

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

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

Editorial: Weniger Sonderwege, mehr Spielraum für alle



gt/ Die deutsche Konjunktur ist zwar nicht mehr ganz so lahm wie noch im letzten Jahr. Von echter Dynamik kann man aber nicht sprechen. Die Industrie kommt nicht in Schwung und auch die Dienstleistungsbereiche stolpern noch dahin. So überrascht es nicht, dass die „Ampel“ neben der Aufstellung eines Haushaltsplans für 2025 auch noch einen Wachstumsturbo initiiert hat. Mittlerweile ist dieser sowohl inhaltlich als auch verbal zu einer Wachstumsinitiative geschrumpft. Mit 49 Einzelmaßnahmen ist es nicht ganz einfach den Überblick zu behal-

ten. Vielmehr fehlt ein klares durchgehendes Konzept, das auch positive Signale setzen kann. Die Grundideen passen, bei der Ausgestaltung fehlt aber der Mut.

Nicht die konjunkturellen Aspekte, sondern die strukturellen Schwächen sind Deutschlands größtes Problem. Dies fängt mit dem Arbeitskräftemangel an, zieht sich über die zu geringe Wettbewerbsfähigkeit aufgrund hoher steuerlicher Belastungen und Abgaben, schlechter Infrastruktur und hohen Energiepreise bis zu überbordender Bürokratie hin. Der Versuch überall ein bisschen, aber nichts konsequent zu machen, führt letztendlich dazu, dass die Lösung zum Problem wird. Lassen Sie mich dies am Beispiel der Ideen zur Attrahierung ausländischer Fachkräfte erläutern:

Ein Steuer-Rabatt für ausländische Fachkräfte soll dazu führen, dass Hochqualifizierte nun vermehrt den Weg nach Deutschland gehen anstelle bislang beliebter Einwanderungsländer. Laut einer Studie der OECD stehen an der Spitze der Attraktivität für Hochqualifizierte Neuseeland, Schweden, die Schweiz und Australien. Großbritannien liegt auf Platz 7 und die USA auf 8. Deutschland folgt erst auf Rang 15 – nach Dänemark, Portugal und Finnland. Die deutsche Sprache mag zwar ein Grund sein, aber offensichtlich nicht der Einzige.

Die hohen Steuern, die Bürokratie, zumeist schon bei der Visa-Vergabe, zu wenig Wohnraum und Kitaplätze schrecken ab. Allerdings wirken diese Faktoren nicht nur entmutigend auf ausländische Fachkräfte. Auch das vorhandene Arbeitskräftepotenzial wird nicht ausreichend genutzt. Außerdem führen Sonderregelungen für einzelne Gruppen, zum Verdruss derjenigen, die nicht privilegiert werden. Die Lösung sollte somit niedrigere Steuern, weniger Bürokratie, mehr Wohnraum und mehr Kitas für alle sein.

Ihre

Dr. Gertrud R. Traud

Chefvolkswirtin/Head of Research & Advisory

Konjunktur: Stimmungsverschlechterung in Deutschland



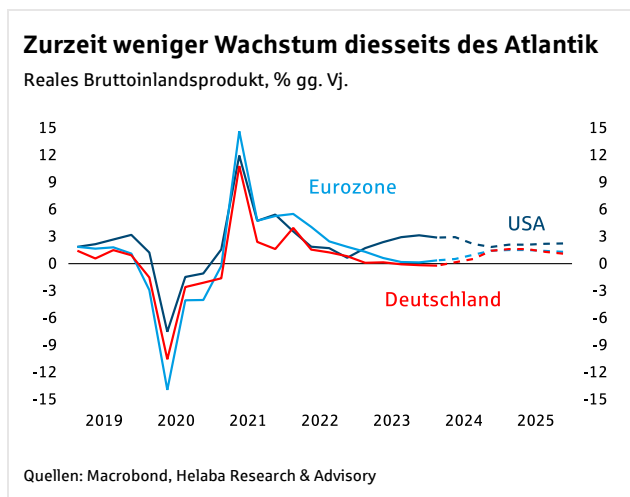
- Globale Dynamik überschaubar, China verliert an Schwung
- Datenfluss zur US-Konjunktur trübt sich leicht ein, Arbeitsmarkt kühlt sich aber nur graduell ab
- Deutsche Wirtschaftsindikatoren signalisieren ein schwaches zweites Quartal
- Für 2024 leichtes Wachstum von 0,5 % in Deutschland und 0,8 % in der Eurozone erwartet
- Inflationsprognosen 2024 für Deutschland und die Eurozone auf 2,3 % bzw. 2,4 % reduziert
- In den USA bleibt die Teuerung merklich höher, im Juni lag sie bei 3,0 %

pf/ Die Lage der globalen Konjunktur bleibt **fragil**. Anzeichen von Erholung stehen immer neue politische Schocks gegenüber. Eine Rückkehr von **Donald Trump** ins Weiße Haus wird zunehmend wahrscheinlicher – mit schwer absehbaren Konsequenzen für die geopolitische Lage und für zentrale globale Wirtschafts- und Sicherheitsfragen.

In den **USA** fallen die Daten durchwachsen aus. Einem unverändert robusten Arbeitsmarkt steht beispielsweise ein Einkaufsmanagerindex für die **Dienstleistungen** gegenüber, der in den letzten drei Monaten zweimal unter der Kontraktionsschwelle lag. Die Wachstumswahlen zum zweiten Quartal werden Ende des Monats mit Spannung erwartet.

Chinas Wachstum enttäuschte im zweiten Quartal. Die Vorjahresrate des realen BIP lag nur noch bei 4,7 %. Kurzfristige Impulse für die Konjunktur sind zudem nicht zu erkennen. Das so genannte „Dritte Plenum“ (Beginn:

15. Juli) bringt wohl keine großen Würfe in der Wirtschaftspolitik. Wir passen unsere langstehende Prognose von 5 % für 2024 nun auf 4,7 % an. Trotz verstärkter Eingriffe der Regierung, zunehmend auch direkt am **Immobilienmarkt**, bleibt die Lage in China schwierig.



saz/ Nach einem realen Wirtschaftswachstum von 0,2 % im ersten Quartal (gg. Vq., saison- und kalenderbereinigt) in **Deutschland** warten nun alle gespannt auf die Veröffentlichung der ersten Schätzung des BIP-Wachstums im zweiten Quartal Ende des Monats. Sowohl die Stimmungs- als auch die realwirtschaftlichen Indikatoren zeichnen bisher ein enttäuschendes Bild für die wirtschaftliche Entwicklung im Frühlingsquartal. Nach einer leichten Belebung im ersten Quartal

dürfte die Konjunktur in den vergangenen drei Monaten an Dynamik verloren haben. In der zweiten Jahreshälfte sollte sie jedoch sukzessive wieder an Fahrt gewinnen. Für 2024 prognostizieren wir ein jahresdurchschnittliches **Wirtschaftswachstum** von **0,5 %**.

