



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

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

### Editorial: Geldpolitik in Wartestellung



gt/ In den letzten Monaten dominierte Donald Trump die Schlagzeilen. Nicht, dass von ihm derzeit keine potenzielle Unruhe ausgeht. Die binnenwirtschaftlichen Unsicherheiten verstärken sich aktuell sogar. Dies bezieht sich nicht nur auf seine Migrationspolitik und den Widerstand dagegen. Auch die Angriffe auf den US-Notenbankpräsidenten kochen wieder hoch und die Diskussion über die 2026 anstehende Neubesetzung gefährdet die geldpolitische Stabilität. Dies gilt umso mehr vor dem Hintergrund der aktuellen geopolitischen Risiken im Nahen Osten. Der unmittelbare Anstieg der Ölpreise kommt zu den Preisrisiken der Trumpschen Zollpolitik hinzu.

Mit Blick auf China scheint sich eine Verhandlungslösung im Zollstreit abzuzeichnen. Über Europa hängt das Ende der Zollpause am 9. Juli noch wie ein Damoklesschwert. Die Unsicherheiten für Wachstum und Inflation lassen die Notenbanken in Wartestellung gehen. Die Präsidentin der Europäischen Zentralbank hat bei der jüngsten Zinssenkung auf 2 % beim Einlagenzins deutlich gemacht, dass sie auf absehbare Zeit keine weiteren Schritte vornehmen wolle. Der Einlagenzins befindet sich jetzt am unteren Rand des neutralen Bereichs und die Inflation scheint sich in der Eurozone um die 2 % einzupendeln. Neue Risiken aus erhöhten Rohölpreisen waren zur letzten EZB-Sitzung noch nicht bekannt. Sie unterstreichen jedoch die kluge Entscheidung, rechtzeitig von einer aktiven zu einer eher reaktiven Geldpolitik zu wechseln.

Auch in den USA sind derzeit keine Änderungen zu erwarten. Die Mehrheit der Notenbankvertreter einschließlich Fed-Chef Powell betont immer wieder, dass wegen der Unsicherheiten im Zusammenhang mit der Zollpolitik eine abwartende Haltung die beste Strategie sei. Bis Ende des Jahres rechnen die von Bloomberg befragten Ökonomen mehrheitlich mit einer Senkung des Leitzinses um insgesamt weitere 50 Basispunkte. Während wir auf diese Sicht nur eine Lockerung um 25 Basispunkte prognostizieren, teilen wir die Marktmeinung, dass die Federal Funds Rate bis zum Sommer 2026 auf rund 3,5 % fallen wird. Das zumindest sollte Donald Trump gefallen.

Dass das Mandat des US-Notenbankchefs Jerome Powell, der seit 2018 diese Position innehat, über den 15. Mai 2026 in eine dritte Amtszeit verlängert wird, ist unwahrscheinlich; ihn vorher loszuwerden, jedoch mehr als schwierig. Dies scheint auch Donald Trump verstanden zu haben – was ihn jedoch nicht von weiteren massiven Beschimpfungen abhalten wird. Das gehört bei ihm offensichtlich zum guten Ton.

Ihre

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

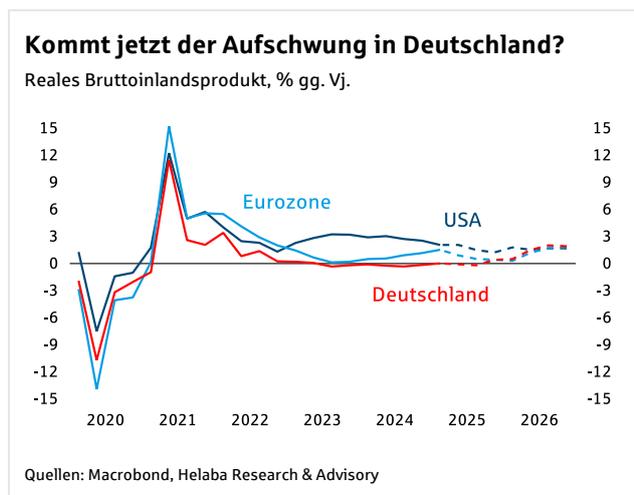
## Konjunktur: Deutsche Binnenwirtschaft gewinnt an Dynamik



- Vielfach optimistische Erwartungen für die Handelsgespräche bergen Enttäuschungspotenzial
- Handelskrieg weiter stagflationärer Schock für die US-Wirtschaft
- Deutsche Binnenwirtschaft kommt ins Rollen – Außenhandel dürfte jedoch ausbremsen
- Wachstumserholung in Deutschland erst zur Jahreswende 2025/2026
- Inflationsraten in Deutschland und Eurozone nahe der 2%-Marke
- US-Teuerungsrate im Mai bei 2,4 %, Kernrate 2,8 % – Zolleffekt steht noch aus

Die kommenden Wochen werden zeigen, inwiefern die These, dass Donald Trump im Zweifelsfall immer nachgibt (TACO: „**Trump always chickens out**“) tatsächlich zutrifft. Aus unserer Sicht wäre es überraschend, wenn die US-Zölle am Ende des Sommers so niedrig sind wie aktuell. Der Durchschnittswert ist auf Basis der gerade mal gültigen Rechtslage geschätzt schon so hoch wie seit den 1930er Jahren nicht mehr. Die Kollateralschäden des Handelskriegs am Vertrauen und an der Planungssicherheit für Unternehmen sind nach wie vor nicht absehbar. Fast jede Woche kommen neue Zolldrohungen aus dem Weißen Haus, die Perspektiven für nachhaltige Lösungen im Rahmen der laufenden Verhandlungen mit den Partnerländern sind recht trübe.

In den USA wird kurzfristig eine Gegenbewegung bei den Importen das Bruttoinlandsprodukt (BIP) befeuern, nachdem sie es im ersten Quartal massiv gedämpft haben. Modellschätzungen („Nowcasts“) für das zweite Quartal lagen zuletzt bei einer annualisierten Vorquartalsrate von fast 4 %. Aber jenseits dieser Volatilität dürfte die US-Handelspolitik global und in den USA selbst Wachstum kosten. China verstärkt derzeit seine Bemühungen, die Binnennachfrage zu stimulieren – um den Preis einer weiter steigenden Verschuldung.



Die deutsche Wirtschaft ist im ersten Quartal stärker gewachsen als zunächst angenommen. Das Bruttoinlandsprodukt wurde im Vorquartalsvergleich von 0,2 % auf 0,4 % nach oben revidiert. Dafür waren nicht nur die Exporte verantwortlich, die aufgrund der Vorzieheffekte im ersten Vierteljahr stark zunahm. Auch die binnenwirtschaftliche Dynamik überraschte positiv. Doch im zweiten Quartal dürfte die gesamtwirtschaftliche Leistung leicht sinken, denn dann belasten die höheren US-Zölle zumindest temporär die Außenwirtschaft. Deshalb dürfte das BIP 2025 nur stagnieren. Das wäre das dritte Jahr in Folge ohne Wachstum. Mittelfristig erwarten wir jedoch mehr Dynamik: 2026 könnte das Wachstum 1,5 % erreichen.

