



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

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

### Editorial: Konjunkturaufschwung trotz Zöllen



gt/ Das Hin und Her bei den Zollankündigungen von US-Präsident Trump geht weiter. Die Zollandrohung für die EU beläuft sich nunmehr auf 30 % – sollte es bis zum 1. August keinen Deal geben. Die EU hat mittlerweile erste Listen von Gegenmaßnahmen bekanntgegeben. Diese halten sich aber gemessen an der Höhe und dem Umfang in Grenzen. Sollte man dies als Zeichen der Schwäche interpretieren? Ich denke nicht. Zwar können Zölle kurzfristig die eigenen Unternehmen vor der Importkonkurrenz schützen, mittelfristig steigen jedoch die Kosten für Unternehmen mit einem hohem Vorleistungsgüteranteil und letztendlich die Konsumentenpreise. Das dies in den USA bislang kaum zu beobachten ist, sagt nichts darüber aus, dass es nicht doch noch passieren wird. Ganz im Gegenteil. Nach dem massiven Importanstieg im ersten Quartal – also vor den Zollerhöhungen – haben sich alle die Lager so voll wie möglich gemacht. Danach lässt sich die Abschwächung der Importe in die USA im zweiten Quartal deutlich an den Zahlen ablesen. Der Effekt dreht sich also um. Signifikante Preis- und Mengeneffekte sollten somit erst im zweiten Halbjahr sichtbar werden.

Davon geht auch US-Notenbankpräsident Powell aus, der trotz massiven Drucks und Beschimpfungen durch Trump keine Anzeichen macht, derzeit die Zinsen zu senken. Je höher die Zollabschlüsse werden, desto stärker wird auch der erwartbare Anstieg der Preise in den USA sein. Der Handelsbilanzüberschuss der EU mit den USA besteht nicht nur aus Fertigprodukten, sondern auch aus vielen Vorleistungen, gerade im Investitionsgüterbereich. Auf diese Güter sind die USA angewiesen, entsprechend ist davon auszugehen, dass die Belastung aus den Zöllen größtenteils weitergegeben werden und der Margendruck auf Seiten der europäischen – insbesondere der deutschen – Anbieter sich in Grenzen halten wird.

Jenseits der Zollbelastung bahnt sich in Deutschland hingegen eine Erholung der Binnenkonjunktur an. Die Stimmungsindikatoren zeigen in ganzer Breite nach oben. Die Unsicherheitsindikatoren gehen sogar zurück. Die aktuellen Konjunkturpakete wie der „Wachstums- und Investitionsbooster“ sollten für eine Erholung bei den Investitionen sorgen. Konjunkturell sieht es somit sehr gut aus bei uns. Jetzt fehlen nur noch die Strukturreformen.

Ihre

**Dr. Gertrud Rosa Traud**

Chefvolkswirtin/Head of Research & Advisory

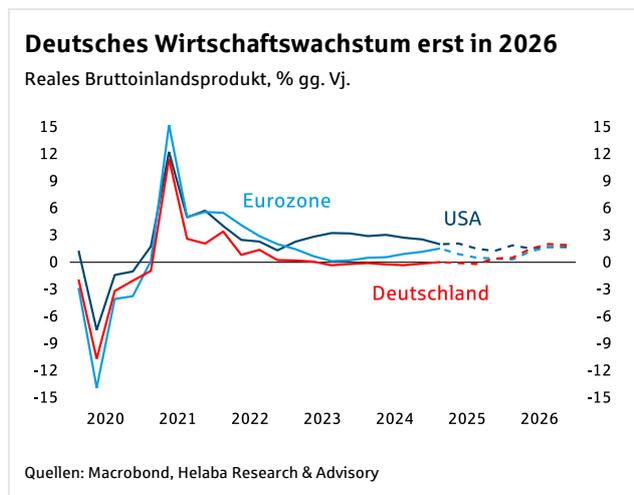
## Konjunktur: Warten auf den 1. August



- Präsident Trump verlängert die Frist für Handels-Deals bis 1. August, Drohungen verschärft
- Unsicherheitsphase verlängert sich – Auswirkungen auf US-Wirtschaft negativ, aber unklar
- Deutsche US-Exporte im zweiten Quartal rückläufig
- Investitions-Sofortprogramm in Deutschland wurde verabschiedet
- Inflationsraten in Deutschland und Eurozone bei 2 %
- US-Teuerungsrate steigt im Juni auf 2,7 %, Kernrate auf 2,9 % – voller Zolleffekt kommt erst noch

pf/ Das **Zollchaos** dauert an. Statt wie angekündigt bis zum 9. Juli zu entscheiden, hat Donald Trump nun mit dem 1. August eine neue Deadline ins Spiel gebracht. Auch hinsichtlich der angekündigten Zölle wurden die Karten noch einmal neu gemischt: Wichtige Handelspartner wie die EU, Kanada und Mexiko sehen sich mit zusätzlichen bzw. aggressiveren Zollandrohungen konfrontiert. US-Kupferimporte sollen mit 50 % verzollt werden, konkrete Aussagen zu anderen Sektoren – Pharma, Halbleiter u.a. – stehen noch aus. Das Risiko einer **erneuten Eskalation** an der Handelsfront bleibt also hoch.

Im zweiten Quartal dürfte die **US-Wirtschaft** überdurchschnittlich gewachsen sein, allerdings in erster Linie wegen des kräftigen **Rückgangs der Importe**. Der Konsum schwächelte zuletzt. Ob der nun verabschiedete fiskalische Stimulus die Verbraucherstimmung kurzfristig verbessert, bleibt offen. Positiv überrascht hat hingegen **China**. Zwar sind dort die „Lebenszeichen“ der Binnennachfrage noch sehr zaghaft. Doch die Exporte waren bis einschließlich Juni erstaunlich robust. Trotz eines deutlichen Rückgangs der Ausfuhren in die USA bleiben die globalen Exporte im Aufwind. Die Wachstumszahlen für Q2 übertrafen die Erwartungen. Es zeichnet sich daher ab, dass wir unsere Wachstumsprognose für China in der nahen Zukunft etwas anheben werden.



saz/ Die **deutsche Wirtschaft** ist im ersten Quartal mit einem Plus von 0,4 % ordentlich gewachsen. Am Ende dieses Monats wird es auch einen ersten Einblick in die BIP-Entwicklung während des zweiten Quartals geben, wenn das Statistische Bundesamt die erste Schätzung veröffentlicht. Vor allem die gesunkene Nachfrage aus den USA dürfte in Folge der höheren Zölle belastend gewirkt haben. EU und USA haben noch etwa zwei Wochen Zeit eine Einigung im Zollstreit zu finden. Für das laufende Jahr gehen wir weiterhin von einer erneuten Stagnation aus. Das deutsche BIP wird wohl erst im nächsten Jahr wieder wachsen. Für **2026** erwarten wir ein **Wirtschaftswachstum von 1,5 %**.