Die **privaten Konsumausgaben** bleiben weiterhin einer der Hoffnungsträger für die Konjunktur in diesem Jahr, auch wenn sie bislang noch nicht für Wachstumsimpulse sorgen. Gegeben dass die Sparquote im ersten Quartal mit 12,4 % deutlich über dem Vorjahresniveau lag (Q1 2023: 10,8 %), ist die Entwicklung im Einzelhandel jedoch noch milde. Die Einzelhandelsumsätze lagen in den ersten vier Monaten des Jahres in realer Rechnung um 0,4 % unter dem Vorjahresniveau. Das Konsumklima ist bisher noch eingetrübt, doch die weiterhin wachsenden Reallöhne sollten im Jahresverlauf für zunehmende Konsumausgaben sorgen.

Bruttoinlandsprodukt, real % gg. Vorjahr	2021	2022	2023	2024p	2025p
Deutschland	3,1	1,9	0,0	0,5	1,4
Eurozone	5,9	3,5	0,6	0,8	1,4
USA	5,8	1,9	2,5	2,5	2,2
Welt	6,6	3,0	3,0	2,9	3,1

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

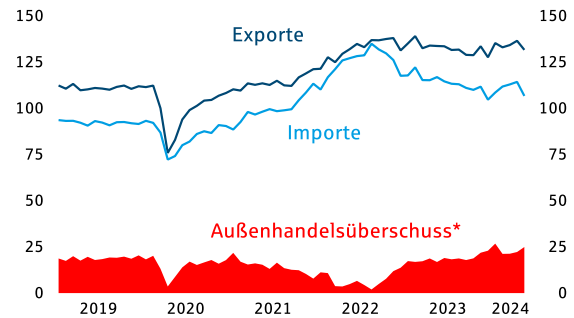
Auch die **Konsumausgaben des Staates** gingen im ersten Quartal zurück. Für das gesamte Jahr 2024 ist jedoch von einer zunehmenden realen Staatsnachfrage auszugehen. Vor allem die Personalausgaben im Gesundheits- und sozialen Bereich dürften zulegen.

Die jüngst von der Bundesregierung vorgestellte Wachstumsinitiative beinhaltet Maßnahmen, die Investitionen anregen sollen. Unter anderem ist eine Verlängerung der degressiven Abschreibung bis 2028 vorgesehen, wobei der Satz von 20 % auf 25 % angehoben wird. Zusätzlich beabsichtigt die Bundesregierung mit weiteren Maßnahmen, gezielt die Bauwirtschaft zu stärken. Diese Anpassungen dürften jedoch erst 2025 in Kraft treten, sodass dies keine Auswirkung auf das Investitionsgeschehen in diesem Jahr haben wird. Für die **Ausrüstungsinvestitionen** gehen wir für 2024 nur von geringen Wachstumsimpulsen aus. Bei den **Bauinvestitionen** erwarten wir dieses Jahr einen erneuten Rückgang, da mit den Baugenehmigungen für Wohnungen ein wichtiger Frühindikator deutlich unter dem Vorjahresniveau liegt (Mai: -24,2 % gg. Vj.).

Die neusten Daten zum deutschen **Außenhandel** (für Mai) zeigten den zweithöchsten nominalen Außenhandelsüberschuss der jemals gemessen wurde. Die Exporte nahmen zwar deutlich ab (-3,6 % gg. Vm.), doch die Importe fielen noch stärker (-6,6 % gg. Vm.). Auch der reale Wachstumsbeitrag des Außenhandels dürfte im zweiten Quartal erneut zulegen.

Schwache Importe erzeugen hohen Außenbeitrag

Mrd. Euro, nominal, saisonbereinigt

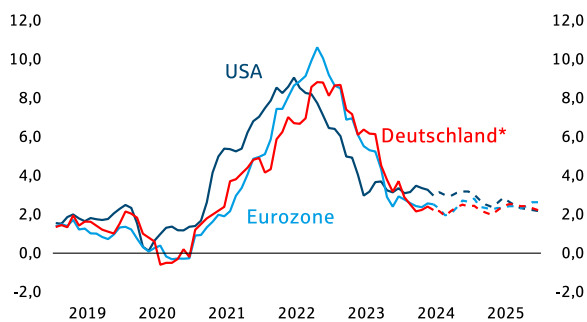


*Außenhandelsüberschuss = Saldo aus Exporten und Importen
Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Die **Eurozone** dürfte 2024 mit 0,8 % etwas stärker wachsen als Deutschland, das damit als Zugpferd für den gemeinsamen Währungsraum ausfällt. Im Gegensatz hierzu hat vor allem Frankreich seine Wettbewerbsfähigkeit in den letzten Jahren verbessert. Die neuen Machtverhältnisse nach den Wahlen dürften allerdings auch hier jegliche Reformdynamik zum Stillstand kommen lassen. Spanien und Italien profitieren weiterhin von den umfangreichen Brüsseler Hilfszahlungen und dem sich belebenden Tourismus.

Inflationsrückgang weit fortgeschritten

Verbraucherpreise, % gg. Vj.



*nationale Berechnungsweise
Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Die **deutsche Inflationsrate** sank im Juni wieder auf 2,2 %. Im Vormonatsvergleich nahmen die Verbraucherpreise um 0,1 % zu. Die Inflationsrate wird voraussichtlich im weiteren Jahresverlauf um das aktuelle Niveau schwanken, sodass wir unsere Inflationsprognose für 2024 auf 2,3 % (vorher 2,6 %) runtergenommen haben. Auch in der Eurozone reduzierte sich die Preissteigerungsrate leicht auf 2,5 % im Vorjahresvergleich. Die Kernrate verharrte hier jedoch bei 2,9 %. Für Frankreich, Italien und Spanien konnten die Prognosen ebenfalls gesenkt werden. Für die gesamte Eurozone erwarten wir nun für dieses Jahr eine Inflationsrate von 2,4 % (vorher 2,6 %).

Die Daten zur **US-Inflation** kommen seit einiger Zeit in Wellen: Mehrere positive Monate wechseln sich mit einer Reihe von Enttäuschungen ab. Zuletzt sah es gut aus: Der Gesamtindex fiel im Juni gegenüber dem Vormonat um 0,1 %. Der Kernindex legte nur um knapp 0,1 % gegenüber dem Vormonat zu – der geringste Anstieg seit Januar 2021. Wir haben unsere Prognose für die Jahreststeuerung 2024 von 3,4 % auf 3,2 % gesenkt. Die Vorjahresraten bleiben im Juni allerdings mit 3,0 % und 3,3 % spürbar oberhalb des Inflationsziels der Fed.

