



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

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

### Editorial: Urlaub macht schlau!



Die Urlaubszeit neigt sich dem Ende, aber viele genießen noch die wohlverdiente Auszeit – so wie unsere Chefvolkswirtin, die deshalb das Editorial in andere Hände gegeben hat. Wie wichtig den Deutschen das Reisen ist, hat gerade das Statistische Bundesamt bestätigt: Die Zahl der (mehrtägigen) Reisen hat 2024 einen neuen Rekord erreicht und lag 6 % über dem Vor-Corona-Niveau aus dem Jahr 2019, die der Auslandsreisen sogar 15 % höher. Nach enormen Kaufkraftverlusten durch die hohe Inflation haben sicher die seit zwei Jahren wieder zunehmenden Realeinkommen dazu beigetragen, die Reiselust zu steigern. Immerhin rund 70 % der

Deutschen verbringen die „wichtigsten Tage im Jahr“ im Ausland. Die beliebtesten Urlaubsländer sind Italien, Österreich, Spanien, Frankreich und die Niederlande. Geht es um die Haupturlaubsreise – meist im Sommer – zählen nach Spanien und Italien die Türkei, Skandinavien und Griechenland zu den Top-5 Zielen. Und wenn Volkswirte verreisen, können wir wirtschaftliche Themen nie ganz ausblenden.

Alle diese beliebten Urlaubsdestinationen wachsen 2025 stärker als Deutschland – so die Türkei mit 3 %, Spanien und Griechenland mit mehr als 2 %. Dies hängt natürlich auch mit der positiven Entwicklung im für diese Länder so bedeutenden Tourismus zusammen. Vielleicht aber ebenso mit strukturellen Bedingungen wie Digitalisierung oder Infrastruktur: Während in Deutschland ein „Cash only“-Schild an gefühlt jedem zweiten Gastronomiebetrieb klebt, ist Kartenzahlung im Rest Europas längst Standard. Pünktliche und saubere Bahnen sind für den deutschen Touristen eine willkommene Überraschung. Und welchen Beitrag zur Mobilitätswende könnte das Fahrrad leisten, hätten wir ein Radwegenetz wie unsere niederländischen Nachbarn? Schaut man auf die Wettbewerbsfähigkeit insgesamt, könnten wir vor allem von den nordischen Ländern und den Niederlanden lernen, bei den anderen beliebten Urlaubsländern sieht es hier (noch) schlechter aus.

Gedanken über die Auswirkungen des Klimawandels drängen sich schon bei der Urlaubsplanung auf, auch wenn sich die „Coolcation“ bisher wenig im tatsächlichen Reiseverhalten widerspiegelt. Künftig werden aber sicher kühlere Reiseziele in Nordeuropa profitieren, während viele Urlauber den Mittelmeerraum zumindest in den heißen Sommermonaten meiden. Dies könnte erhebliche wirtschaftliche Folgen für die betroffenen Länder haben.

Ich hoffe, Sie hatten – oder genießen noch – erholsame und inspirierende Urlaubstage.

Ihr

**Dr. Stefan Mitropoulos**

Head of Capital Market Research & Economics

## Konjunktur: Wie wirken sich höhere Zölle aus?

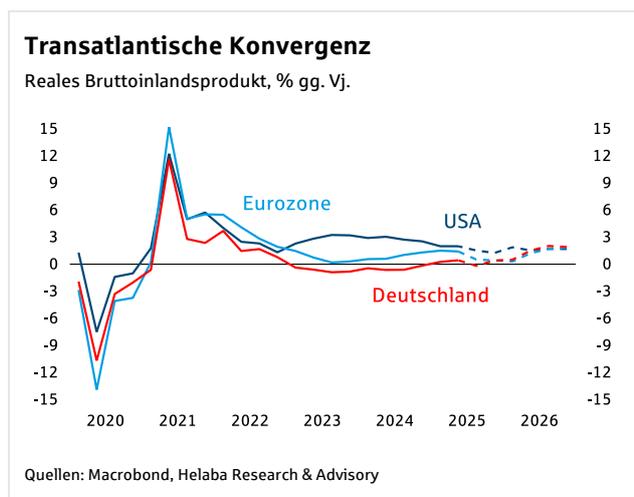


- Im August nähert sich der effektive Warencoll der USA wieder dem Wert von Anfang April an
- Weitere Maßnahmen Trumps sind angekündigt, „Deal“ mit China lässt weiter auf sich warten
- Deutsche Exporte in die USA im zweiten Quartal rückläufig
- Die künftige Höhe der US-Einfuhrzölle auf Automobile scheint nun geklärt
- Inflationsraten in Deutschland und Eurozone verharren bei 2 %
- US-Teuerungsrate im Juni 2,7 %, Kernrate bei 3,1 % – Preisdruck bleibt hoch