Nach einem ordentlichen Anstieg der **privaten Konsumausgaben** im ersten Quartal, fällt die erste Indikation für die Entwicklung des Konsums im zweiten Quartal negativ aus: Die Einzelhandelsumsätze, welche rund ein Drittel des privaten Verbrauchs ausmachen, waren im April (-0,6 % gg. Vm.) und Mai (-0,9 % gg. Vm.) zwei Monate in Folge rückläufig. Die Umsätze im Dienstleistungsbereich liegen bisher nur für April vor und blieben im Vormonatsvergleich unverändert auf hohem Niveau. Die bisher veröffentlichten harten Wirtschaftsdaten signalisieren also für das zweite Quartal keinen Wachstumsimpuls von Seiten der privaten Konsumausgaben.

Die **Konsumausgaben des Staates** dürften in den kommenden Jahren stark zunehmen. Der bisherige ansteigende Trend dürfte durch die Fiskalpakete, die Freiräume im Bundeshaushalt schaffen, und insbesondere durch die höhere NATO-Quote nochmals verstärkt werden. Denn Verteidigungsausgaben umfassen nicht nur öffentliche Investitionen, sondern auch den Staatskonsum.

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

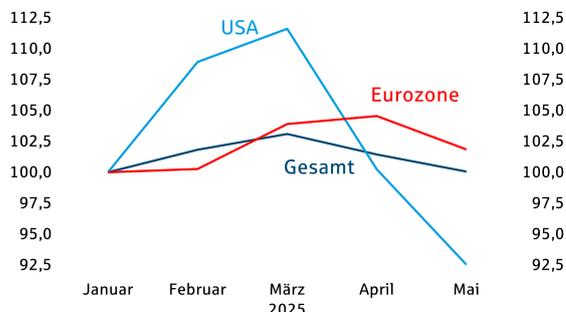
p=Prognose, kalenderbereinigt soweit verfügbar  
Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Die Investitionstätigkeit in der deutschen Wirtschaft nahm im ersten Quartal zu. Zudem wurde nun das „Investitionsfortprogramm“ von Bundestag und Bundesrat verabschiedet. Damit ist nun seit dem 01. Juli die degressive Abschreibung von 30 % pro Jahr für alle **Ausrüstungsinvestitionen** bis Ende 2027 möglich. Dazu kommt ein Investitions-Booster für E-Mobilität: 75 % der Anschaffungskosten von betrieblich genutzten E-Fahrzeugen können noch im Investitionsjahr abgeschrieben werden. Auch dies gilt bis Ende 2027 und sollte die Ausrüstungsinvestitionen ankurbeln. Die **Bauinvestitionen** starteten gut ins Jahr. Auch hier dürfte die Erholung sich im Jahresverlauf fortsetzen und ab 2026 sollte das Sondervermögen für Infrastruktur zu einem deutlichen Anstieg der Bauinvestitionen führen.

Die deutschen **Exporte** im Mai sanken um 1,4 % im Vormonatsvergleich. Die Entwicklung der Ausfuhren in die USA ist besonders interessant im zweiten Quartal. Nach starken Vorzieheffekten in Februar und März fielen die US-Exporte im April um 10,2 % gegenüber März. Darauf folgte im Mai ein erneuter Rückgang von 7,7 %. Damit wurden im Mai 7,5 % weniger in die USA exportiert als noch im Januar dieses Jahres. Dieser Vergleich dürfte eine erste Indikation auf die realwirtschaftlichen Folgen der Zollerhöhungen geben. Die geringere Nachfrage aus den Vereinigten Staaten konnte bisher aber durch mehr Ausfuhren in andere Länder ausgeglichen werden. Die gesamten Exporte waren im Mai unverändert im Vergleich zum Jahresbeginn. Der Rückgang der **Importe** fiel im Mai mit -3,8 % im Vormonatsvergleich noch deutlicher aus. Auch wenn dies für sich genommen kein gutes Zeichen ist, dürfte es sich saldenmechanisch positiv in der BIP-Statistik auswirken.

**Erste Einblicke in die Exportentwicklung in Q2**

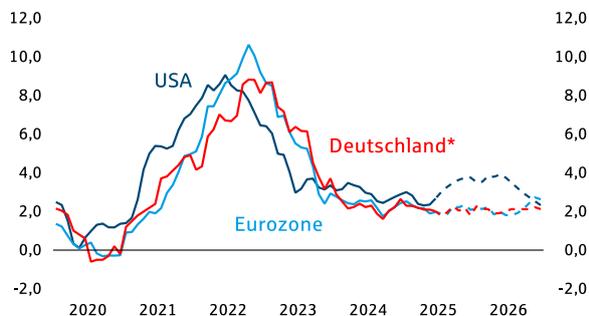
Deutsche Exporte, nominal, Index: Januar 2025 = 100



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

**Inflationsrate in der Eurozone bei 2 %**

Verbraucherpreise, % gg. Vj.



\*nationale Berechnungsweise

Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Auch die zukünftige wirtschaftliche Entwicklung der **Eurozone** hängt stark davon ab, ob es eine Einigung mit der US-Regierung im Zollstreit geben wird. Sollte es bis zum 1. August zu keinem „Deal“ kommen, wird es einen Basiszoll von 30 % geben. Die EU-Kommission zeigt sich weiterhin gesprächsbereit.

Die **deutsche Inflationsrate** sank im Juni auf den Zielwert von 2,0 % (Mai: 2,1 %). Die Verbraucherpreise blieben im Vormonatsvergleich unverändert. Die Dienstleistungsinflation ist zwar mit einer Vorjahresrate von 3,3 % noch erhöht, doch auch hier ist der Trend abnehmend. In der Eurozone lag die Teuerungsrate ebenfalls bei 2,0 % (Mai: 1,9 %). Die Kernrate lag im Juni unverändert bei 2,3 %.

Im Juni machten sich in den **USA** bestenfalls erste Effekte der Zollerhöhungen auf die Inflation bemerkbar. Die Verbraucherpreise insgesamt legten gegenüber dem Vormonat um 0,3 % zu, das Plus beim Kernindex ohne Energie und Nahrungsmittel war eine gute 0,2 %, auch dank stärker steigenden Warenpreisen. Aber die **Unsicherheit über das Timing** einer Weitergabe der höheren Zölle durch die Unternehmen bleibt enorm – auch mangels Erfahrung mit derartigen Zollschocks. So haben die Importeure viele Waren schon vor Einführung der neuen Sätze ins Land gebracht, was den Druck zu Preiserhöhungen kurzfristig mindert. In den kommenden Monaten, vielleicht schon ab 1. August, drohen **weitere Zölle**. Wegen der zeitlichen Verschiebung haben wir die Prognosen für die Jahresdurchschnitte leicht angepasst: 3 % statt 3,3 % für 2025, 3,3 % statt 3 % für 2026.