Verbraucherpreise, % gg. Vorjahr	2021	2022	2023	2024p	2025p
Deutschland*	3,1	6,9	5,9	2,3	2,3
Eurozone	2,6	8,4	5,4	2,4	2,4
USA	4,7	8,0	4,1	3,2	2,5

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

Geldpolitik: In den USA mehren sich die Anzeichen für eine Zinswende im September



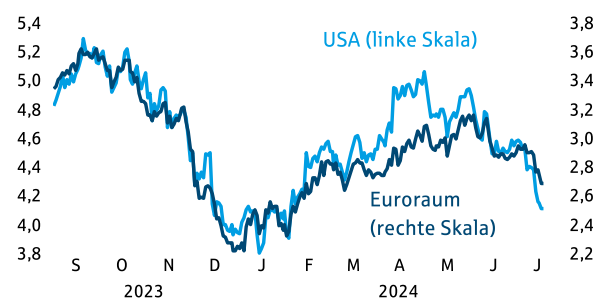
- Die EZB hat im Juli wie erwartet eine Zinssenkungspause eingelegt
- Weitere moderate Lockerungen im September und Dezember wahrscheinlich
- Die Zinssenkungserwartungen an den Finanzmärkten haben sich zuletzt verstärkt
- Die Terminmarktsätze nähern sich wieder den Tiefstständen vom Jahresbeginn
- In den USA zögerte die Fed bisher noch, vor allem wegen der höheren Teuerung
- Positive Überraschungen im Mai und Juni sprechen aber für eine Zinssenkung im September

uk/ Wie erwartet hat der EZB-Rat die Leitzinsen nicht verändert. Damit signalisieren die Währungshüter, dass sie es mit der Lockerung **nicht eilig** haben. Die **Inflationsrate** ist zwar gesunken, liegt aber mit 2,5 % zur Jahresmitte immer noch über dem Inflationsziel der EZB. Die **Konjunktur** im Euroraum hat zuletzt wieder an Fahrt gewonnen, gilt aber insgesamt als anfällig. Alles in allem spricht diese Konstellation für eine allmähliche Wende der Geldpolitik von restriktiv zu normal.

Im Basisszenario wird von **vierteljährlichen** Zinssenkungsschritten ausgegangen, d.h. jeweils 25 Basispunkte im September und Dezember. Als Zielwert für den **neutralen Einlagensatz** wird von der EZB ein Niveau von 2,75 % erwartet. Sollte sich die Fed im September in den Reigen der zinssenkenden Zentralbanken einreihen, dürfte es dem EZB-Rat zudem etwas leichter fallen, Stichwort Euro-Dollar-Kurs, die Geldpolitik zu lockern.

Intakte Zinssenkungserwartungen

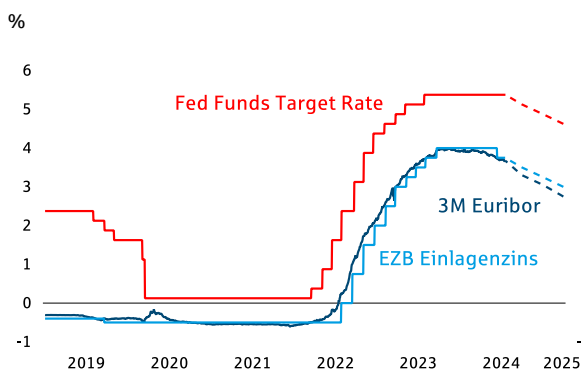
3M-Sätze auf Sicht von 12 Monaten, %



Quelle: LSEG, Helaba Research & Advisory

Der Anstieg der Risikoprämien im Zusammenhang mit den Wahlen in Frankreich hat sich zwar wieder etwas zurückgebildet. Dennoch dürfte dies in Kombination mit anderen geopolitischen Unruheherden ein weiteres Argument für eine Lockerung der Geldpolitik sein. Die Zinssenkungserwartungen an den Terminmärkten haben seit Ende Mai jedenfalls zugenommen.

US-Notenbank zieht nach



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

pf/ Positive Überraschungen bei der US-Inflation im Mai und Juni haben unserer Einschätzung nach den Weg nun freigemacht, dass die **Fed** ebenfalls in absehbarer Zeit mit den Leitzinssenkungen beginnen kann. Dies wird voraussichtlich noch nicht Ende Juli der Fall sein, aber bis **Mitte September** stehen zwei weitere Monatswerte der Verbraucherpreise an. Wir rechnen daher unverändert mit zwei Zinssenkungen im laufenden Jahr, so dass der Leitzinskorridor Ende 2024 bei 4,75 % bis 5,00 % liegen sollte. 2025 dürfte der Lockerungsprozess mit 25 Basispunkten pro Quartal weitergehen.

%	aktuell*	Q3/24	Q4/24	Q1/25	Q2/25
3M Euribor	3,68	3,30	3,05	2,75	2,75
EZB Einlagenzins	3,75	3,50	3,25	3,00	2,75
Fed Funds Rate	5,38	5,13	4,88	4,63	4,38

* 17.07.2024

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Gleichzeitig reduziert die Fed das Tempo ihres passiven Bilanzabbaus und wird ihn schließlich ganz stoppen. Dieser Prozess ist aus Sicht der US-Notenbank aber kein Teil des geldpolitischen Instrumentariums. Das Umfeld „reichhaltiger“ Reserven im Bankensystem soll erhalten bleiben. Die vergangenen Jahre haben gezeigt, dass die Fed in dieser Hinsicht im Zweifelsfall auf der Seite einer zu großzügigen Liquiditätsausstattung irren wird.

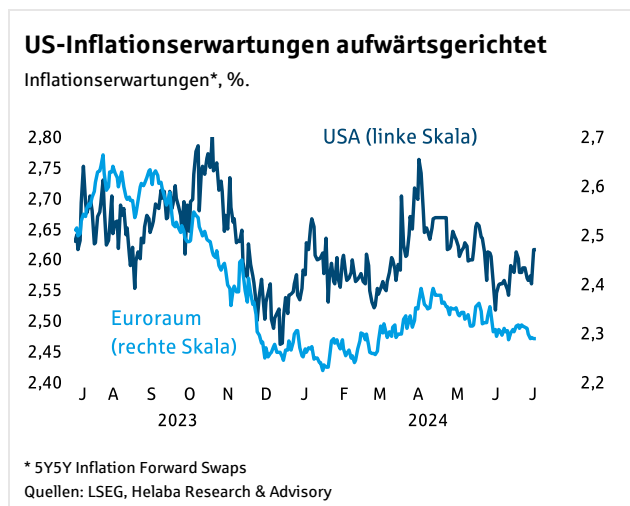
Staatsanleihen: Positive US-Vorgaben



- Fallende Inflationsraten wecken Zinssenkungsfantasie
- Näherkommende US-Zinswende gibt auch Bundesanleihen Rückenwind
- Erhöhte Unsicherheit über die langfristigen Inflationsaussichten in den USA
- Politisches Patt in Frankreich zementiert die Staatsschuldenproblematik im Euroraum
- Chancen für nachhaltige Renditeniveaus unter der 2-Prozentmarke sind weiterhin gering
- Erwarteter Gravitationswert 10-jähriger Bunds am Jahresende bei 2,3 %

uk/ Die jüngste Entspannung an der Inflationsfront dies- und jenseits des Atlantiks hat Rentenkursen Auftrieb gegeben. Die Rendite 10-jähriger **US-Treasuries** ist im Juli um über 30 Basispunkte gesunken und notierte mit rund

4,2 % auf dem tiefsten Stand seit März. Inzwischen hat sich ein klarer **Renditeabwärtskanal** gebildet. Natürlich hat die Inflation vor allem die Zinssenkungsfantasie weiter angefacht. In den USA mehren sich die Anzeichen für eine **Zinswende** im September.



Die langfristigen **Inflationserwartungen** sind hingegen zuletzt wieder leicht gestiegen. Dies könnte auch damit zusammenhängen, dass durch die jüngsten Ereignisse ein Wahlsieg von **Donald Trump** bei den Präsidentschaftswahlen wahrscheinlicher geworden ist. Trump hat angekündigt den Fed-Präsidenten auszuwechseln und dürfte einen weniger restriktiven Anti-Inflationskurs von der Fed einfordern, um die Wirtschaft zu beleben und den US-Dollar nicht zu stark werden zu lassen. Damit einhergehen würden aber auch steigende **Inflationsrisiken** in den USA.