Die privaten Konsumausgaben lagen im ersten Quartal ein halbes Prozent über dem Niveau des Vorquartals. Die Verbraucher waren in den Monaten Januar bis März erheblich konsumfreudiger. Die zuletzt stark erhöhte Sparquote sank von 11,3 % auf einen durchschnittlichen Wert von 10,4 %. Damit scheint sich die Sparneigung nun normalisiert zu haben. In den anderthalb Jahren zuvor stagnierte der private Konsum trotz der bereits gestiegenen Reallöhne.

Die Konsumausgaben des Staates nahmen im ersten Quartal um 0,3 % ab, lagen damit jedoch 2,6 % über dem Vorjahresquartal, da die öffentlichen Ausgaben im Verlauf des letzten Jahres stark gestiegen waren. Für 2025 Jahr erwarten wir wieder einen positiven Wachstumsbeitrag des Staatskonsums.

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

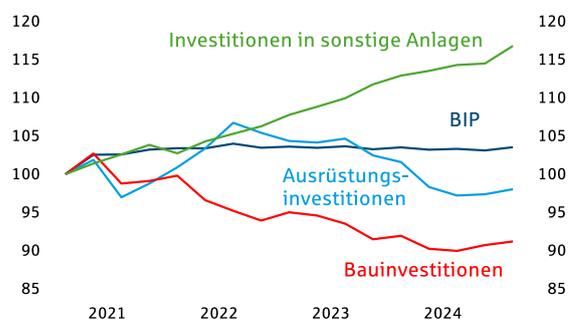
p=Prognose, kalenderbereinigt soweit verfügbar  
Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Vor allem die Investitionen nahmen zuletzt deutlich zu. Die Bruttoanlageinvestitionen wuchsen um 0,9 % – was von allen Kategorien getragen wurde: Die **Bauinvestitionen** legten nach einem starken Schlussquartal 2024 im ersten Vierteljahr 2025 mit einer Vorquartalsrate von 0,5 % erneut kräftig zu. Die **Ausrüstungsinvestitionen** verzeichneten mit 0,7 % ein noch stärkeres Wachstum. Am besten entwickeln sich typischerweise die Investitionen in **sonstige Anlagen**, zu denen immaterielle Vermögenswerte wie Software oder Datenbanken gehören. Diese Investitionen fielen im ersten Quartal 2 % höher aus.

Die **Exporte** stiegen im ersten Quartal und lagen 3,2 % über dem Niveau des Vorquartals. Teilweise dürfte dies an Vorzieheffekten gelegen haben, da US-Unternehmen in Antizipation der Zollerhöhungen im April die Waren früher bestellt haben. Auch die **Importe** nahmen zu, wenn auch mit 1,1 % weniger deutlich. Im laufenden Quartal dürften wir einen Rückgang der Exporte beobachten, da die US-Zölle belasten werden und auf die vorgezogenen Exporte im ersten Quartal ausbleibende Exporte zu einem späteren Zeitpunkt folgen dürften. Insgesamt erwarten wir auf Jahressicht einen negativen Wachstumsbeitrag des Außenhandels.

**Zuletzt wurde wieder mehr investiert**

Reales deutsches Bruttoinlandsprodukt und Komponenten, Index: Q1 2022 = 100

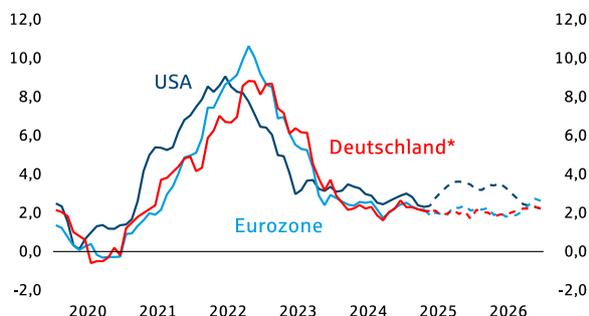


Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Das BIP-Wachstum in der **Eurozone** wurde für das erste Quartal von 0,3 % auf 0,6 % nach oben revidiert. Die spanische Wirtschaft wuchs erneut kräftig mit 0,6 % gegenüber dem Vorquartal, während das französische BIP mit einer Quartalsrate von 0,1 % bremste. Auch die italienische Konjunktur entwickelte sich weniger dynamisch als die Eurozone insgesamt. Das überdurchschnittliche Wirtschaftswachstum fand im ersten Quartal jedoch vor allem in einigen der kleineren Volkswirtschaften innerhalb der Eurozone statt.

**Unsichere Inflationslage in den USA**

Verbraucherpreise, % gg. Vj.



\*nationale Berechnungsweise

Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Die **deutsche Inflationsrate** verharrte im Mai bei 2,1 %. Die Verbraucherpreise erhöhten sich hier im Vormonatsvergleich nur um 0,1 %, da sich weder Güter noch Dienstleistungen signifikant verteuerten. In der Eurozone stagnierte das Preisniveau im Vormonatsvergleich, sodass die Preissteigerung im Vorjahresvergleich auf 1,9 % zurückging (April: 2,2 %). Auch die Kernrate nahm im Euroraum ab. Im April lag sie noch bei 2,7 %, im Mai nur noch bei 2,3 %.

Ohne die drohenden Zolleffekte wäre in den **USA** an der Inflationsfront derzeit Entspannung angesagt. Im Mai legten die Verbraucherpreise insgesamt und gemessen am Kernindex ohne Energie und Nahrungsmittel um jeweils 0,1 % gegenüber dem Vormonat zu. Die lange Zeit störrisch hohe Dynamik der Dienstleistungspreise geht in die richtige Richtung. Aber niemand kann mit Sicherheit sagen, wann und wie viel Donald Trumps Zölle die Verbraucherpreise in den kommenden Monaten anschieben werden – geschweige denn, was an zusätzlichen Zöllen vielleicht noch obendrauf kommt. Die Daten deuten darauf hin, dass der **Inflationseffekt langsamer eintreten** könnte als bisher unterstellt, so dass eine Prognoseanpassung – etwas mehr Inflation 2026, etwas weniger 2025 – wahrscheinlicher wird.