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	3,0	3,3

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

## Geldpolitik: EZB relativ entspannt – Fed unter Druck

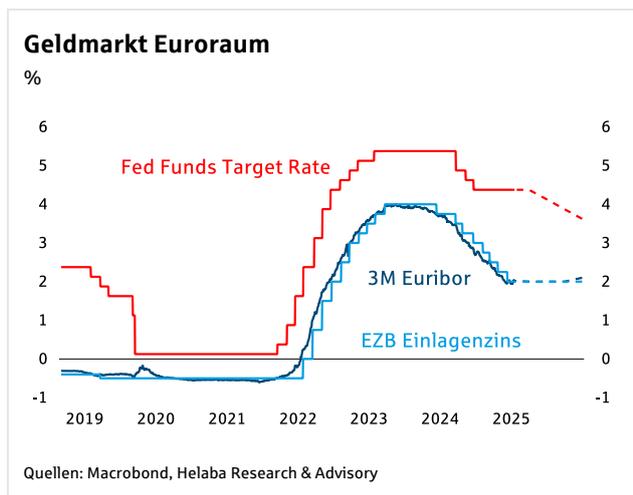
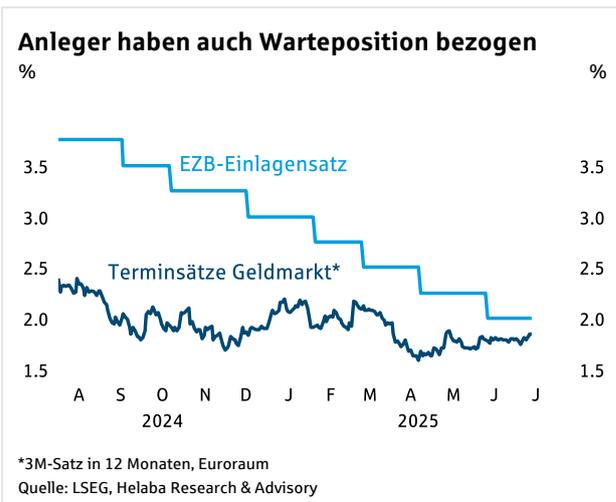


- In der Juli-Sitzung des EZB-Rats dürfte es keine Zinsveränderung geben
- Die EZB wird vermutlich in eine Beobachterposition übergehen
- Gegen weitere Zinssenkungen spricht vor allem die angekündigte expansivere Fiskalpolitik
- In den USA spielt die Notenbank auf Zeit – trotz des immer stärkeren Drucks der Regierung
- Zeitpunkt, zu dem die Fed weiter lockert, bleibt unsicher
- Auf Jahressicht sollte der US-Leitzins rund 100 Basispunkte niedriger sein als aktuell

uk/ Seit der Zinssenkung im Juni haben sich die **Markterwartungen** kaum verändert. Der Satz für den 3M-Euribor auf Sicht von 12 Monaten liegt rund 20 Bp unter dem Einlagensatz von 2 %. Im April notierten sie noch 20 Bp tiefer. Akuter Handlungsbedarf besteht aus Sicht der Anleger offenbar nicht. EZB-Direktorin Isabel Schnabel sieht **hohe Hürden** für eine weitere geldpolitische Lockerung. Die Tauben im EZB-Rat schätzen die Lage vermutlich etwas anders ein. Sie sehen die **Zollunsicherheiten** und einen **starken Euro** als ernstzunehmendes Konjunkturrisiko.

In der nächsten Sitzung des EZB-Rats am 24. Juli dürfte letztlich die **Inflationsperspektive** entscheidend sein. Die Euro-Teuerung ist zuletzt leicht angestiegen, liegt mit 2,0 % aber genau auf dem EZB-Ziel. Der Rat ist somit in einer komfortablen **Beobachterposition**. Würde die EZB zum neunten Mal in Folge senken, könnte dies als pessimistisches Konjunktursignal gewertet werden. Zudem könnte angesichts der

laufenden Staatsschuldendiskussion ein falscher Eindruck in der Öffentlichkeit entstehen. Die EZB dürfte vielmehr bestrebt sein, angesichts turbulenter Zeiten sich noch ein paar **Pfeile im Köcher** zu behalten.



Wir gehen daher weiter davon aus, dass die Fed die Leitzinsen bis zum Sommer 2026 **um rund 100 Basispunkte** senken wird. Auf der FOMC-Sitzung Ende Juli dürfte in dieser Hinsicht aber noch nichts passieren.

pf/ Die Trump-Regierung hat den Beschimpfungen gegenüber **Fed**-Chef Powell eine neue Angriffsfront hinzugefügt: Er soll hinsichtlich Renovierungsarbeiten am Notenbankgebäude in einem Kongress-Ausschuss die Unwahrheit gesagt haben. Dennoch gehen wir weiter davon aus, dass Powell bis zum **regulären Ende der Amtszeit** im Mai 2026 auf seinem Posten bleibt.

Aktuell gibt es zwar einige Stimmen aus dem FOMC, die sich eine zeitnahe Zinssenkung vorstellen können. Laut Kommuniqué und Protokoll der Sitzung Mitte Juni war die große Mehrheit der Geldpolitiker aber zu diesem Zeitpunkt von einer Lockerung noch ein ganzes Stück entfernt. Weder der **Arbeitsmarktbericht** noch die **Verbraucherpreisdaten** für Juli dürften daran etwas geändert haben.