Die Inflationserwartungen der Anleger im **Euroraum** blieben dagegen weitgehend stabil. Auch die erwartete Zinssenkungspause der EZB sorgte für tendenziell geringere Schwankungen bei Bundesanleihen. Impulse kamen daher vor allem vom US-Rentenmarkt. Da bei den Parlamentswahlen in **Frankreich** das Worst-Case-Szenario nicht eintrat, kam auch hier keine neue Unruhe auf.

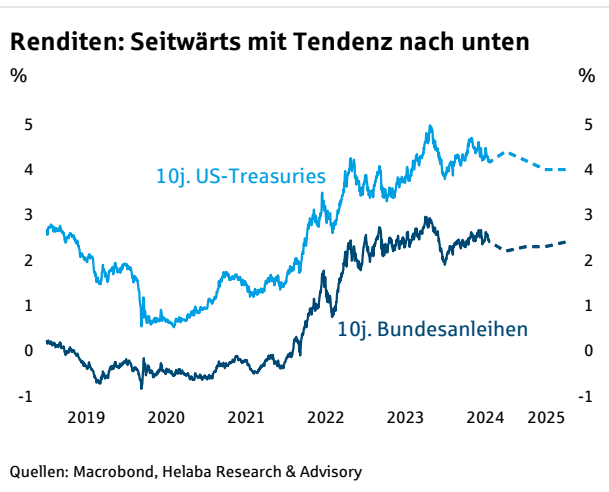
Der **Renditeaufschlag** zehnjähriger französischer Staatsanleihen gegenüber Bunds war zuletzt auf rund 65 Basispunkte gesunken, nachdem er zwischenzeitlich bei rund 80 Basispunkten lag. Damit büßten deutsche Staatsanleihen einen Teil ihres **Safe-Haven-Effekts** ein, was die günstigen US-Vorgaben zeitweise kompensierte.

Für Bunds besteht im Zuge der geldpolitischen Lockerung weiterhin die **Chance**, den seit Jahresbeginn bestehenden **Aufwärtstrend** bei den Renditen zu verlassen. Große Sprünge nach unten sind jedoch nicht zu erwarten. Die politische Pattsituation in Frankreich zementiert die seit der Pandemie akzentuierte **Staats-**

%	aktuell*	Q3/24	Q4/24	Q1/25	Q2/25
10j. Bundesanl.	2,42	2,20	2,30	2,30	2,40
10j. US-Treasuries	4,16	4,40	4,20	4,00	4,00

* 17.07.2024

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory



schuldenproblematik im Euroraum. Zum Jahresende dürfte die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen bei **2,3 %** liegen.

Aktien: Neue Zugferde für das zweite Halbjahr?



- US-Aktien mit neuen Rekorden, DAX und EURO STOXX 50 noch im Konsolidierungsmodus
- Zweite Reihe des US-Marktes profitiert besonders von zunehmender Zinssenkungsfantasie
- Die zuletzt schwächelnde Konjunkturstimung zeigt auch am Aktienmarkt Wirkung
- Die US-Berichtssaison ist mit einem Übergewicht an positiven Gewinnüberraschungen gestartet
- Euro-Aktien weiterhin moderat bewertet, US-Titel optisch teuer
- Das Gefälle bei der Anlegerstimmung hält an: US-Investoren optimistisch, Deutsche skeptisch

mr/ Während sich DAX und EURO STOXX 50 seit einigen Wochen auf Konsolidierungskurs befinden, konnten Nasdaq Composite und S&P 500 neue Höchststände markieren. Niedriger als erwartet ausgefallene US-Inflationsdaten haben den **Zinssenkungshoffnungen** neue Nahrung gegeben. Dies nahmen US-Anleger zum Anlass, von den bislang bevorzugten Schwergewichten des S&P 500 in eher vernachlässigte Sektoren umzuschichten. So ist der



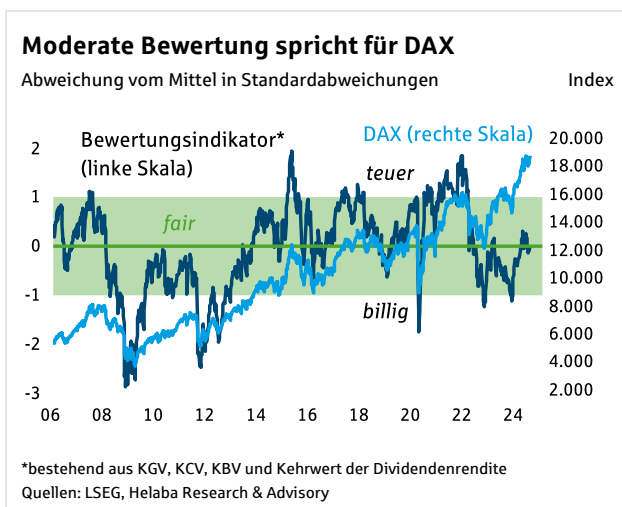
Russell 2000, der Index der kleineren und mittleren Unternehmen, zuletzt aus der Seitwärtsrange des ersten Halbjahres nach oben ausgebrochen. Auch mit Blick auf die Bewertung des S&P 500 ist diese Rotation als positiv zu werten. Schließlich stehen Technologie- bzw. AI-Titel unter **Überhitzungsverdacht** und die zum Teil recht hohe Bewertung lässt nicht nur den S&P 500 als Ganzes teuer erscheinen, sie birgt auch Enttäuschungspotenzial.

Daher dürften in der gerade angelaufenen **Quartalsberichtssaison** die Ergebnisse aber auch die Ausblicke der Unternehmen besonders unter die Lupe genommen werden. Bislang liegt erst ein kleiner Teil der Berichte vor. Mehr als 80 % davon konnten die Erwartungen übertreffen. Um die zumindest optisch hohe

Bewertung des S&P 500 zu rechtfertigen, ist auch in den kommenden Wochen, wenn die Berichterstattung Fahrt aufnimmt, ein hohes Maß an positiven Überraschungen nötig. Schließlich bewegt sich die Anlegerstimmung in den USA seit Monaten auf sehr hohem Niveau. Dieser **ausgeprägte Optimismus** birgt im Sinne der Kontraindikation durchaus gewisses Enttäuschungspotenzial.

Indexpunkte	aktuell*	Q3/24	Q4/24	Q1/25	Q2/25
DAX	18.437	18.700	19.000	19.300	19.500
Euro Stoxx 50	4.891	5.100	5.200	5.250	5.300
S&P 500	5.588	5.600	5.650	5.700	5.750

* 17.07.2024 Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory



Ein völlig anderes **Stimmungsbild** ist hierzulande festzustellen. Trotz der bislang ausgesprochen positiven Aktienmarktentwicklung bleiben die Anleger eher skeptisch. Auch die **Konjunkturerwartungen** haben zuletzt einen kleinen Dämpfer erhalten. Mit der Konsolidierung der vergangenen Wochen hatte dies der Markt allerdings schon vorweggenommen.