Verbraucherpreise, % gg. Vorjahr	2022	2023	2024	2025p	2026p
Deutschland*	6,9	5,9	2,2	2,1	2,1
Eurozone	8,4	5,4	2,4	2,2	2,2
USA	8,0	4,1	3,0	3,3	3,0

p=Prognose, \*nationale Abgrenzung

Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

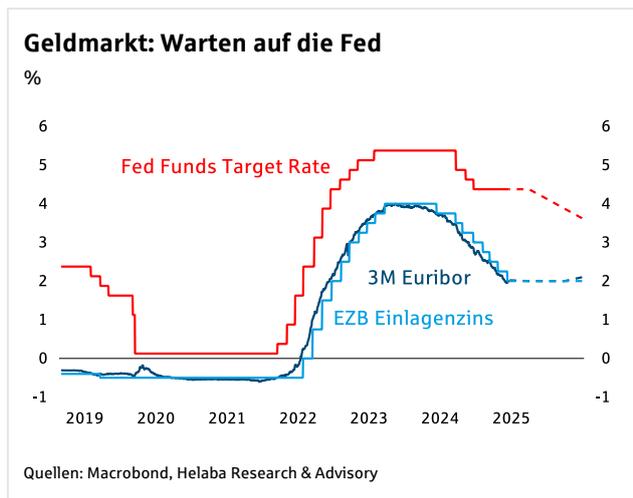
## Geldpolitik: EZB hat geliefert



- Nach acht Zinssenkungen in Folge sieht sich die EZB nun nicht mehr unter Druck
- Im zweiten Halbjahr dürfte der EZB-Rat eine Beobachterposition einnehmen
- Trotz schwieriger Konjunkturlage rechnet die EZB nicht mit deflationären Tendenzen
- Gegen weitere Zinssenkungen spricht zudem die angekündigte expansivere Fiskalpolitik
- Fed Zinsentscheid am Abend des 18. Juni, aber keine Zinsänderung erwartet
- Lockerung bleibt auf der Agenda, aber Timing unklar – wir rechnen mit Zinssenkung im Q4

uk/ Nach **acht Leitzinssenkungen** in Folge hat die EZB den Leitzins auf 2,0 % gesenkt. Laut Christine Lagarde ist damit der **Zinssenkungszyklus** praktisch beendet. Der EZB-Rat sieht sich mit dem jetzt erreichten Zinsniveau, das dem EZB-Inflationsziel entspricht, offenbar in einer **komfortablen Lage**, um abzuwarten, was in turbulenten Zeiten noch alles kommt. Dass dies schnell eintreten kann, hat die jüngste Eskalation im Nahen Osten gezeigt. Der **Juli** ist eindeutig auf eine **geldpolitische Pause** ausgerichtet. Ob dies im September noch immer der Fall sein wird, bleibt abzuwarten. Allerdings dürfte der EZB-Rat nicht ohne Not in den expansiven Bereich unter die 2 % Marke einschwenken.

Trotz etwas wackliger Konjunkturaussichten rechnet die EZB offenbar **nicht mit deflationären** Tendenzen. Vielmehr dürfte sie die geplanten Fiskalpakete, die längerfristige Inflationsrisiken mit sich bringen, genau beobachten. Die Wahrscheinlichkeit einer längeren **geldpolitischen Seitwärtsphase** ist daher höher einzustufen als die Wahrscheinlichkeit weiterer Lockerungen. Zudem erscheint es ratsam, nicht gleich sein ganzes Pulver zu verschießen. Zwar macht das Bankensystem derzeit einen robusten Eindruck und auch die Spreads im Euroraum sind unauffällig, es bestehen jedoch auch hier gewisse Risiken.



pf/ Auf Basis der aktuellen Datenlage könnte die **Fed** den unterbrochenen Zinssenkungsprozess eigentlich wieder aufnehmen. Der Kernindex der Verbraucherpreise ist in den vergangenen drei Monaten mit einer annualisierten Rate von nur 1,7 % gestiegen und die lange zähe Dienstleistungsinflation scheint sich endlich zu beruhigen. Jedoch ist die Unsicherheit über die Handelspolitik Donald Trumps so groß, dass die Notenbank klar ihre Absicht signalisiert hat, erst einmal abzuwarten, wie groß deren erwartete konjunkturdämpfenden und inflationstreibenden Effekte in der Praxis ausfallen.

Wahrscheinlich wird die US-Notenbank erst **gegen Ende des Jahres** genug Zuversicht gesammelt haben,

dass die Zölle keine neue Inflationswelle losretten und den Leitzins senken. Bis Sommer 2026 rechnen wir mit einer Reduktion des Zielbandes für die Federal Funds Rate von aktuell 4,25 % bis 4,50 % um rund 100 Basispunkte. Vor dem Hintergrund der sich abzeichnenden fiskalischen Impulse durch Steuersenkungen wird eine expansive Geldpolitik weder 2025 noch 2026 erforderlich werden. Mit einem Leitzinsniveau von etwa 3,5 % wäre die Fed im neutralen Bereich.

%	aktuell*	Q3/25	Q4/25	Q1/26	Q2/26
3M Euribor	2,02	2,00	2,00	2,00	2,10
EZB Einlagenzins	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
Fed Funds Rate	4,38	4,38	4,13	3,88	3,63

\* 17.06.2025

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

## Staatsanleihen: Erhöhte Inflationsunsicherheit belastet



- Der Nahost-Krieg brachte keine große Entlastung in Form von Zuflüssen in sichere Häfen
- Die nun erhöhten Inflationsrisiken drücken auf die Stimmung
- Thema Staatsverschuldung scheint zumindest temporär an Beachtung zu verlieren
- Erhöhte Schwankungsanfälligkeit bei US-Treasuries dürfte jedoch anhalten
- 10-jährige US-Treasuries zum Jahresende bei rund 4,5 % erwartet
- 10-jähriger Bunds notieren im Basisszenario zum Jahresende bei 2,8 %

uk/ Die Rendite 10-jähriger **US-Treasuries** notierte zuletzt bei rund 4,5 % und liegt damit nicht weit von der für den US-Haushalt als kritisch eingestuften 5-Prozent-Marke entfernt. Bei **30-jährigen US-Treasuries** wurde diese bereits überschritten – sie notierten zeitweise auf dem höchsten Stand seit fast 18 Jahren

Das auch unter den Republikanern umstrittene **Steuerpaket** von US-Präsident Trump, welches den Haushalt noch stärker in Schieflage bringen würde, befindet sich in der finalen Phase. Der zeitgleiche Rückgang der **Kreditausfallprämien** für US-Staatsanleihen zeigt jedoch, dass das Thema „hohe Staatsverschuldung“ inzwischen weitgehend **eingepreist** ist.

### Risikoaufschläge gehen runter

Kreditausfallprämien 10-jähriger Staatsanleihen (CDS), Prozentpunkte



Quellen: LSEG, Helaba Research & Advisory

Andere Themen rückten zuletzt in den Mittelpunkt. Die **Eskalation im Nahen Osten** brachte den Rentenmärkten allerdings keine große Entlastung in Form von Zuflüssen in **sichere Häfen**. Allerdings besteht die Sorge vor einer massiven Verteuerung der **Energiepreise** durch eine Blockade der Seestraße von Hormus. Ein deutlicher Anstieg der **Inflationserwartungen** an den Terminmärkten war jedoch bislang nicht zu verzeichnen.