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

\* 16.07.2025

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

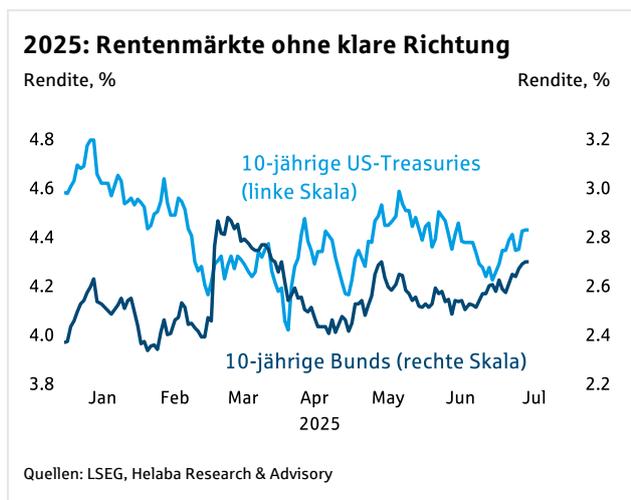
## Staatsanleihen: Diffuses Chance-Risiko-Profil



- Staatsverschuldung und politisches Chaos verunsichern die Anleger
- Fehlende Orientierung bei Wachstums- und Inflationsaussichten
- Die Unterstützung von geldpolitischer Seite lässt zumindest im Euroraum spürbar nach
- Tendenz zu steileren Zinskurven setzt sich fort
- 10-jährige US-Treasuries zum Jahresende bei rund 4,5 % erwartet
- 10-jährige Bunds notieren im Basisszenario zum Jahresende bei 2,8 %

uk/ Ausgehend von dem global richtungsweisenden Markt für **US-Treasuries** wirkten die Rentenmärkte ange-

spannt. Die Rendite zehnjähriger US-Treasuries lag zuletzt bei rund 4,4 %. Die Mischung aus steigender Staatsverschuldung und einem US-Präsidenten, der sich eigene Regeln macht, nährte zuletzt Zweifel an der **Verbindlichkeit staatlicher Zusagen**. Die latenten Angriffe auf den US-Notenbankpräsidenten verstärken den Eindruck, dass vor allem die **Inflationsrisiken** mit Blick auf die kommenden Jahre deutlich zunehmen könnten.



Die Kursverläufe der 5Y5Y Inflation Forwards zeigen, dass die Lage im Euroraum als stabil angesehen wird. Die Terminmarktkurse für die USA zeichnen jedoch ein anderes Bild. Hier hat sich seit April – trotz insgesamt moderater **Ölpreisentwicklung** – ein Aufwärtstrend gebildet. Allerdings sollte nicht unerwähnt bleiben, dass sich die **Inflationserwartungen** insgesamt noch nicht auf kritischen Niveaus befinden.

Auch das **konjunkturelle Bild** ist diffus, sodass sich Anleiheinvestoren angesichts des schwierigen fundamentalen Umfelds nur schwer erfolgversprechende Anlagestrategien erschließen können. Im Euroraum kommt hinzu, dass die **Geldpolitik** mehr oder weniger am Ende des Zinssenkungszyklus angelangt ist. In solchen Phasen hat sich in der Vergangenheit der Spielraum für Kursgewinne bei Staatsanleihen tendenziell verengt.

Für wenig Zuversicht sorgt auch die **fiskalische Situation** zahlreicher Euroländer. Unter dem Druck, militärisch aufzurüsten und gleichzeitig den Sozialstaat aufrechtzuerhalten, müssen in den nächsten Jahren zahlreiche neue Anleihen emittiert werden. Besonders kritisch scheint die Situation in **Frankreich** zu sein. Der Abschlag bei zehnjährigen Laufzeiten gegenüber italienischen Papieren ist auf weniger als 20 Basispunkte geschrumpft – der niedrigste Stand seit 2007.



Insgesamt dürfte sich die **volatile Entwicklung** der Renditen fortsetzen. Die Unterstützung von geldpolitischer Seite lässt zumindest im Euroraum spürbar nach. 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.

%	aktuell*	Q3/25	Q4/25	Q1/26	Q2/26
10j. Bundesanl.	2,69	2,70	2,80	2,80	3,00
10j. US-Treasuries	4,46	4,30	4,50	4,50	4,50

\* 16.07.2025

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

## Aktien: Warten auf den Zollentscheid



- Aktien lassen sich von der zollpolitischen Unsicherheit weiterhin kaum beeindrucken
- Die Konjunkturstimmung hellt sich weiter auf, das ungeklärte Zollthema bleibt ein Risikofaktor
- Für den DAX überwiegen die negativen Gewinnrevisionen, für den S&P 500 die positiven
- Die Anlegerstimmung ist zuletzt leicht gesunken, bleibt aber im neutralen Bereich
- S&P 500 weiterhin sehr teuer, DAX und EURO STOXX 50 ebenfalls außerhalb des fairen Bereichs
- DAX bleibt mit einem Abstand von mehr als 10 % von der 200-Tage-Linie überhitzungsgefährdet

mr/ In einem fulminanten ersten Halbjahr mit einer Performance von rund 20 % hängt der DAX die meisten seiner Mitbewerber ab – darunter den EURO STOXX 50 (rund 8,3 %) sowie den vermeintlichen Leitindex S&P 500 (5,5 %). Auch in die zweite Jahreshälfte startete das deutsche Börsenbarometer mit einem Rekordhoch. Sich weiter **aufhellende konjunkturelle Frühindikatoren** gaben Rückenwind. Obwohl das **Zollthema** erneut lediglich verschoben wurde, stehen die Aktienanleger dem Ausgang der Verhandlungen erstaunlich gelassen gegenüber. Dies zeigen nicht nur die Umfragen unter Anlegern. Auch die vergleichsweise **geringen Risikoprämien** gegenüber



Staatsanleihen sowie die unterdurchschnittliche **implizite Aktienmarktvolatilität** – ein klassischer Indikator für Risikoaversion – sind Indizien dafür, dass Investoren derzeit **recht sorglos** sind. Der sogenannte TACO-Trade: „Trump always chickens out“ (Trump kneift immer) dominiert augenscheinlich noch immer das Marktgeschehen.

Allerdings scheint sich die **Outperformance von Euro- (und insbesondere von deutschen) Titeln** nicht fortzusetzen. Inzwischen holen US-Werte etwas auf. Trotz fortbestehender Bewertungsdifferenzen, die für Euro-Titel sprechen, zeigen Umfragen, dass die Stimmung zugunsten von US-Aktien dreht. Was die Erwartungen für die Unternehmensgewinne anbelangt, sehen viele Strategen US-Aktien im Vorteil. Während die Schätzun-

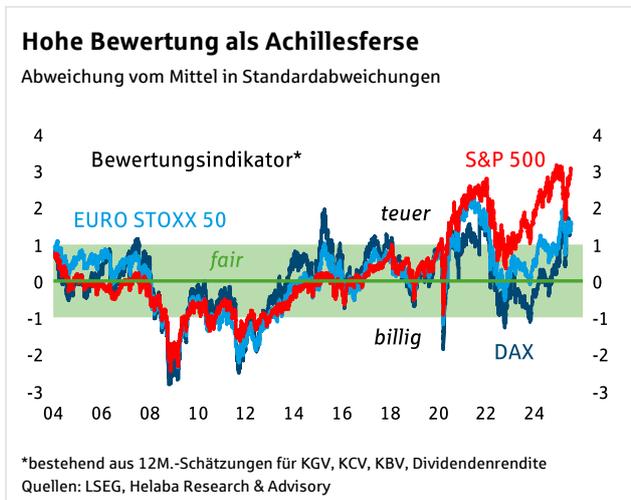
gen für die DAX-Unternehmen eher etwas abgeschmolzen werden, überwiegen für den S&P 500 die Aufwärtsrevisionen. Trotz steigender Gewinnerwartungen hat die Bewertung des S&P 500 allerdings fast schon wieder die alten Spitzenniveaus erreicht. Auch DAX und EURO