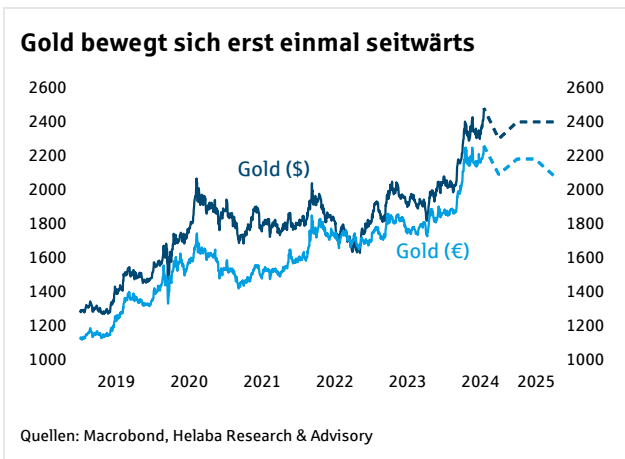
Für den DAX spricht insbesondere die moderate Bewertung. Gegenwärtig Notiert das deutsche Börsenbarometer auf Höhe seines rechnerisch fairen Wertes. Mit Rückenwind durch die **Geldpolitik** dies- und jenseits des Atlantiks und bei perspektivisch wieder besseren **Konjunkturaussichten** besteht somit aus fundamentaler Sicht weiteres Kurspotenzial. Aus technischer Sicht hat sich die 100-Tage-Linie als tragfähige

Unterstützung erwiesen. Insgesamt stehen somit die **Börsenampeln weiter auf Grün**.

Gold: Mit neuen Höchstständen



- Gold erreichte neues Allzeithoch nach Seitwärtsbewegung
- Preisimpulse gehen maßgeblich von den Zinserwartungen der Fed aus
- Mehrheit rechnet für September mit einer US-Zinswende
- Neue Preisspitzen erst mit Klarheit über das Zinssenkungspotenzial



flationsdaten verschieben. Am Kapitalmarkt rechnet eine klare Mehrheit im September mit einer ersten Zinssenkung. Auch wir machen für das Edelmetall bis dahin kaum noch Potenzial aus. Erst wenn sich der Blick auf das weitere **Zinssenkungspotenzial** der Fed über den Herbst hinaus richtet, sollte Gold die Marke von **2.400 USD/Uz.** nachhaltig überwinden können.

cw/ Der **Goldmarkt** trat zunächst auf der Stelle. Zuletzt überschritt das Edelmetall jedoch das **Allzeithoch** von 2.450 US-Dollar je Feinunze. Zuvor pendelte der Preis **seitwärts** zwischen **2.300 und 2.400 US-Dollar/Uz.** Das galt ebenso in **Eurorechnung**, in der sich der Preis noch zwischen 2.150 und 2.250 €/Uz. bewegt. Die bereits erfolgte Zinssenkung der EZB hatte keine großen Auswirkungen. Vielmehr sind wieder die **Zinserwartungen** der Anleger an die **Fed** entscheidend für Preisimpulse. Dabei wird die obere Preisgrenze immer dann erreicht, sobald sich die Erwartungen einer US-Zinswende für den September verstärken und umgekehrt das untere Ende der Preisrange avisiert, wenn sich die Annahme nach starken Arbeitsmarkt- oder In-

Preis / Feinunze	aktuell*	Q3/24	Q4/24	Q1/25	Q2/25
Gold in Euro	2.247	2.091	2.182	2.182	2.087
Gold in US-Dollar	2.459	2.300	2.400	2.400	2.400

* 17.07.2024

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Rohöl: Solider Start ins zweite Halbjahr



- Die Ölnotierungen haben zum Ende des ersten Halbjahres wieder angezogen
- Angekündigte Produktionsausweitung der OPEC+ ab Herbst ohne Wirkung
- Perspektive sinkender Lagerbestände stützt Optimisten
- US-Produktion und China-Ölimporte stabil



freundlichen Einschätzung der Ölpreisperspektiven in den kommenden Monaten und Quartalen bestätigt und lassen die Prognosen unverändert.

ru/ Die Rohölnotierungen haben sich im Verlauf des Junis erholt und so sind die zwischenzeitlichen Verluste infolge der letzten OPEC+-Entscheidung, die freiwilligen Kürzungen ab Herbst auslaufen zu lassen, überkompensiert worden. Ein Gegengewicht zu schwächeren Stimmungsindikatoren in den USA und der Eurozone lieferten stabile Ölimporte Chinas. Auch die Tatsache, dass die US-Ölproduktion nicht wieder die Rekordlevel vom Jahresbeginn erreicht, stützt die Kurse, ebenso wie die Erwartung sinkender Lagerbestände. Zudem haben spekulative Marktteilnehmer zuletzt stärker auf Long-Positionierungen gesetzt. Das Niveau ist hierbei aber noch vergleichsweise niedrig, sodass die Kurse noch weitere Unterstützung erfahren könnten. Alles in allem sehen wir uns in der vorsichtig

Preis / Barrel	aktuell*	Q3/24	Q4/24	Q1/25	Q2/25
Rohöl Brent	85	90	91	91	92

* 17.07.2024

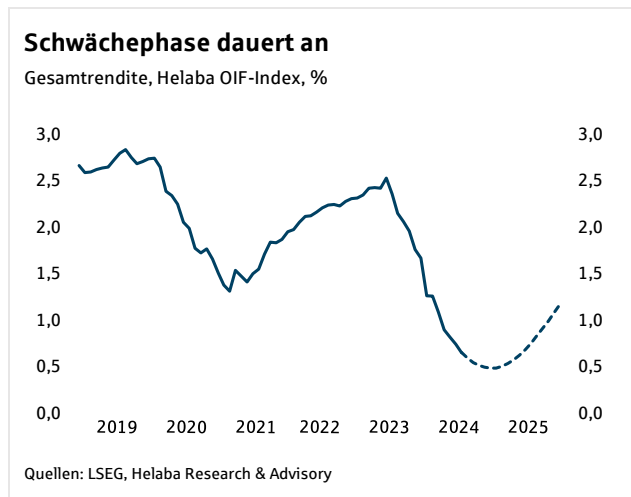
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Immobilien: Liquiditätsmanagement im Fokus



- Druck auf die Renditen offener Immobilienfonds dauert an, Jahresperformance nur noch 0,6 %
- Mittelabflüsse betragen im Mai 463 Mio. Euro, insgesamt bisher 2,6 Mrd. Euro
- Liquiditätsquote von durchschnittlich 14,5 % bietet Puffer für weitere Abflüsse
- Mindesthaltedauer und Kündigungsfristen erleichtern den Fonds die Mittelsteuerung
- Im Vergleich zu 2005/2006 und 2008 geringere Mittelabflüsse, aber über einen längeren Zeitraum
- Stabilisierung von Mittelabflüssen und Trendwende bei der Performance für 2025 erwartet

smi/ Die durchschnittliche **Performance offener Immobilienfonds**, gemessen am „Helaba OIF-Index“, lag zuletzt bei rund 0,6 %. Der Index umfasst neun große Immobilienpublikumsfonds, deren Jahresrendite sich derzeit stark unterscheidet: Aktuell weisen zwei Fonds eine negative Rendite aus, während sich die der anderen in einer Bandbreite von rund 1 % bis 2,4 % bewegt.