Die Ereignisse haben gleichwohl eine dämpfende Wirkung auf die **Zinssenkungserwartungen**. Die aktuelle

Unsicherheit bei der Inflation passt zu den Aussagen der EZB, dass sie ab jetzt sehr viel vorsichtiger agieren wird

und der **Zinssenkungszyklus praktisch abgeschlossen** ist. Die Rendite zweijähriger Bundesanleihen hatte Anfang Mai mit 1,69 % ein Tief ausgebildet. Seither hat sich ein leichter Aufwärtstrend eingestellt. Innerhalb unseres Basisszenarios ist der Spielraum, neue Tiefstände zu markieren, auch bei längeren Laufzeiten eher gering.

Insgesamt dürfte sich die **volatile Entwicklung** der Renditen fortsetzen. Die Unterstützung von geldpolitischer Seite lässt zumindest im Euroraum spürbar nach. Gleichzeitig setzt die EZB den Abbau ihrer **Anleihebestände** fort, sodass bei relativ hoher **Emissionstätigkeit** die Belastung auf der Angebotsseite spürbar bleibt. Vom US-Rentenmarkt ist kaum Rückenwind zu erwarten. Die hohe Staatsverschuldung und Inflationsrisiken belasten US-Treasuries und sorgen tendenziell für eine **steilere Zinskurve**. Die Rendite 10-jähriger Bunds dürfte am Jahresende bei verbesserten Konjunkturaussichten für 2026 bei rund **2,8 %** liegen, das US-Pendant wird vermutlich bei etwa **4,5 %** notieren.

### Renditen: Seitwärtskurs wird gehalten



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

%	aktuell*	Q3/25	Q4/25	Q1/26	Q2/26
10j. Bundesanl.	2,54	2,70	2,80	2,80	3,00
10j. US-Treasuries	4,39	4,30	4,50	4,50	4,50

\* 17.06.2025

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

## Aktien: Zu viel Gelassenheit



- Trotz der Eskalation im Nahen Osten erweisen sich Aktien als robust
- Konjunkturstimung hat nach oben gedreht, Zölle bleiben aber Risikofaktor
- Wir haben unsere Aktienprognosen nach oben korrigiert, rechnen aber weiterhin mit Korrekturen
- Bei den Schätzungen für die Unternehmensgewinne überwiegen noch die negativen Revisionen
- In den USA hat sich die Anlegerstimmung etwas aufgehellt, hierzulande bleibt sie neutral
- S&P 500 teuer, DAX und EURO STOXX 50 ebenfalls außerhalb des fairen Bereichs
- Zuletzt hat der DAX mit dem Abbau der technischen Überhitzung begonnen

mr/ Obwohl das **Zollthema bislang noch ungeklärt** ist, spielt es an den Aktienmärkten derzeit bestenfalls eine untergeordnete Rolle. Dazu passend kursiert an den Märkten gegenwärtig ein neues Akronym: TACO – „Trump always chickens out“ (Trump kneift immer). Die anfänglichen Kursverluste durch die Ankündigung reziproker Zölle wurden bei den meisten Aktienindizes längst aufgeholt. Der DAX konnte zwischenzeitlich sogar neue Höchststände markieren, bevor die jüngste Eskalation zwischen Israel und Iran den **Risikoappetit** etwas bremste.



**Favorit** in diesem Jahr sind europäische und insbesondere **deutsche Standardwerte**, die ihre US-amerikanischen Pendanten abgehängt haben. Während der S&P 500 gegenüber dem Jahresultimo derzeit lediglich ein kleines Plus von knapp 2 % vorweisen kann, sind es beim DAX rund 18 %. Durch die Dollar-Abwertung konnten US-Anleger mit einem DAX-Engagement sogar eine Gesamtperformance von 31 % erzielen. Neben Währungserwartungen haben Bewertungsunterschiede zwischen den USA und Deutschland inter-

Indexpunkte	aktuell*	Q3/25	Q4/25	Q1/26	Q2/26
DAX	23.435	21.000	22.000	22.500	23.000
Euro Stoxx 50	5.289	4.800	5.000	5.100	5.200
S&P 500	5.983	5.400	5.500	5.600	5.700

\* 17.06.2025

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

nationale Investoren in den DAX gelockt. Ob sich der Trend zur Umschichtung von US-Dollar- in Euro-Titel fortsetzt, hängt auch von den Erwartungen internationaler Anleger hinsichtlich des Dollars ab.

Inzwischen ist die Bewertungsdifferenz kleiner geworden. Zudem ist auch der **DAX**, gemessen an seiner eigenen Historie, **teuer**. Die Bewertungsexpansion ist – anders als üblich – nicht hinreichend durch entsprechend deutlich steigende konjunkturelle Frühindikatoren getragen. Gleichzeitig wirkt der DAX – gemessen am Abstand zur 200-Tage-Linie – **technisch überhitzt**. In früheren Phasen zog dies häufig Korrekturen nach sich.

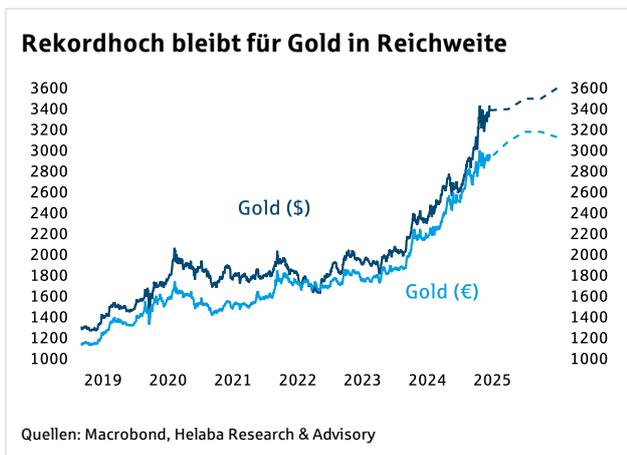


Aktienanleger haben mit Blick auf die Zollfrage sehr **viel Positives vorweggenommen**. Das Überraschungspotenzial liegt damit auf der negativen Seite. Die Kursrückgänge dürften angesichts voraussichtlich weniger harter Zollmaßnahmen geringer ausfallen als nach der Verkündung der reziproken Zölle Anfang April unterstellt. Wir haben daher unsere **Aktienprognosen entsprechend korrigiert**. Allerdings gehen wir weiterhin davon aus, dass der DAX in den kommenden Monaten in sein faires Band zurückkehren und am Jahresende im Bereich um 22.000 Punkten notieren wird. Auf kurze Frist ist das **Chance-Risiko-Verhältnis bei Aktien** aus unserer Sicht nach wie vor nicht attraktiv.