Indexpunkte	aktuell*	Q3/25	Q4/25	Q1/26	Q2/26
DAX	24.009	21.000	22.000	22.500	23.000
Euro Stoxx 50	5.298	4.800	5.000	5.100	5.200
S&P 500	6.264	5.400	5.500	5.600	5.700

\* 16.07.2025

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

STOXX 50 bewegen sich **oberhalb des fairen Bereichs**. Damit die Indizes nicht noch teurer werden, müssten die Gewinnerwartungen deutlich stärker zulegen und die Kurse nur noch unterproportional steigen.

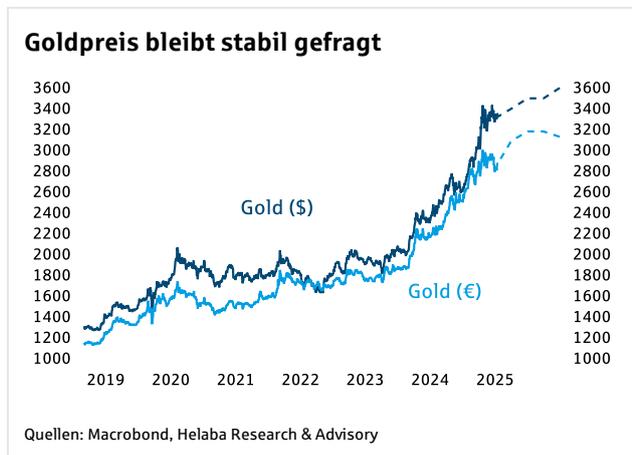


Aktienanleger haben sowohl mit Blick auf den Ausgang im **Zollpoker** als auch hinsichtlich einer Erholung der Konjunktur bereits sehr **viel Positives vorweggenommen**. Das Überraschungspotenzial liegt damit auf der negativen Seite. Wir gehen davon aus, dass der DAX in den kommenden Monaten in sein faires Band zurückkehren wird. Derzeit verläuft der obere Rand bei 22.500, der untere bei 16.900 und der Mittelwert bei 19.700 DAX-Punkten. Auch wenn aufgrund der Konjunkturerholung davon auszugehen ist, dass sich der DAX im oberen Bereich seines fairen Bandes bewegen wird, ist das **Chance-Risiko-Verhältnis** derzeit nicht attraktiv.

## Gold: Nur leichte Abkühlung nach der Hitzewelle



- Gold nach den letzten Rekorden und der Korrektur in einer Seitwärtsbewegung
- Stärkere Korrektur ist trotz des Wechsels der Finanzmärkte in den Risikomodus ausgeblieben
- Gründe sind die US-Haushaltsrisiken sowie Zinssenkungsspekulationen
- Gold dürfte als sichere Alternative zu US-Staatsanleihen und US-Dollar weiter gefragt sein



Edelmetall weiter als **sicherer Anlagehafen** profitieren und die Marke von **3.500 US-Dollar** knacken können. Die Konkurrenz von US-Dollar und US-Staatsanleihen ist weniger ausgeprägt.

cw/ Nach der **heißen Phase für Gold** folgt die Entspannung. Eigentlich hätte das Edelmetall stärker **korrigieren** müssen, als die Anleger mit der Entlastung im Handelskonflikt zwischen China und den USA sowie dem Waffenstillstand zwischen Israel und Iran wieder in den **Risikomodus** übergegangen sind. Dabei ist das Edelmetall nur temporär **unter die Marke von 3.300 US-Dollar je Feinunze** gefallen. Zur Stabilisierung beigetragen hat das finanzpolitische Vorhaben von US-Präsident Trump. Mit dem „Big Beautiful Bill“ sind **fiskalische Risiken** in den Vordergrund gerückt. Sie belasten den US-Dollar und sorgen für anhaltende **Zinssenkungsspekulationen**. Bis Jahresende sollte das

Preis / Feinunze	aktuell*	Q3/25	Q4/25	Q1/26	Q2/26
Gold in Euro	2.876	3.091	3.182	3.182	3.130
Gold in US-Dollar	3.347	3.400	3.500	3.500	3.600

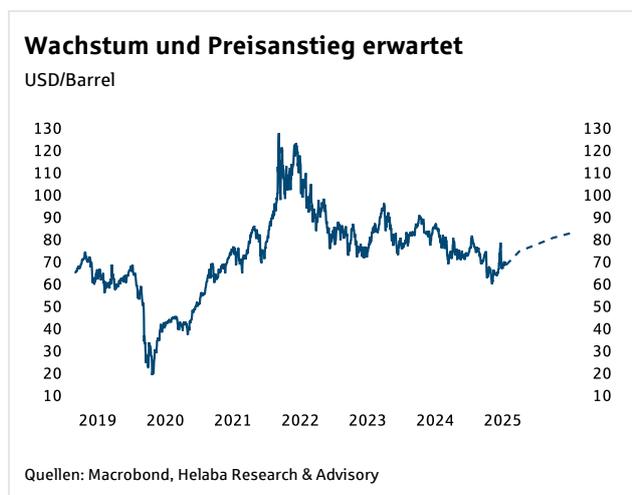
\* 16.07.2025

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

## Rohöl: OPEC+ setzt auf Produktionserhöhungen



- Iran-Israel-Krieg nur kurzzeitig Treiber der Risikoprämien
- OPEC+ hat weitere Kürzung der freiwilligen Produktionsreduktion ab August beschlossen
- Zuletzt verbesserte Konjunkturstimung in Europa
- US-Ölproduktion sinkt im Trend der letzten Monate leicht



**Ölproduktion.** Gegenüber Dezember 2024 ist der Ausstoß um etwa 200 Tsd. Barrel/Tag gesunken. Die WTI-Preise liegen nur knapp oberhalb des Breakeven-Niveaus für neue Explorationsprojekte und belasten daher.