Die vor allem durch die kräftig gestiegenen Zinsen ausgelöste Korrektur an den Immobilienmärkten und die höhere Attraktivität alternativer Anlagen führen zu Mittelabflüssen bei den offenen Fonds. So wurden für Mai mit 460 Mio. Euro ähnlich starke **Nettomittelabflüsse** wie im Vormonat gemeldet. Da wir für die kommenden Monate mit weiteren Abflüssen rechnen, stellt sich die Frage, wie lange die offenen Fonds diese aus ihren liquiden Mitteln bedienen können, ohne zu Immobilienverkäufen in einem noch schwierigen Marktumfeld gezwungen zu sein.

Nach Angaben von Scope Analysis lag die durchschnittliche **Liquiditätsquote** offener Immobilienfonds Ende April mit **14,5 %** deutlich über der vorgeschriebenen Mindestliquidität von 5 %. Die hohen Liquiditätsquoten von über 20 % in den Jahren 2016 bis 2019 waren darauf zurückzuführen, dass die Fonds damals bei hohen Mittelzuflüssen Schwierigkeiten hatten, in entsprechendem Ausmaß geeignete Objekte anzukaufen.

Die 2013 eingeführte **Mindesthaltedauer** von 24 Monaten und **Kündigungsfrist** von 12 Monaten erleichtert nun die Mittelsteuerung. Sie wurden eingeführt, nachdem es in kurzer Zeit zu erheblichen Abflüssen gekommen war, die einzelne Fonds zur Aussetzung der Anteilsrücknahme zwangen. Während 2005/2006

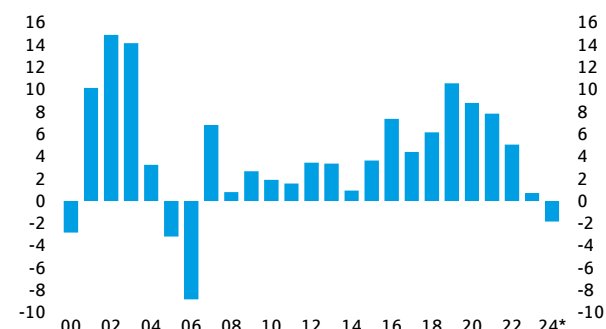
in nur sechs Monaten fast 13 Mrd. Euro und 2008 in drei Monaten rund 6 Mrd. Euro abgeflossen waren, sind es bislang in zehn Monaten 2,6 Mrd. Euro – bei einem inzwischen mit mehr als 130 Mrd. Euro erheblich höherem Fondsvolumen (2008: 84 Mrd. Euro). Im Gegensatz zu den problematischen Phasen in der Vergangenheit, rechnen wir aufgrund der regulatorischen Änderungen diesmal auf monatlicher Basis mit weniger prägnanten Abflüssen,

% gg. Vorjahr	2021	2022	2023	2024p	2025p
Helaba OIF-Index*	2,0	2,3	1,5	0,5	1,2
Wohnimmobilien**	10,3	7,2	-5,0	-1,5	2,5
Gewerbeimmobilien**	-0,8	-0,4	-10,2	-6,0	-1,5

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

Mittelabflüsse bisher unkritisch

Jährliche Mittelabflüsse offener Immobilienfonds, Mrd. Euro



die sich aber über einen längeren Zeitraum vollziehen. Dies eröffnet dem Fondsmanagement besserer Handlungsmöglichkeiten. Insgesamt ist dann für den **Jahresverlauf 2025 eine Stabilisierung** der Mittelabflüsse und auch eine wieder etwas bessere durchschnittliche Performance der offenen Immobilienfonds zu erwarten.

Devisen: Ohne klaren Trend

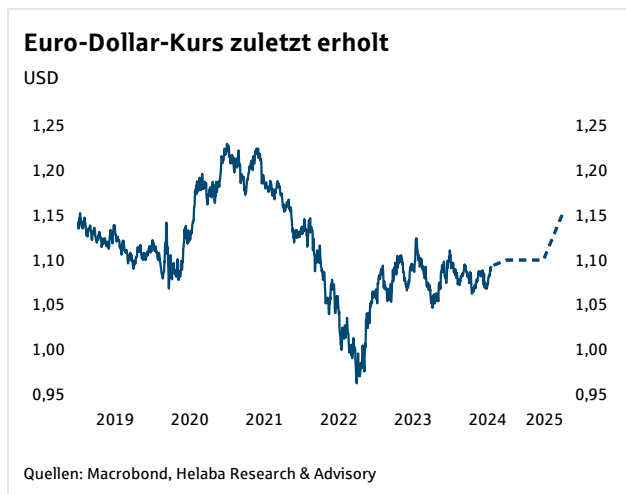
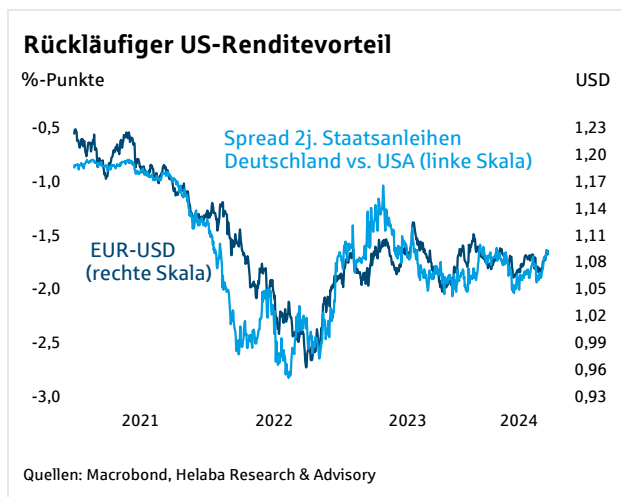


- Wahlen in Frankreich mildern Sorgen, Euro-Dollar-Kurs konnte sich erholen
- Anzeichen für US-Zinswende verdichten sich, so dass US-Renditevorteil zurückgeht
- Europäische Entwicklung dämpft Euro-Potenzial, Euro-Dollar-Kurs notiert wohl wenig verändert
- Rückenwind für Britisches Pfund dürfte nachlassen, BoE-Zinswende wird vermutlich belasten
- Schweizer Franken gab jüngste Gewinne wieder ab, fundamentale Unterstützung fehlt weiter
- Befreiungsschlag für Japanischen Yen bislang ausgeblieben, aber weiter mit Erholungschancen

ca/ Der **US-Dollar** gab vorherige Gewinne wieder ab, der Euro kletterte über 1,09. Der Vergleich mit anderen Wechselkursen spricht eher für eine Euro-Stärke als für eine Dollar-Schwäche. Die Gemeinschaftswährung erholte sich vom Frankreich-Schock. Nach der Auflösung der französischen Nationalversammlung führten die Neuwahlen zu keinem klaren Sieger. Die Regierungsverhandlungen gestalten sich schwierig, es droht einerseits ein politischer Stillstand. Andererseits schnitt keine radikale Partei so gut ab, dass sie die zukünftige Politik maßgeblich bestimmen kann. Die **Risikoaufschläge französischer Staatsanleihen** verringerten sich, befinden sich aber noch über dem Niveau von vor den Europawahlen. Der Devisenmarkt kann sich wieder US-Themen widmen.