## Gold: Als sicherer Anlagehafen im Dauereinsatz



- Gold notiert mit Preisen knapp unter 3.400 US-Dollar je Feinunze in Nähe seines Rekordhochs
- Jahresperformance von knapp 30 % stellt andere Assetklassen in den Schatten
- Jüngster Preissprung erfolgte nach der Eskalation im Nahen Osten, beruhigte sich dann wieder
- Gold dürfte als sicherer Anlagehafen weiter profitieren, wenn auch mit nachlassender Dynamik



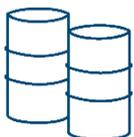
US-Staatsanleihen werden aufgrund der Politik von Präsident Trump als weniger sicher angesehen. Deshalb dürfte das Edelmetall bis Jahresende die Marke von **3.500 US-Dollar je Feinunze** knacken.

cw/ Die vorläufige **Entspannung** bei den **Zollauseinandersetzungen** hatte zu einer Entspannung beim Goldpreis geführt. Damit war der Durchmarsch zum jüngsten **Rekordwert** von knapp **3.500 US-Dollar je Feinunze** zunächst unterbrochen. Mit dem Angriff Israels auf den Iran hat Gold einen weiteren **sicherheitsbedingten Preisschub** erfahren. Das Edelmetall schaffte temporär den Sprung über 3.400 US-Dollar und bleibt in Reichweite zu seinem Rekordhoch im April von gut 3.500. Weniger stark gewinnt das Edelmetall in Eurorechnung. Auf Jahressicht beläuft sich das Preisplus auf gut 20 %, während in Dollarrechnung die Performance über 30 % beträgt. Gold profitiert von der starken Nachfrage nach einem **sicheren Anlagehafen**, auch weil es kaum mehr eine Konkurrenz gibt. US-Dollar und

Preis / Feinunze	aktuell*	Q3/25	Q4/25	Q1/26	Q2/26
Gold in Euro	2.951	3.091	3.182	3.182	3.130
Gold in US-Dollar	3.388	3.400	3.500	3.500	3.600

\* 17.06.2025 Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

## Rohöl: Nahost-Konflikt lässt Risikoprämie steigen



- Krieg im Nahen Osten: Risikoprämie steigt nach israelischem Angriff auf den Iran
- Ende Mai hatte sich die OPEC+ auf eine weitere Produktionsausweitung im Juli geeinigt
- Saudi-Arabien übt weiterhin Druck auf Kasachstan aus, sich an die Quote zu halten
- US-Ölproduktion zuletzt rückläufig – Explorationen stocken

ru/ Mit dem Angriff Israels auf den Iran hat der **Nahost-Konflikt** eine neue Eskalationsstufe erreicht. Eine erhöhte **Risikoprämie** hat die Ölnotierungen über 70 USD/Barrel getrieben. Rund 23 % des globalen Ölbedarfs wird von Ländern am Persischen Golf befriedigt. Noch ist unklar, ob der Iran die „Ölwaffe“ nutzt und die Straße von Hormus blockiert. Zunächst aber bleibt die Risikoprämie wohl erhöht. Ende Mai hatte die OPEC+ auch für Juli eine **Produktionsausweitung** um 411 Mio. Barrel/Tag angekündigt. Es wäre die dritte Steigerung in diesem Umfang. Insbesondere Saudi-Arabien versucht, **Kasachstan** – das einen neuen Produktionsrekord verzeichnet – unter Druck zu setzen, sich an die Produktionsquote zu halten. Derweil greifen Hoffnungen auf eine **konjunkturelle Erholung** Raum und die US-Produzenten fördern seit Wochen weniger Öl. Der bis zuletzt niedrige Ölpreis ließ die **Erschließung** neuer



Bohrlöcher unrentabel erscheinen und so sank deren Zahl.

Ölproduktionen über 70 USD/Barrel getrieben. Rund 23 % des globalen Ölbedarfs wird von Ländern am Persischen Golf befriedigt. Noch ist unklar, ob der Iran die „Ölwaffe“ nutzt und die Straße von Hormus blockiert. Zunächst aber bleibt die Risikoprämie wohl erhöht. Ende Mai hatte die OPEC+ auch für Juli eine **Produktionsausweitung** um 411 Mio. Barrel/Tag angekündigt. Es wäre die dritte Steigerung in diesem Umfang. Insbesondere Saudi-Arabien versucht, **Kasachstan** – das einen neuen Produktionsrekord verzeichnet – unter Druck zu setzen, sich an die Produktionsquote zu halten. Derweil greifen Hoffnungen auf eine **konjunkturelle Erholung** Raum und die US-Produzenten fördern seit Wochen weniger Öl. Der bis zuletzt niedrige Ölpreis ließ die **Erschließung** neuer

Preis / Barrel	aktuell*	Q3/25	Q4/25	Q1/26	Q2/26
Rohöl Brent	76	75	78	81	83

\* 17.06.2025 Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

## Immobilien: Kreditvergabe für Wohnimmobilien legt kräftig zu



- Jahresperformance offener Immobilienfonds zuletzt nur noch bei -0,2 %
- Nettomittelabflüsse offener Fonds setzen sich fort und betragen im April 691 Mio. Euro
- Liquiditätsquote der Fonds ist vorerst ausreichend, um weitere Abflüsse zu bedienen
- Neugeschäft von Wohnimmobilienfinanzierungen belebt sich deutlich
- Vergabe von Darlehen für Gewerbeimmobilien bewegt sich auf dem Niveau der vorigen Quartale
- Guter Jahresauftakt sollte angesichts des makroökonomischen Umfelds nicht überschätzt werden

pr/ Die Performance **offener Immobilienfonds**, gemessen am „Helaba OIF-Index“, lag zuletzt bei -0,2 % und ist damit im Vergleich zum Vormonat gesunken. Weitere vereinzelte Abwertungen und das schwierige Marktumfeld dürften die Fonds auch in den kommenden Monaten belasten. Mit einer leichten Verbesserung ist erst gegen Ende

des Jahres zu rechnen. Die Nettomittelabflüsse setzten sich fort und betragen im April 691 Millionen Euro. Grund hierfür ist die im Vergleich zu festverzinslichen Kapitalanlagen geringe relative Attraktivität der Assetklasse. Gemessen an der Liquiditätsquote haben die Fonds die Mittelabflüsse bisher recht gut verkräftet. Laut Ratingagentur Scope lag die durchschnittliche Liquiditätsquote offener Immobilienfonds Ende April mit 14,3 % etwas niedriger als zum Jahresende 2023 (15,1 %), jedoch **wesentlich über der gesetzlich vorgesehenen Mindestliquidität von 5 %**.