ru/ Mit den **Militärschlägen gegen den Iran** sind die Ölpreise im Juni zunächst sprunghaft gestiegen, die **Risikoprämie** ist angesichts der folgenden Deeskalation, auch unter Druck der USA, aber rasch wieder gesunken. So hat sich am Ölpreis von knapp unter 70 USD pro Fass per saldo nicht viel geändert. In diesem Umfeld hat die OPEC+ Anfang Juli beschlossen, die freiwilligen Förderkürzungen um 548 Tsd. Barrel täglich zu reduzieren – mehr als erwartet. Hoffnungen auf eine allmähliche konjunkturelle Belebung haben die Ölnotierungen ungeachtet dessen aber gestützt. Zuletzt haben sich Stimmungsindikatoren vor allem in Europa verbessert und die **konjunkturellen Perspektiven** aufgehellt. Ein Grund dafür ist auch in der deutschen Fiskalpolitik zu finden. Hinzu kommt die seit dem Winterhoch im Trend leicht nachgebende **US-**

Preis / Barrel	aktuell*	Q3/25	Q4/25	Q1/26	Q2/26
Rohöl Brent	69	75	78	81	83

\* 16.07.2025

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

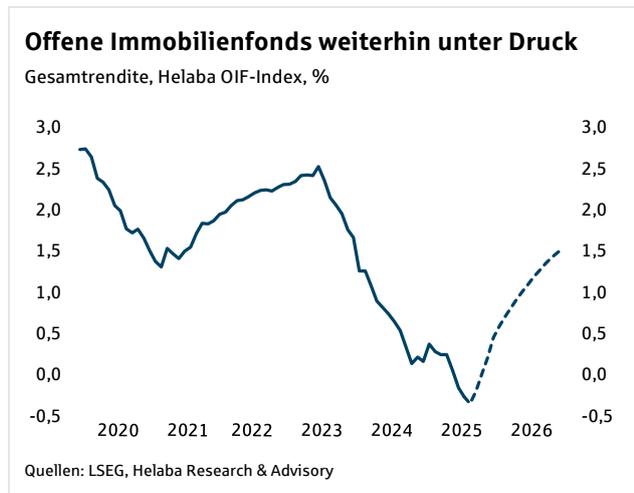
## Immobilien: Stabilisierung des deutschen Marktes setzt sich fort



- Durchschnittliche Jahresperformance offener Immobilienfonds zuletzt bei -0,3 %
- Nettomittelabflüsse offener Fonds halten an und betragen im Mai 579 Mio. Euro
- Liquiditätsquote der Fonds ist noch ausreichend hoch, um weitere Abflüsse zu bedienen
- Positive Mietentwicklung und moderate Leerstände stützen Kapitalwerte von Gewerbeimmobilien
- Preisprognose für deutsche Gewerbeimmobilien für 2025 leicht auf 2,0 % angehoben
- Wohnungsmangel als Hauptursache für steigende Mieten und Hauspreise

pr/ Die Performance **offener Immobilienfonds**, gemessen am „Helaba OIF-Index“, lag zuletzt bei -0,3 % und ist damit im Vergleich zum Vormonat nochmals etwas gesunken. Weitere vereinzelte Abwertungen dürften die Fonds auch in der Zukunft belasten. Mit einer leichten Verbesserung ist erst gegen Ende des Jahres zu rechnen. Aufgrund der geringen Attraktivität der Fonds im Vergleich zu festverzinslichen Produkten werden sich die Mittelabflüsse fortsetzen. Diese spiegeln sich wegen der einjährigen Kündigungsfrist der Anteilscheine erst zeitversetzt

in den Statistiken wider. Sie betragen im Mai 579 Millionen Euro. Die Fonds verfügen jedoch noch über ausreichend Liquidität, um weitere Abflüsse zu bedienen.

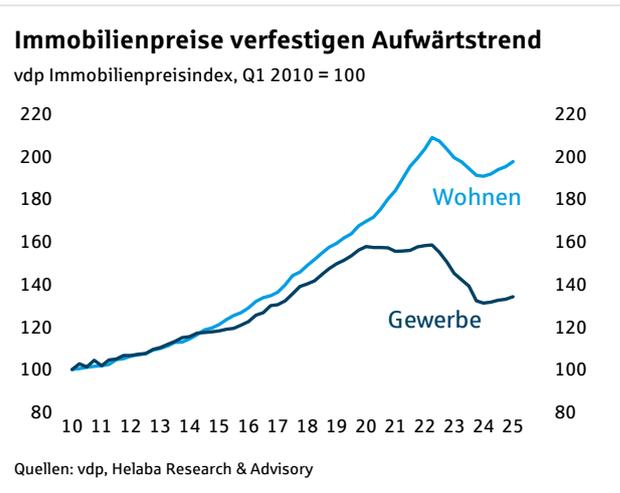


Deutsche Gewerbeimmobilien, die einen Schwerpunkt in den Portfolios offener Immobilienfonds bilden, haben sich im ersten Halbjahr erholt. Im Zuge der „**Flight to Quality**“ verlagert sich die Nachfrage auf den Büromärkten zunehmend auf moderne, hochwertige Objekte in guten Lagen. Diese Immobilien weisen niedrige Leerstände auf. Die Spitzenmieten steigen derzeit stärker als die Durchschnittsmieten. Dagegen verlieren weniger attraktive Büroflächen in peripheren Lagen aufgrund des strukturellen Wandels in der Arbeitswelt immer mehr an Bedeutung. Trotz dieser Veränderungen verhindern die rückläufigen Neubauakti-

vitäten, ein recht stabiler Arbeitsmarkt sowie langfristige Mietverträge einen sprunghaften Anstieg der Leerstände im Bürosegment.

**Einzelhandelsimmobilien**, die in den letzten Jahren unter dem wachsenden Onlinehandel litten, haben sich ebenfalls stabilisiert. Seit über einem Jahr lassen sich wieder steigende Neuvertragsmieten beobachten. Eine Erholung des privaten Konsums könnte dem stationären Handel zusätzliche Impulse verleihen.

Insgesamt zeigt sich der deutsche Markt für **Gewerbeimmobilien** robuster als bisher von uns erwartet. Vor diesem Hintergrund haben wir die **Preisprognose für 2025 leicht auf 2 % angehoben**. Hohe Raten wie während der Nullzinsphase sind jedoch nicht in Sicht.



Auch der **Wohnimmobilienmarkt** verzeichnet weiterhin steigende Neuvertragsmieten und Kapitalwerte. Haupttreiber ist der anhaltende Wohnungsmangel. Für das

kommende Jahr rechnen wir jedoch mit einer leicht nachlassenden Dynamik, da die Erschwinglichkeit im Vergleich zu 2025 durch etwas höhere Zinsen, geringere Reallohnzuwächse und gestiegene Preise zurückgeht.