pf/ Mit der neuen Welle von Ankündigungen durch die US-Regierung Anfang August klärte sich die Unsicherheit im **Zollstreit** auf – aber nur ein bisschen. Viele der „Deals“ mit Handelspartnern enthalten unklare oder umstrittene Passagen. Dies sind keine echten „Handelsabkommen“, sondern meist **verbale Abmachungen**, die von beiden Seiten oft völlig unterschiedlich interpretiert werden. Mit ihrer Zustimmung hat sich auch die EU von den WTO-Regeln verabschiedet, die in den vergangenen Jahrzehnten den Welthandel zu einer Erfolgsstory gemacht hatten. Die Erfahrung zeigt, dass US-Präsident Trump jederzeit neue Drohungen aus dem Hut ziehen kann. Dieses Risiko ist umso höher, als die Datenlage bisher noch keine klare Antwort auf die Frage geliefert hat, wie schädlich der Zollstreit für die globale Konjunktur letztlich sein wird.

Die **US-Wirtschaft** legte im zweiten Quartal noch spürbar zu, aber dies war getrieben von der Volatilität der Importe, die negativ in das BIP eingehen. Die private inländische Endnachfrage war schwach. Insbesondere der Konsum hat seit 2024 merklich an Schwung verloren. Am Arbeitsmarkt trübt sich die Lage ein. In **China** bleibt die Datenlage uneinheitlich. Die im Zuge des Zollstreits auch ohne die Prohibitivzölle vom April zu erwartenden negativen

Effekte scheinen nun einzusetzen. Obwohl die globalen Exporte Chinas bislang positiv überrascht haben, dürfte das zweite Halbjahr weniger dynamisch ausfallen als das erste. Die Binnennachfrage kommt nicht in Gang und die Ausfuhren in die USA gehen merklich zurück.



saz/ Für die **deutsche Wirtschaft** folgte nach einem Wachstum von 0,3 % im ersten Quartal ein BIP-Rückgang von 0,1 % im Frühling. Die Exporte fielen von April bis Juni aufgrund der schlechteren Zollsituation schwächer als zu Jahresbeginn aus und erklären somit die negative Entwicklung. Die am 22. August anstehenden Detailergebnisse für die BIP-Komponenten werden einen genaueren Einblick in die jüngste wirtschaftliche Entwicklung liefern. Da der BIP-Rückgang

im letzten Quartal mild ausgefallen ist, spricht nun vieles dafür, dass das Sozialprodukt in diesem Jahr insgesamt leicht wachsen wird. Vor diesem Hintergrund werden wir unsere Wachstumsprognose für 2025 überprüfen. Für **2026** erwarten wir ein **Wirtschaftswachstum von 1,5 %**.

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

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

Die **privaten Konsumausgaben** sind im ersten Vierteljahr gestiegen. Für das zweite Quartal liegen bereits die Einzelhandelsumsätze vor, die im Vergleich zum Vorquartal um 0,3 % höher ausfielen. Die Umsätze aus dem Dienstleistungsbereich sprechen eine ähnliche Sprache: In den Monaten April und Mai lagen die Erlöse 0,2 % über dem Durchschnitt des ersten Quartals. Von April bis Juni dürfte der private Konsum also erneut gestiegen sein.

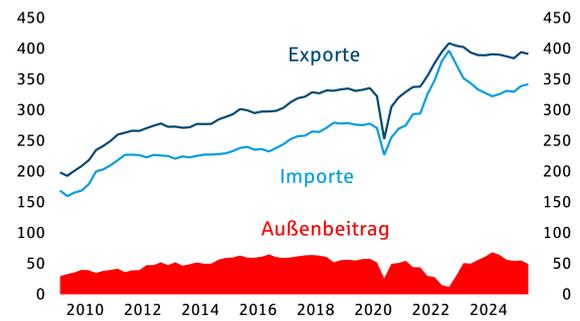
Die **Konsumausgaben des Staates** waren Anfang des Jahres leicht rückläufig. Die Fiskalpakete werden aber zu einem deutlichen Anstieg sowohl der öffentlichen Konsumausgaben als auch der öffentlichen Investitionen führen. Die Investitionstätigkeit in der deutschen Wirtschaft nahm im ersten Quartal zu. Die Indikation für das zweite Quartal sieht für die **Ausrüstungsinvestitionen** jedoch eher negativ aus: Die Industrieproduktion und vor allem die Produktion im Maschinenbau – die einen engen Gleichlauf mit den Ausrüstungsinvestitionen aufweist – entwickelte sich schlecht. Künftig sollten jedoch sowohl die Ausrüstungs- als auch die **Bauinvestitionen** in Deutschland dank der Fiskalpakete wieder zunehmen.