Für **Gewerbeimmobilien**, die einen wichtigen Bestandteil in den Portfolios der offenen Immobilienfonds ausmachen, deuten die aktuellen Darlehenszusagen des Verbands deutscher Pfandbriefbanken (vdp) auf eine **Seitwärtsbewegung im Finanzierungsge-**

### Offene Immobilienfonds weiterhin unter Druck

Gesamtrendite, Helaba OIF-Index, %



Quellen: LSEG, Helaba Research & Advisory

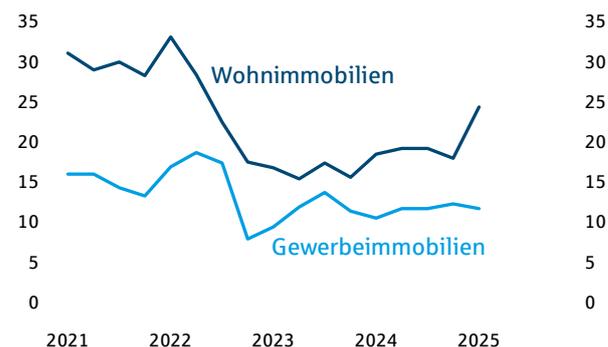
**schäft.** Bei gewerblichen Immobilienfinanzierungen blieb die Kreditvergabe mit 11,7 Mrd. Euro im ersten Quartal 2025 stabil. Rückläufig war das Neugeschäft von Büroimmobilien, während Handelsimmobilien und Hotels zulegten.

Dagegen nahm die Vergabe von **Wohnimmobilienfinanzierungen besonders kräftig** zu. In diesem Segment wurden 24,4 Mrd. Euro Neugeschäft getätigt, was einem Plus in Höhe von 31,9 % gegenüber dem ersten Quartal 2024 entspricht. Den stärksten Zuwachs verzeichneten Mehrfamilienhäuser mit 51,2 %. Auch Finanzierungen für Ein-/Zweifamilienhäuser und Eigentumswohnungen stiegen zweistellig.

Die Darlehenszusagen für Wohnimmobilien erreichten damit im ersten Quartal 2025 das höchste Niveau seit dem zweiten Quartal 2022. **Ein weiterer deutlicher Anstieg erscheint jedoch unwahrscheinlich.** Der erwartete leichte Anstieg der Kapitalmarktzinsen zum Jahresende würde

### Wohnimmobilienfinanzierung steigt kräftig an

Darlehenszusagen der vdp-Mitgliedsunternehmen, Mrd. Euro



Quellen: vdp, Helaba Research & Advisory

auch das Niveau der Hypotheken erhöhen und die Kreditnachfrage dämpfen. Hinzu kommen zunächst noch verhaltene konjunkturelle Aussichten, die Kreditnachfrage und -angebot zusätzlich begrenzen dürften.

% gg. Vorjahr	2022	2023	2024	2025p	2026p
Helaba OIF-Index*	2,3	1,5	0,2	0,5	1,5
Wohnimmobilien**	7,2	-5,0	-1,3	4,0	3,0
Gewerbeimmobilien**	-0,4	-10,2	-5,3	1,5	2,0

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

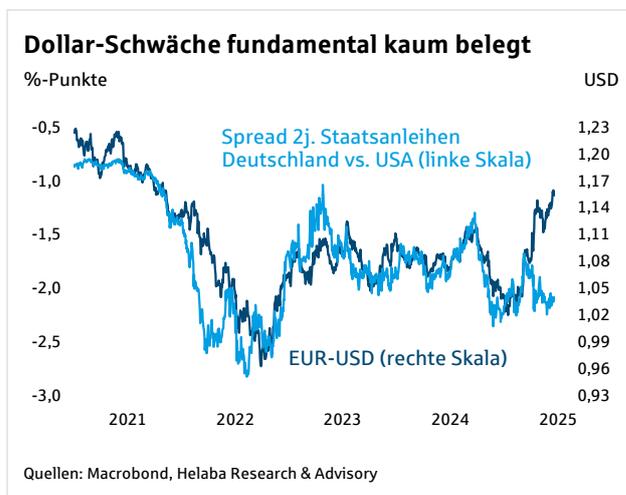
## Devisen: US-Dollar noch unter Druck



- Talfahrt des US-Dollars setzte sich fort und erreichte mehrjähriges Tief
- Politische Unsicherheiten dominieren die Wechselkurse, auch wenn die Turbulenzen nachließen
- Euro-Dollar-Kurs dürfte etwas nachgeben, da fundamentale Unterstützung begrenzt ist
- Abwertungspotenzial des Britischen Pfunds nach Verlusten allmählich ausgereizt
- Schweizer Franken ohne geopolitische Eskalation mit ungünstigem Chance-Risiko-Verhältnis
- Japanischer Yen vorerst ohne Rückenwind, aber mittelfristig mit Aufwertungschancen

ca/ Der **US-Dollar** geriet nach einer zeitweiligen Stabilisierung **erneut unter Druck**. Der Dollar-Index rutschte auf den tiefsten Stand seit März 2022. Noch ausgeprägter war die Entwicklung des Euro-Dollar-Kurses, der erstmals seit November 2021 über 1,16 sprang. Dabei kamen vom Handelskonflikt eher deeskalierende Signale. Die daher nachlassende Risikoaversion stützte den Dollar auch nicht. Dies ist an sich zwar die normale Marktreaktion, aber die zuvor höhere Nervosität schadete ungewöhnlicherweise dem Greenback. Der eskalierende Israel-Iran-Konflikt und damit einhergehende höhere Rohölpreise halfen nur kurzzeitig der US-Währung.

Die US-Konjunkturdaten zeigten sich zuletzt gemischt. Einem soliden Arbeitsmarktbericht standen schwächere Einkaufsmanagerindizes gegenüber. Das BIP-Wachstum wird nach dem rückläufigen ersten Vierteljahr im zweiten Quartal vermutlich recht kräftig ausfallen. Der Grund hierfür ist die Gegenbuchung zu den hohen Importen zu Jahresanfang. Trotz der zumindest zwischenzeitlich geltenden Strafzölle fiel die Inflation auch im Mai noch sehr moderat aus. Allerdings dürften die eigentlichen Preiseffekte noch folgen. Für die Fed bleibt die Situation damit schwierig, da ein zollbedingter Inflationsschub droht, sich aber noch nicht in den Daten zeigt. Die US-Notenbank wird daher mögliche **Zinssenkungen** wohl weiter **hinauszögern**. Der US-Renditevorteil gegenüber dem Euro bewegte sich zuletzt per saldo kaum. Der Zusammenhang zwischen Wechselkurs und Zinsdifferenz ist nach wie vor ungewöhnlich gering.



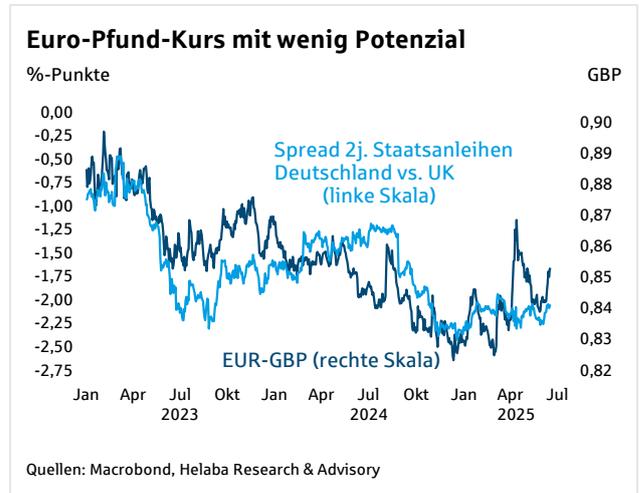
Der Euro-Dollar-Kurs erhielt etwas **Rückenwind auch aus Europa**. Die Konjunkturdaten überzeugten überwiegend. Trotz der rückläufigen Inflation legt die EZB wenigstens eine Pause ein. Die Notenbank senkte ihren Leitzins auf 2,0 % und hielt sich hinsichtlich der weiteren Zukunft bedeckt. Falls die EZB ihre Zinssenkungen tatsächlich schon beendet hat, sollte dies den Euro-Dollar-Kurs begünstigen.