% 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	2,0	2,0

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

## Devisen: Dollar-Erhholung diesmal nachhaltiger?



- Nach zeitweiligen neuen Tiefständen fing sich US-Dollar wieder und wertete auf
- Auf und Ab der US-Zinssenkungserwartungen zeigen sich in Dollar-Kursen und bergen Chancen
- Zollkonflikt wird anscheinend nicht mehr so negativ für US-Währung interpretiert
- Britische Pfund leidet unter fiskalischen Problemen und mäßiger Konjunktur
- Schweizer Franken dürfte jüngste Gewinne kaum verteidigen
- Mögliche Strafzölle belasten Japanischen Yen, Erholungspotenzial dennoch gewachsen

ca/ Der **US-Dollar** bleibt in schwierigem Fahrwasser. Der Dollar-Index rutschte Anfang Juli auf den tiefsten Stand seit mehr als drei Jahren, umgekehrt kletterte der Euro-Dollar-Kurs über 1,18. Einige schwächere Konjunkturdaten, der bislang ausgebliebene Inflationsanstieg und „dovische“ Kommentare von einzelnen Notenbankern befeuerten Zinssenkungsspekulationen. Der zeitweise geringere US-Renditevorteil gegenüber dem Euro und anderen Währungen belastete den Greenback. Solide Arbeitsmarktdaten, freundlichere ISM-Einkaufsmanagerindizes und eine höhere Inflation führten zu einer Gegenbewegung bei den Zinserwartungen und mittlerweile erholte sich der US-Dollar erheblich.

Der Kongress verabschiedete das schön länger diskutierte **Fiskalpaket**, welches das US-Budgetdefizit und die Staatsverschuldung erhöhen werden. Dennoch schien der **Devisenmarkt darauf kaum zu reagieren**, da die ursprünglich erwogene, noch größere Steuer-senkung ausblieb. Das Vertrauen in die US-Währung erhielt dadurch jedoch gewiss keinen Schub. Die US-Konjunktur befindet sich nach dem leichten BIP-Rückgang im ersten Quartal insgesamt wohl noch auf einem moderaten Wachstumspfad, die befürchtete Re-zession zeichnet sich bisher nicht ab.

### Zinsdifferenz stützt Dollar-Schwäche nur bedingt

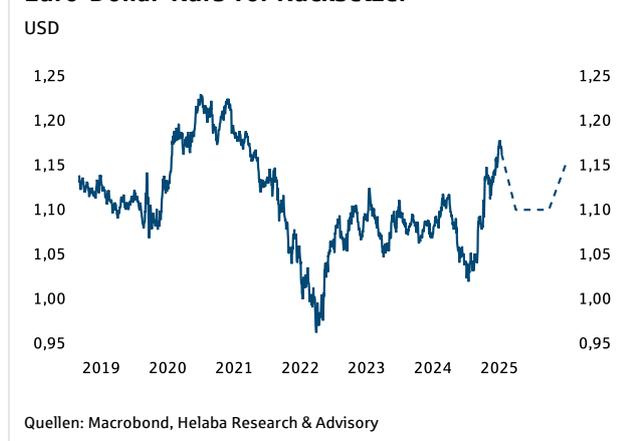


Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Allerdings rückte der **Handelskonflikt** wieder verschärft in den Fokus. Die Deadline der „reziproken“ Zölle am 9. Juli wurde zwar auf den 1. August verschoben. Dennoch erhielten zahlreiche Länder Briefe von US-Präsident Trump, in denen ähnlich hohe Zölle wie zuvor oder sogar noch höhere angedroht wurden. Für die EU stehen trotz

angeblich fortgeschrittener Verhandlungen Zölle von 30 % im Raum. Der US-Dollar konnte diesmal bei manchen bilateralen Wechselkursen davon profitieren – quasi wie im Lehrbuch. Insgesamt bleibt der Effekt jedoch begrenzt, da gerade diese Handelspolitik das Vertrauen in die US-Politik und damit den Dollar beschädigt hat. Immerhin **reagierte der Greenback nicht mehr negativ auf die Zolldrohungen**.

### Euro-Dollar-Kurs vor Rücksetzer



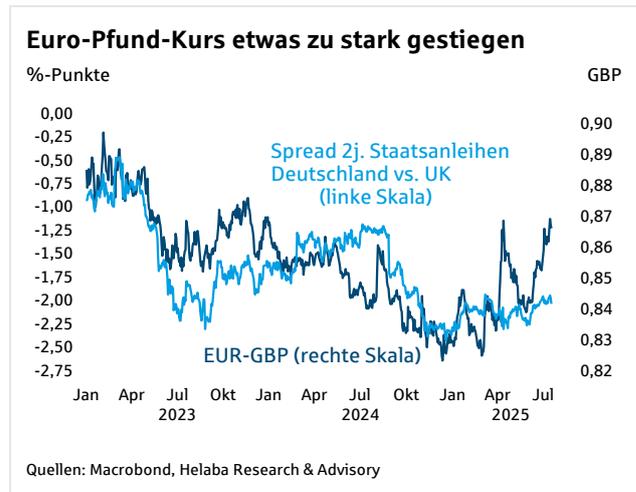
Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Der Zollkonflikt bleibt vorerst offen, allerdings wäre auch die Marktreaktion nicht einfach herzuleiten. Deutliche Zölle für die EU könnten auch den Euro belasten. Wenigstens die Themen Staatsfinanzen oder Iran-Konflikt sollten in der absehbaren Zukunft keinen großen Einfluss mehr auf den Dollar haben. Fundamental geben die Zinsdifferenzen dem Greenback zu-

mindest einen gewissen Rückenwind. Die gegenwärtig einseitigen Positionierungen spekulativer Anleger gegen die US-Währung könnten – als Kontraindikator – diese stützen. Daher bestehen durchaus **Chancen auf eine Dollar-Erhholung**, zumal der Euro-Dollar-Kurs aus mittelfristiger Perspektive stark überkauft ist. Trotzdem existieren nach wie vor noch Abwertungsrisiken für den Dollar, nicht zuletzt bei Angriffen auf die Fed-Unabhängigkeit.

Das **Britische Pfund** wertete zuletzt gegenüber dem Euro sichtbar, gegenüber dem US-Dollar nur marginal ab. Politische Unsicherheiten lasteten auf der britischen Währung. Sparmaßnahmen der Labour-Regierung fanden keine Mehrheit in der eigenen Fraktion, sodass im nächsten Budget noch erhebliche Lücken geschlossen werden müssen. Selbst Steuererhöhungen rücken auf die Agenda. Spekulationen über einen Rücktritt der Schatzkanzlerin Reeves haben sich bislang nicht bewahrheitet.