Die deutschen **Exporte** in die USA sanken im Juni nach einem starken Rückgang im Mai erneut. Doch die Ausfuhren in die Eurozone fielen besser aus, sodass die Exporte insgesamt um 0,8 % stiegen. Auf Quartalsbasis nahmen sie aber ab und die Importe zu. Entsprechend verringerte sich der Außenbeitrag von April bis Juni. Die Zollsituation scheint sich allmählich zu klären – zumindest liegt nun ein erstes schriftliches Rahmenabkommen vor. Für die deutsche Wirtschaft ist vor allem die Reduktion der US-Importzölle für Automobile von 27,5 % auf 15 % wichtig.

Von den großen Ländern in der **Eurozone** schrumpfte im zweiten Quartal neben dem deutschen nur das italienische Sozialprodukt (-0,1 % gg. Vq.). Ähnlich wie Deutschland hat auch die italienische Wirtschaft einen hohen

### Negativer Wachstumsbeitrag vom Außenhandel

Deutsche Exporte und Importe sowie der Außenbeitrag, Mrd. Euro

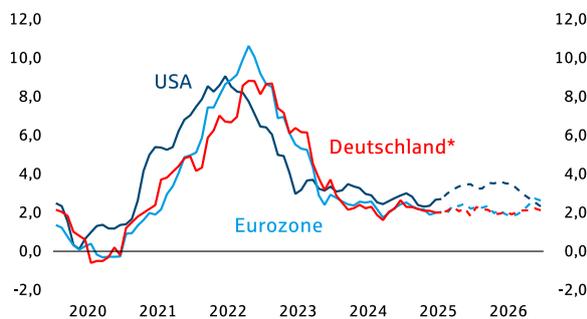


Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Industrieanteil und reagiert daher stärker auf den Handelskonflikt. Die spanische Wirtschaft übertraf mit einem Plus von 0,7 % erneut die Erwartungen. Frankreich blieb mit einem Zuwachs von 0,3 % scheinbar unbeeindruckt von den höheren US-Importzöllen. In der Summe erhöhte sich das Bruttoinlandsprodukt der Eurozone leicht um 0,1 %.

### Wann zeigt sich der Zolleffekt in den US-Preisen?

Verbraucherpreise, % gg. Vj.



\*nationale Berechnungsweise

Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Die **deutsche Inflationsrate** verharrte im Juli bei dem Zielwert von 2,0 %. Die Verbraucherpreise erhöhten sich im Vormonatsvergleich um 0,3 %. Der Trend bei der Dienstleistungsinflation ist weiterhin abnehmend, wenngleich der Wert hier mit 3,1 % noch erhöht ist. In der Eurozone blieben sowohl die Gesamtsteuerung (2,0 %) als auch die Kernrate (2,3 %) auf dem Vormonatswert. Insgesamt ist die Inflationslage in der Eurozone also stabil.

In den **USA** bleibt umstritten, ob bzw. wann die Auswirkungen der deutlichen Zollerhöhungen auf die Verbraucherpreise in vollem Umfang sichtbar werden. Im Juli stieg der Kernindex ohne Nahrungsmittel und Energie um 0,3 % gg. Vm. Die Vorjahresrate zog auf 3,1 % an. Hierbei spielten die **Dienstleistungspreise** eine wichtige Rolle. Bei den **Waren** ist unverändert kaum etwas von den gestiegenen Einfuhrpreisen zu erkennen. Die spannende Frage ist, ob der volle Effekt noch zeitverzögert kommt oder ob er allgemein überschätzt wurde. Wahrscheinlich wird es noch eine Weile dauern, bevor wir in dieser Hinsicht absolute Klarheit haben. Fakt ist, dass – gemessen an Gesamt- und Kernteuerung – der **Disinflationsprozess** per saldo schon vor rund einem Jahr ausgelaufen ist. Wir rechnen unverändert mit einem Anstieg der Verbraucherpreise um rund 3 % im laufenden Jahr. 2026 dürfte der Preisauftrieb ähnlich hoch sein.