Die fundamentalen Größen scheinen jedoch am Devisenmarkt derzeit nicht der entscheidende Faktor zu sein. Denn ansonsten würde der Dollar – gemessen an der aktuellen Lage – stärker notieren. Nach wie vor **dominieren die Unsicherheiten hinsichtlich der US-Politik**, die internationale Anleger zu Umschichtungen

veranlassen. Theoretisch könnte der Euro-Dollar-Kurs aus diesem Blickwinkel heraus noch viel höher steigen. Allerdings kann auch das Gegenteil passieren, da die realisierte US-Politik doch weniger dramatisch ausfällt. Wir gehen davon aus, dass der **Euro-Dollar-Kurs** den jüngsten Anstieg nicht halten kann und wieder in den **Bereich von 1,10 bis 1,15** zurückfällt.

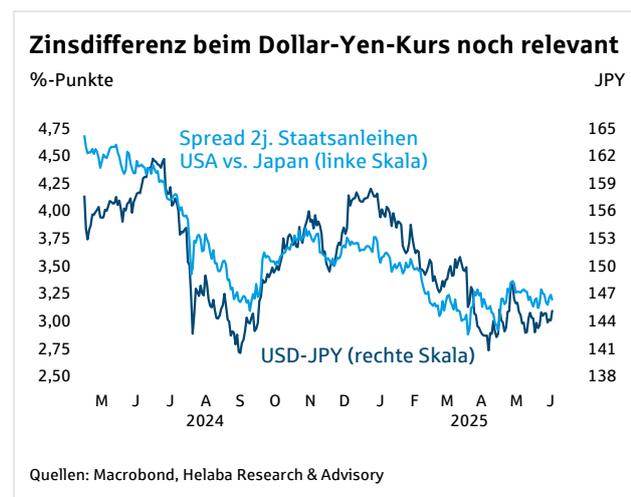
Das **Britische Pfund** wertete zwar gegenüber dem US-Dollar auf, verlor jedoch gegenüber dem Euro. Dabei wird die Bank of England anders als die EZB im Juni nicht ihren Leitzins senken. Die Inflation liegt ungeachtet eines leichten Rückgangs mit über 3 % noch recht hoch. Allerdings trugen hierzu einige Einmaleffekte bei, weshalb die britische Notenbank wohl darüber hinwegschauen wird. Das Lohnwachstum verlangsamte sich etwas auf aber noch erhöhtem Niveau. Die Bank of England wird ihren Zinssenkungskurs noch fortsetzen.

Die britischen Konjunkturdaten geben eher Rätsel auf. Nach dem kräftigen Zuwachs im ersten Quartal zeichnet sich ein höchstens marginales Plus in der laufenden Periode ab. Zumindest die monatlichen BIP-Werte für den April enttäuschten. Im Gesamtjahr dürfte die britische Wirtschaft mit rund 1 % solide zulegen, was die Bank of England jedoch nicht von weiteren Lockerungen abhalten wird. Dies scheint der Markt einzupreisen. Daher ist nach dem jüngsten Anstieg das **Potenzial für den Euro-Pfund-Kurs begrenzt**, der Wechselkurs wird Ende 2025 vermutlich um das aktuelle Niveau von 0,85 notieren. Gegenüber dem Dollar wird die Entwicklung maßgeblich aus den USA geprägt. Das „Cable“, also der Pfund-Dollar-Kurs, könnte daher sogar wieder etwas sinken.



Der **Schweizer Franken** war angesichts des Israel-Iran-Konflikts nur kurz als sicherer Hafen gefragt. Per saldo verlor die Schweizer Währung in den letzten Wochen sogar gegenüber dem Euro. Allerdings nahm die Risikoaversion insgesamt ab, so dass die Schweizer Fluchtwährung damit auch wenig Rückenwind erhielt. Gemessen daran notiert der Euro-Franken-Kurs sogar recht niedrig, gleiches gilt für die Zinsdifferenzen.

Die Schweizer Notenbank wird den Leitzins wohl auf null senken. Im Mai rutschte die Schweizer Teuerung sogar leicht in negatives Terrain, wengleich die Kernrate noch höher ausfällt. Das BIP-Wachstum im ersten Quartal mit 0,8 % fiel durchaus kräftig aus. Allerdings mahnen rückläufige Stimmungsindikatoren zur Vorsicht. Die SNB wird daher grundsätzlich die **Geldpolitik expansiv halten** und auf mögliche Devisenmarktinterventionen hinweisen. Indizien für Markteingriffe gab es zuletzt aber nicht. Sofern geopolitische Eskalationen ausbleiben, dominieren beim Franken eher die Risiken. Der Euro-Franken-Kurs dürfte daher leicht steigen.



Der **Japanische Yen** verlor deutlich gegenüber dem Euro, während er kaum verändert zum US-Dollar notiert. Damit konnte Japans Währung nicht mehr von der US-Schwäche profitieren. Anders als beim Euro-Dollar-Kurs scheinen die Renditedifferenzen beim Dollar-Yen-Kurs noch eine größere Rolle zu spielen.

Das BIP-Wachstum in Japan fiel im ersten Quartal schwach aus und bleibt wohl in der laufenden Periode mäßig. Die Inflation hingegen ist mit deutlich über 3 % hoch, aber hierzu trugen Sonderfaktoren wie die Reispreise bei. Die Bank of Japan wird auch angesichts der handelspolitischen Unsicherheiten weitere Zinserhöhungen vorerst hinauszögern. Letztlich wird Japans

Notenbank aber weiter straffen, während die Fed lockert. Daher dürfte der **Dollar-Yen-Kurs mittelfristig doch weiter nachgeben**. Auch gegenüber dem Euro wird der Yen vermutlich aufwerten.

gg. Euro	aktuell*	Q3/25	Q4/25	Q1/26	Q2/26
US-Dollar	1,15	1,10	1,10	1,10	1,15
Jap. Yen	167	158	158	155	157
Brit. Pfund	0,85	0,84	0,85	0,85	0,86
Schw. Franken	0,94	0,95	0,96	0,96	0,96

