit den Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen und unterliegt keinem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen.

Die Hamburg Commercial Bank AG weist darauf hin, dass die dargestellten Marktinformationen nur für Anleger mit eigener wirtschaftlicher Erfahrung, die die Risiken und Chancen des/der hier dargestellten Marktes/Märkte abschätzen können und sich umfassend aus verschiedenen Quellen informieren, bestimmt sind. Die in dieser Publikation enthaltenen Aussagen und Angaben basieren auf Informationen, die die Hamburg Commercial Bank AG gründlich recherchiert bzw. aus allgemein zugänglichen, von der Hamburg Commercial Bank AG nicht überprüfbaren Quellen, die sie für verlässlich erachtet, bezogen hat. Die Hamburg Commercial Bank AG hält die verwendeten Quellen zwar für verlässlich, kann deren Zuverlässigkeit jedoch nicht mit letzter Gewissheit überprüfen. Die einzelnen Informationen aus diesen Quellen konnten nur auf Plausibilität überprüft werden, eine Kontrolle der sachlichen Richtigkeit fand nicht statt. Zudem enthält diese Publikation Schätzungen und Prognosen, die auf zahlreichen Annahmen und subjektiven Bewertungen sowohl der Hamburg Commercial Bank AG als auch anderer Quellen beruhen und lediglich unverbindliche Auffassungen über Märkte und Produkte zum Zeitpunkt der Herausgabe darstellen. Trotz sorgfältiger

Bearbeitung übernehmen die Hamburg Commercial Bank AG und ihre Mitarbeiter und Organe keine Gewähr für Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der bereitgestellten Informationen und Prognosen.

Dieses Dokument kann nur gemäß den gesetzlichen Bestimmungen in den jeweiligen Ländern verteilt werden, und Personen, die im Besitz dieses Dokuments sind, sollten sich über die anwendbaren lokalen Bestimmungen informieren. Diese Unterlagen enthalten nicht alle für wirtschaftlich bedeutende Entscheidungen wesentliche Angaben und können von Informationen und Einschätzungen anderer Quellen/Marktteilnehmer abweichen. Weder die Hamburg Commercial Bank AG noch ihre Organe oder Mitarbeiter können für Verluste haftbar gemacht werden, die durch die Nutzung dieser Publikation oder ihrer Inhalte oder sonst im Zusammenhang mit dieser Publikation entstanden sind.

Die Hamburg Commercial Bank AG weist darauf hin, dass die Verbreitung der vorliegenden Materialien nicht zulässig ist. Schäden, die der Hamburg Commercial Bank AG aus der unerlaubten Verbreitung dieser Materialien entstehen, hat der Verbreitende in voller Höhe zu ersetzen. Von Ansprüchen Dritter, die auf der unerlaubten Verbreitung dieser Materialien beruhen, und damit im Zusammenhang stehenden Rechtsverteidigungskosten hat er die Hamburg Commercial Bank AG freizuhalten. Dies gilt insbesondere auch für die Verbreitung dieser Publikation oder von Informationen daraus an U.S. Personen oder Personen in Großbritannien.

Die Hamburg Commercial Bank AG unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn sowie der Europäischen Zentralbank, Sonnemannstraße 20, 60314 Frankfurt am Main.