Bei den im November anstehenden US-Präsidentenwahlen neigt sich die Waage zunehmend zu **Donald Trump**. Die Marktreaktion darauf ist jedoch nicht eindeutig. Schließlich könnte eine neue Präsidentschaft Trumps aus Sicht der US-Währung sowohl positive als auch negative Folgen mit sich bringen. Ob der Markt hier noch eine klare Richtung einschlägt, bleibt abzuwarten. In Trumps erster Amtszeit wertete der Dollar zunächst merklich auf, um dann später deutlicher abzugeben.

Das makroökonomische Umfeld verlieh dem Greenback zuletzt wenig Rückenwind. Die Konjunkturindikatoren enttäuschten mehrheitlich, wenngleich die Lage nur moderat schwächer einzuschätzen ist. Da zudem die zuvor widerstandsfähige Inflation sichtbar nachließ, **öffnet sich nun doch die Tür für Zinssenkungen**. So haben die Terminmärkte mittlerweile wieder zwei Zinssenkungen für das laufende Jahr eingepreist. Entsprechend sanken die Treasury-Renditen. In der Eurozone war die Zinsbewegung aufgrund der Entspannung nach den Frankreich-Wahlen weniger eindeutig. Folglich **sank der US-Renditevorteil** gegenüber dem Euro, was sich dann auch im Wechselkurs widerspiegelte.



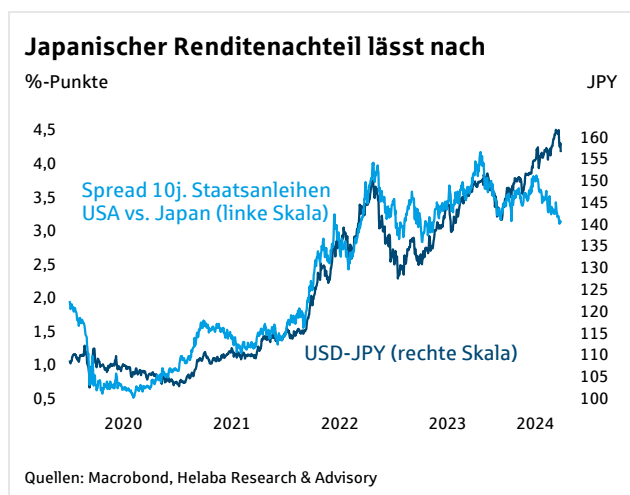
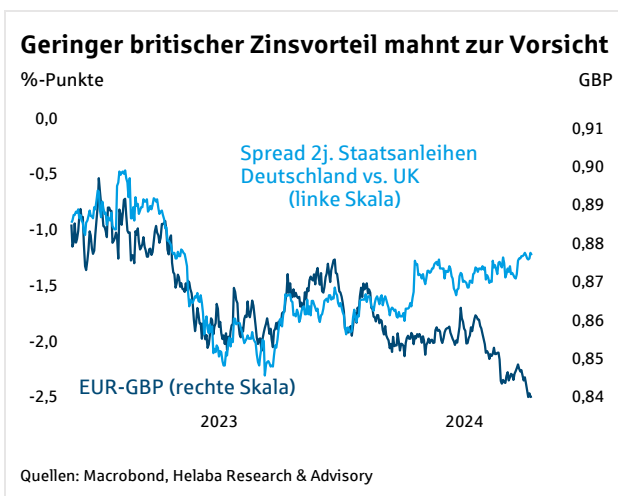
Auch die derzeit allgemein freundliche Stimmung an den Kapitalmärkten stützt den Euro-Dollar-Kurs. Das Potenzial für den Euro ist aber vorerst begrenzt. Denn in die konjunkturelle Erholung der Eurozone kommt nicht so richtig Schwung. Zuletzt enttäuschten die Zahlen überwiegend. Daher wird auch die EZB ihren bereits begonnenen Zinssenkungskurs fortsetzen, zumal auch die gesunkene Teuerung den nötigen Spielraum gibt. In der nahen Zukunft spricht einiges dafür, dass sich der **Euro-Dollar-Kurs nahe aktueller Niveau von knapp 1,10** einpendelt. Darüber hinaus bergen neben klassischen Faktoren wie Konjunktur und Inflation die politischen Entwicklungen Risiken in beide Richtungen.

Das **Britische Pfund** erwies sich nicht nur in den letzten Wochen, sondern auch seit Jahresanfang als großer Gewinner. Bei den Unterhauswahlen gewann wie erwartet die Labour-Partei eine klare Mehrheit. Unter dem neuen **Premier Starmer** dürfte sich die Wirtschaftspolitik aber nur relativ wenig ändern. Zudem ist politische Unsicherheit in Großbritannien vorerst kein Thema. Die Gewinne des Pfunds erklären sich jedoch mehr mit positiven Konjunkturüberraschungen. Nach einem deutlichen Zuwachs im ersten Quartal deuten sich auch gute Zahlen für das zweite Vierteljahr an.

Die aktuelle Dynamik ist teilweise als Gegenbewegung auf das schwache zweite Halbjahr 2023 zu sehen und wird sich so nicht fortsetzen. Die Inflation ist in der Gesamtrate bereits auf das 2 %-Ziel der Bank of England gefallen. Auch die noch höhere Kernteuerung wird wohl weiter zurückgehen. Damit öffnet sich auch für die **britische Notenbank die Tür zu Zinssenkungen**. Entsprechend sinken die Renditen britischer Staatsanleihen. Die Zinsdifferenzen rechtfertigen die Pfund-Stärke nicht. Der Euro-Pfund-Kurs dürfte daher steigen.

Der **Schweizer Franken** wertete deutlich ab. Damit sind die Gewinne seit Ende Mai größtenteils verschwunden. Die Unsicherheiten wegen Frankreich begünstigten den Franken in seiner klassischen Rolle als Fluchtwährung. Umgekehrt litt er aufgrund der Entspannung nach den Frankreich-Wahlen. Der Schweizer Renditenachteil gegenüber dem Euro hat sich wieder ausgeweitet. Dieser Spread wird sich in Zukunft wohl nicht mehr weiter vergrößern, da auch die EZB die Zinsen weiter senken wird. Dennoch ist die Zinsdifferenz im historischen Vergleich sehr hoch.

Die **Schweizer Notenbank** dürfte nach ihrer Zinssenkung im Juni zumindest noch einen zusätzlichen Schritt im zweiten Halbjahr unternehmen. Die ohnehin sehr moderate Inflation ging zuletzt zurück, das Wachstum überzeugt nicht. Daher spricht wenig dafür, dass die SNB die eigene Währung mit Interventionen stärkt. Sofern nicht neue Unsicherheiten an den Märkten den Franken als sicheren Hafen begünstigen, könnte die Schweizer Währung durchaus noch mehr nachgeben und der Euro-Franken-Kurs in Richtung Parität steigen.



0,25 % anheben, zumal die Inflation jüngst wieder stieg. Auch sollen die Anleihekäufe reduziert werden. Im Gegensatz dazu wird die Fed ihren Zinssenkungszyklus beginnen, die EZB hat ja schon angefangen. Damit sollten sich die **Zinsdifferenzen zu Gunsten des Yen** bewegen, wobei diese schon aktuell dessen Aufwertung signalisieren. Die Chancen für eine Yen-Erhholung sind damit weiter gegeben.