\* 17.06.2025  
 Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory



## Prognosetabelle BIP und Inflation

	Bruttoinlandsprodukt				Verbraucherpreise			
	reale Veränderung gg. Vorjahr, %				Veränderung gg. Vorjahr, %			
	2023	2024	2025p	2026p	2023	2024	2025p	2026p
Eurozone	0,6	0,8	0,8	1,3	5,4	2,4	2,2	2,2
Deutschland	-0,1	-0,2	0,0	1,5	5,9	2,2	2,1	2,1
Frankreich	1,6	1,1	0,8	1,4	5,7	2,3	1,5	2,4
Italien	0,8	0,5	0,5	1,0	5,9	1,1	2,4	2,3
Spanien	2,7	3,2	2,2	1,6	3,4	2,9	2,6	2,7
Niederlande	0,1	1,0	1,3	1,1	4,1	3,2	3,3	2,8
Österreich	-0,9	-1,3	0,0	1,3	7,8	2,9	3,0	2,3
Schweden	0,1	1,0	1,3	2,3	8,5	2,8	0,7	1,5
Polen	0,1	2,9	3,0	3,5	11,4	3,6	4,0	3,3
Tschechien	0,1	1,0	1,7	2,5	10,7	2,4	2,5	2,3
Ungarn	-0,7	0,5	1,0	3,0	17,6	3,7	4,7	3,5
Großbritannien	0,4	1,1	1,0	1,5	7,3	2,5	3,0	2,5
Schweiz	1,2	1,0	1,5	1,5	2,1	1,1	0,2	0,7
USA	2,9	2,8	1,7	1,7	4,1	3,0	3,3	3,0
Japan	1,4	0,2	1,0	0,8	3,3	2,7	2,5	2,0
Asien ohne Japan	4,7	4,7	3,9	3,9	2,1	1,6	1,7	2,1
China	4,9	5,0	4,0	4,0	0,2	0,2	0,5	1,2
Indien*	9,2	6,5	6,2	5,8	5,7	4,8	4,3	4,4
Russland	3,0	3,8	1,7	2,2	5,9	8,4	6,8	4,5
Türkei	4,5	3,2	3,0	3,5	53,9	58,4	29,0	13,0
Lateinamerika**	2,1	1,8	2,0	2,2	18,3	25,7	7,2	4,9
Brasilien	2,9	2,8	2,5	1,6	4,6	4,4	4,0	3,8
Welt	3,1	3,1	2,5	2,7	4,9	4,4	2,9	2,6

Welt: gewichtet auf PPP-Basis, ab März 2025 Umstellung auf Basisjahr 2021; Verbraucherpreise Welt ohne Türkei

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

Quellen: Macrobond, LSEG, Helaba Research & Advisory



## Kapitalmarktprognosen

	Veränderung seit ...		aktueller Stand**	Helaba-Prognosen			
	31.12.2024	Vormonat*		Q3/2025	Q4/2025	Q1/2026	Q2/2026
<b>Zinsen</b>	Basispunkte		%				
EZB Refi-Satz	-100	-25	2,15	2,15	2,15	2,15	2,15
EZB Einlagenzins	-100	-25	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
Tagesgeldsatz €STR	-98	-25	1,92	2,00	2,00	2,00	2,00
3M Euribor	-69	-2	2,02	2,00	2,00	2,00	2,10
6M Euribor	-50	-4	2,07	2,05	2,10	2,10	2,10
2j. Bundesanleihen	-21	0	1,87	2,20	2,25	2,25	2,25
5j. Bundesanleihen	-1	-5	2,14	2,40	2,50	2,50	2,60
10j. Bundesanleihen	17	-11	2,54	2,70	2,80	2,80	3,00
2j. Swapsatz	-18	-1	2,01	2,30	2,35	2,35	2,35
5j. Swapsatz	1	-3	2,25	2,50	2,60	2,60	2,70
10j. Swapsatz	20	-4	2,56	2,70	2,80	2,80	3,00
20j. Swapsatz	36	-4	2,72	2,75	2,80	2,80	3,00
30j. Swapsatz	49	-3	2,64	2,70	2,80	2,80	3,00
Fed Funds Target Rate	0	0	4,38	4,38	4,13	3,88	3,63
10j. US-Treasuries	-18	-21	4,39	4,30	4,50	4,50	4,50
<b>Aktien</b>	Landeswährung, %						
DAX	17,7	-2,9	23.435	21.000	22.000	22.500	23.000
Euro Stoxx 50	8,0	-3,0	5.289	4.800	5.000	5.100	5.200
Dow Jones	-0,8	0,8	42.216	38.000	39.000	39.500	40.300
S&P 500	1,7	2,4	5.983	5.400	5.500	5.600	5.700
Nikkei 225	-3,4	3,3	38.537	34.000	35.000	35.500	36.000
<b>Gold und Brentöl</b>	%						
Gold €/Unze	16,4	0,9	2.951	3.091	3.182	3.182	3.130
Gold \$/Unze	29,1	2,2	3.388	3.400	3.500	3.500	3.600
Brentöl \$/Barrel	2,4	17,8	76	75	78	81	83
<b>Devisen</b>	jeweils gg. Euro, %		jeweils gg. Euro				
US-Dollar	-9,8	-1,3	1,15	1,10	1,10	1,10	1,15
Japanischer Yen	-2,4	-2,4	167	158	158	155	157
Britisches Pfund	-3,2	-1,3	0,85	0,84	0,85	0,85	0,86
Schweizer Franken	0,3	-0,2	0,94	0,95	0,96	0,96	0,96

\* 21.05.2025 \*\* 17.06.2025

Quellen: Bloomberg, Helaba Research &amp; Advisory



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

## Wir sind für Sie da:

### Themengebiete

Chefvolkswirtin/Head of Research & Advisory  
Rentenstrategie  
Aktienstrategie  
Devisenstrategie, Großbritannien  
Gold  
Immobilien  
Rohöl  
Deutschland, Eurozone  
USA, China

### Autoren/-innen

Dr. Gertrud Rosa Traud (rt) 20 24  
Ulf Krauss (uk) 47 28  
Markus Reinwand (mr), CFA 47 23  
Christian Apelt (ca), CFA 47 26  
Claudia Windt (cw) 25 00  
Paul Richter (pr) 79 58  
Ralf Umlauf (ru) 11 19  
Simon Azarbajani (saz) 79 76  
Patrick Franke (pf) 47 38

**Durchwahl**  
069/9132-

## Herausgeber und Redaktion

Helaba Research & Advisory

Redaktion:

Dr. Stefan Mitropoulos

Verantwortlich:

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

Neue Mainzer Str. 52-58  
60311 Frankfurt am Main  
Tel. 069/91 32-20 24  
Internet: <http://www.helaba.de>

## Disclaimer

Die Publikation ist mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Sie enthält jedoch lediglich unverbindliche Analysen und Prognosen zu den gegenwärtigen und zukünftigen Marktverhältnissen. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wir aber keine Gewähr übernehmen können. Sämtliche in dieser Publikation getroffenen Angaben dienen der Information. Sie dürfen nicht als Angebot oder Empfehlung für Anlageentscheidungen verstanden werden.



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