Auch konjunkturell hat sich die Lage nach einem guten Start ins Jahr eingetrübt. Das BIP dürfte angesichts schwacher Monatszahlen im zweiten Quartal allenfalls geringfügig gewachsen sein. Selbst der Wohnimmobilienmarkt erlitt einen Dämpfer. Immerhin verbesserten sich die Einkaufsmanagerindizes, eine Rezession in Großbritannien ist nicht zu befürchten. Die Inflation mildert sich zwar tendenziell ab, liegt jedoch auf erhöhtem Niveau. Die Bank of England dürfte ihren **Lockerungskurs im bisherigen Tempo fortsetzen**, also eine Zinssenkung pro Quartal. Daher scheint die jüngste Pfund-Abwertung etwas überzogen. Das Erholungspotenzial der britischen Währung gegenüber dem Euro ist dennoch begrenzt.



Der **Schweizer Franken** war zuletzt der **größte Gewinner** am Devisenmarkt, wertete also auch gegenüber dem Euro auf. Dabei verbesserte sich die Risikofreude an den Märkten, weshalb sichere Anlagehäfen nicht gefragt sein sollten. Dennoch halfen vielleicht die Unsicherheiten im Handelskonflikt dem Franken, da die Schweiz bis dato keinen Brief von US-Präsident Trump erhalten hat.



Die Schweizer Notenbank wird wohl nach der Zinssenkung auf 0,0 % abwarten. Zwar sind selbst negative Leitzinsen nicht auszuschließen. Allerdings zeigte sich das Wachstum solide, die Stimmungskennzeichen sind nicht einheitlich. Die Inflation sprang wieder knapp in positives Terrain. Ohne Zollschock für die Schweiz bzw. Europa sollte der **Lockerungskurs der SNB beendet** sein. Devisenmarktinterventionen der Notenbank wären noch ein Instrument, wenngleich dieses Mittel wegen der Trump-Politik nur behutsam einzusetzen ist. Trotz der Franken-Stärke mahnen Zinsdifferenzen oder Risikoindikatoren zur Vorsicht. Ein höherer Euro-Franken-Kurs dürfte nicht überraschen.

Der **Japanische Yen** war der große Verlierer. Auch gegenüber dem US-Dollar gab er deutlich nach. Die jüngste Schwäche ging mit den neuen Zolldrohungen von Trump einher. Demnach wird Japan mit einem Basiszoll von 25 % bedroht, obwohl die Verhandlungen angeblich gut voranschritten. Solche Zölle würden das Land spürbar treffen, zumal die Konjunktur ohnehin nicht rund läuft. Unklar ist, welche Handelshemmnisse wirklich bleiben und ob solche nicht letztlich wieder den Dollar belasten. Zudem sorgt Japans Oberhauswahl für Unsicherheit.

gg. Euro	aktuell*	Q3/25	Q4/25	Q1/26	Q2/26
US-Dollar	1,16	1,10	1,10	1,10	1,15
Jap. Yen	172	158	158	155	157
Brit. Pfund	0,87	0,84	0,85	0,85	0,86
Schw. Franken	0,93	0,95	0,96	0,96	0,96

\* 16.07.2025  
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Vor diesem Hintergrund wird die Bank of Japan im Wartemodus verharren. Angesichts der hohen Inflation – teilweise auch wegen Sondereffekten – ist eine weitere Straffung gegen den internationalen Trend um den Jahreswechsel aber möglich. Die Renditedifferenzen rechtfertigten die jüngste Yen-Abwertung ohnehin nicht. Deshalb dürfte **Japans Währung gegenüber US-Dollar und Euro wieder aufwerten**.



## 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	3,0	3,3
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	2,8	2,7

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	0	2,15	2,15	2,15	2,15	2,15
EZB Einlagenzins	-100	0	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
Tagesgeldsatz €STR	-98	1	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	2	2,07	2,05	2,10	2,10	2,10
2j. Bundesanleihen	-22	2	1,86	2,20	2,25	2,25	2,25
5j. Bundesanleihen	8	11	2,23	2,40	2,50	2,50	2,60
10j. Bundesanleihen	32	17	2,69	2,70	2,80	2,80	3,00
2j. Swapsatz	-19	0	2,00	2,30	2,35	2,35	2,35
5j. Swapsatz	5	5	2,29	2,50	2,60	2,60	2,70
10j. Swapsatz	30	11	2,66	2,70	2,80	2,80	3,00
20j. Swapsatz	54	18	2,90	2,75	2,80	2,80	3,00
30j. Swapsatz	70	22	2,86	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	-11	6	4,46	4,30	4,50	4,50	4,50
<b>Aktien</b>	Landeswährung, %						
DAX	20,6	4,1	24.009	21.000	22.000	22.500	23.000
Euro Stoxx 50	8,2	1,9	5.298	4.800	5.000	5.100	5.200
Dow Jones	4,0	4,9	44.255	38.000	39.000	39.500	40.300
S&P 500	6,5	4,7	6.264	5.400	5.500	5.600	5.700
Nikkei 225	-0,6	3,1	39.663	34.000	35.000	35.500	36.000
<b>Gold und Brentöl</b>	%						
Gold €/Unze	13,4	-2,0	2.876	3.091	3.182	3.182	3.130
Gold \$/Unze	27,5	-0,7	3.347	3.400	3.500	3.500	3.600
Brentöl \$/Barrel	-8,2	-13,1	69	75	78	81	83
<b>Devisen</b>	jeweils gg. Euro, %		jeweils gg. Euro				
US-Dollar	-11,1	-1,3	1,16	1,10	1,10	1,10	1,15
Japanischer Yen	-5,4	-2,9	172	158	158	155	157
Britisches Pfund	-4,6	-1,6	0,87	0,84	0,85	0,85	0,86
Schweizer Franken	0,8	0,7	0,93	0,95	0,96	0,96	0,96

\* 19.06.2025 \*\* 16.07.2025

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory



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

## Wir sind für Sie da:

### Themengebiete

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

### Autoren/-innen

Dr. Gertrud Rosa Traud (rt)  
Ulf Krauss (uk)  
Markus Reinwand (mr), CFA  
Christian Apelt (ca), CFA  
Claudia Windt (cw)  
Paul Richter (pr)  
Ralf Umlauf (ru)  
Simon Azarbajani (saz)  
Patrick Franke (pf)

### Durchwahl 069/9132-

20 24  
47 28  
47 23  
47 26  
25 00  
79 58  
11 19  
79 76  
47 38

## Herausgeber und Redaktion

Helaba Research & Advisory

Redaktion:

Dr. Stephan Brand

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/>