Der **Japanische Yen** verlor gegenüber dem Euro, aber legte aber gegenüber dem US-Dollar zu. Dabei kletterte der Dollar-Yen-Kurs zeitweise über 160 und damit auf den höchsten Stand seit 1986. Die Gegenbewegung könnte die Bank of Japan mit einer Intervention ausgelöst haben. Allerdings stützten auch sinkende Treasury-Renditen bzw. ein rückläufiger US-Zinsvorteil den Yen.

Die bisherigen Markteingriffe sind verpufft. Entscheidender wird vermutlich die Geldpolitik. So könnte die **Bank of Japan** auf den kommenden Sitzungen doch noch etwas nachlegen und ihren Leitzins auf dann

gg. Euro	aktuell*	Q3/24	Q4/24	Q1/25	Q2/25
US-Dollar	1,09	1,10	1,10	1,10	1,15
Jap. Yen	171	162	158	154	155
Brit. Pfund	0,84	0,87	0,88	0,88	0,88
Schw. Franken	0,97	0,98	1,01	1,01	1,02

* 17.07.2024

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory



Prognosetabelle BIP und Inflation

	Bruttoinlandsprodukt reale Veränderung gg. Vorjahr, %				Verbraucherpreise Veränderung gg. Vorjahr, %			
	2022	2023	2024p	2025p	2022	2023	2024p	2025p
Eurozone	3,5	0,6	0,8	1,4	8,4	5,4	2,4	2,4
Deutschland	1,9	0,0	0,5	1,4	6,9	5,9	2,3	2,3
Frankreich	2,6	1,1	0,9	1,2	5,9	5,7	2,5	2,7
Italien	4,1	1,0	0,9	1,2	8,7	5,9	1,3	2,6
Spanien	5,8	2,5	2,3	1,5	8,3	3,4	3,0	2,7
Niederlande	4,4	0,2	0,2	1,7	11,6	4,1	3,0	2,3
Österreich	4,9	-0,7	0,3	1,7	8,6	7,8	3,3	2,6
Schweden	1,6	0,1	1,0	2,0	8,4	8,5	3,3	1,8
Polen	5,9	0,1	2,7	3,4	14,4	11,4	4,0	4,0
Tschechien	2,4	-0,2	1,3	2,8	15,1	10,7	2,6	2,4
Ungarn	4,6	-0,7	2,3	3,3	14,5	17,6	4,0	3,8
Großbritannien	4,3	0,1	0,7	1,2	9,1	7,3	2,8	2,5
Schweiz	2,4	1,3	1,5	1,4	2,8	2,1	1,2	1,2
USA	1,9	2,5	2,5	2,2	8,0	4,1	3,2	2,5
Japan	1,2	1,8	0,2	1,3	2,5	3,3	2,2	2,0
Asien ohne Japan	3,7	4,8	4,4	4,3	3,7	2,0	2,0	2,3
China	3,0	5,2	4,7	4,5	2,0	0,2	0,7	1,7
Indien*	7,1	8,2	6,8	6,3	6,7	5,7	4,8	4,4
Russland	-2,1	3,0	3,0	2,0	13,7	5,9	7,0	4,5
Türkei	5,6	4,5	2,4	3,7	72,4	53,9	55,0	27,0
Lateinamerika**	3,7	2,1	1,7	2,5	14,9	18,3	26,1	8,2
Brasilien	2,9	2,9	2,2	2,0	9,0	4,6	4,0	3,5
Welt	3,0	3,0	2,9	3,1	7,0	5,0	4,7	3,0

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, BIP-Wachstum soweit verfügbar kalenderbereinigt

Quellen: Macrobond, LSEG, Helaba Research & Advisory



Kapitalmarktprognosen

	Veränderung seit ...		aktueller Stand**	Helaba-Prognosen			
	31.12.2023	Vormonat*		Q3/2024	Q4/2024	Q1/2025	Q2/2025
Zinsen	Basispunkte		%				
EZB Refi-Satz	-25	0	4,25	3,65	3,40	3,15	2,90
EZB Einlagenzins	-25	0	3,75	3,50	3,25	3,00	2,75
Tagesgeldsatz €STR	-22	0	3,66	3,40	3,20	3,00	2,75
3M Euribor	-23	-2	3,68	3,30	3,05	2,75	2,75
6M Euribor	-24	-7	3,62	3,30	3,05	2,75	2,80
2j. Bundesanleihen	37	-5	2,78	2,40	2,30	2,30	2,40
5j. Bundesanleihen	45	-5	2,40	2,25	2,30	2,30	2,40
10j. Bundesanleihen	40	-1	2,42	2,20	2,30	2,30	2,40
2j. Swapsatz	26	-15	3,05	2,80	2,70	2,70	2,75
5j. Swapsatz	29	-12	2,72	2,60	2,70	2,70	2,75
10j. Swapsatz	19	-7	2,69	2,55	2,70	2,70	2,80
20j. Swapsatz	13	-3	2,66	2,50	2,65	2,70	2,80
30j. Swapsatz	11	0	2,45	2,30	2,45	2,45	2,55
Fed Funds Target Rate	0	0	5,38	5,13	4,88	4,63	4,38
10j. US-Treasuries	28	-10	4,16	4,40	4,20	4,00	4,00
Aktien	Landeswährung, %						
DAX	10,1	1,0	18.437	18.700	19.000	19.300	19.500
Euro Stoxx 50	8,2	-1,1	4.891	5.100	5.200	5.250	5.300
Dow Jones	9,3	5,3	41.198	40.000	40.500	40.800	41.100
S&P 500	17,2	2,1	5.588	5.600	5.650	5.700	5.750
Nikkei 225	22,8	6,4	41.098	40.000	40.500	40.900	41.300
Gold und Brentöl	%						
Gold €/Unze	20,2	1,9	2.247	2.091	2.182	2.182	2.087
Gold \$/Unze	19,2	4,2	2.459	2.300	2.400	2.400	2.400
Brentöl \$/Barrel	10,4	-0,7	85	90	91	91	92
Devisen	jeweils gg. Euro, %		jeweils gg. Euro				
US-Dollar	0,9	-2,2	1,09	1,10	1,10	1,10	1,15
Japanischer Yen	-8,9	-0,5	171	162	158	154	155
Britisches Pfund	3,1	0,5	0,84	0,87	0,88	0,88	0,88
Schweizer Franken	-3,9	-1,3	0,97	0,98	1,01	1,01	1,02

* 20.06.2024 ** 17.07.2024

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory



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

Wir sind für Sie da:

Themengebiete

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

Autoren/-innen

Dr. Gertrud R. Traud (gt) 20 24
Ulf Krauss (uk) 47 28
Markus Reinwand (mr), CFA 47 23
Christian Apelt (ca), CFA 47 26
Claudia Windt (cw) 25 00
Dr. Stefan Mitropoulos (smi) 46 19
Ralf Umlauf (ru) 11 19
Dr. Stefan Mütze (smü) 38 50
Simon Azarbajani (saz) 79 76
Patrick Franke (pf) 47 38

Durchwahl
069/9132-

Herausgeber und Redaktion

Helaba Research & Advisory

Redaktion:
Dr. Stefan Mütze

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

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

Disclaimer

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



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