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: Druck auf US-Notenbank nimmt zu

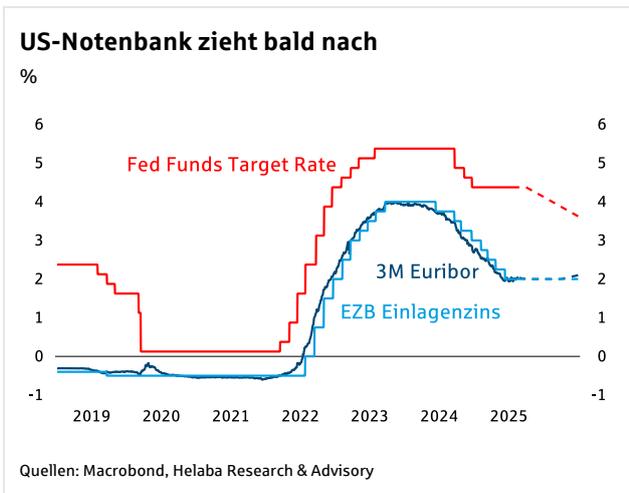


- Wahrscheinlichkeit einer Zinssenkung der EZB im September wird kleiner
- Gegen weitere Lockerungen spricht vor allem die expansivere Fiskalpolitik
- EZB dürfte angesichts der Inflationsentwicklung ihre Beobachterposition beibehalten
- Kritik der US-Regierung an Fed dauert an, Trump nominiert Berater als Gouverneur
- Schwächere Arbeitsmarktdaten verstärken das Dilemma der Fed, Inflation bleibt zu hoch
- Auf Jahressicht sollte der US-Leitzins rund 100 Basispunkte niedriger sein als aktuell

Die Zweifel, ob der EZB-Rat im September den **Einlagensatz** von 2,0 % auf 1,75 % senken wird, sind zuletzt größer geworden. Es gibt im Wesentlichen zwei Gründe für die Skepsis: Erstens die Fiskalpolitik. Nach jahrelanger wirtschaftlicher Schwäche verfügt die deutsche Wirtschaft über ein erhebliches Aufholpotenzial. Mit Hilfe staatlicher Investitions- und Ausgabenprogramme sollte die Handbremse endlich gelöst werden. Dabei besteht jedoch die Gefahr, dass dadurch auch die Inflation im Euroraum angeheizt wird.

Damit wären wir beim zweiten Faktor: Die jüngste Entwicklung der **Verbraucherpreise** in der Eurozone sieht auf den ersten Blick zwar günstig aus, da das 2-Prozent-Ziel erreicht wurde. Die Jahresrate der Kern- teuerung liegt mit 2,3 % jedoch immer noch über der Gesamtrate, die vor allem von sinkenden Energieprei- sen profitierte. Auf Basis der letzten sechs Monate ergibt sich bei der Kernrate sogar ein Anstieg von 2,7 %. Viel Spielraum hat die EZB somit nicht.

Die **Fed** steht weiter im Kreuzfeuer der Kritik sei- tens der US-Regierung. Präsident Trump hat nach dem vorzeitigen Ausscheiden einer Gouverneurin als Nachfolger seinen **treuen Gefolgsmann** Stephen Miran nominiert. Ob der zum kommenden FOMC-Meeting Mitte September schon im Amt sein wird, ist aber fraglich, denn der Senat ist in der Sommerpause. Bereits Ende Juli hatten sich zwei (früher von Trump nominierte) Gouverneure für eine Zinssenkung ausgesprochen. In den letzten Projektio- nen vom Juni rechneten zwei FOMC-Mitglieder mit Leitzinssenkungen um insgesamt 75 Basispunkte, acht mit 50 Basispunkte bis Ende 2025.



nächsten Sommer. Mit knapp 3,5 % wird der Leitzins dann grob auf einem „neutralen“ Niveau angekommen sein, das die Konjunktur weder merklich anschiebt noch bremst.

Obwohl die **Teuerung** weiter zu hoch liegt, haben die zuletzt schwächeren Daten zum **Arbeitsmarkt** Erwartungen auf baldige Zinssenkungen geschürt. Schon auf kurze Sicht wären Signale hinsichtlich der Geld- politik auf dem Symposium der Kansas City Fed in **Jackson Hole** (vom 23. bis 25. August) möglich – die Fed nutzte diese Veranstaltung in der Vergangenheit immer wieder, um den Finanzmärkten ihre Pläne zu kommunizieren. Vor der Septembersitzung erhält die US-Notenbank aber noch die **Augustdaten** zu Arbeits- markt und Preisen.

Wir rechnen weiterhin mit einer Senkung der Federal Funds Rate **um insgesamt 100 Basispunkte** bis zum

%	aktuell*	Q3/25	Q4/25	Q1/26	Q2/26
3M Euribor	2,03	2,00	2,00	2,00	2,00
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

\* 20.08.2025

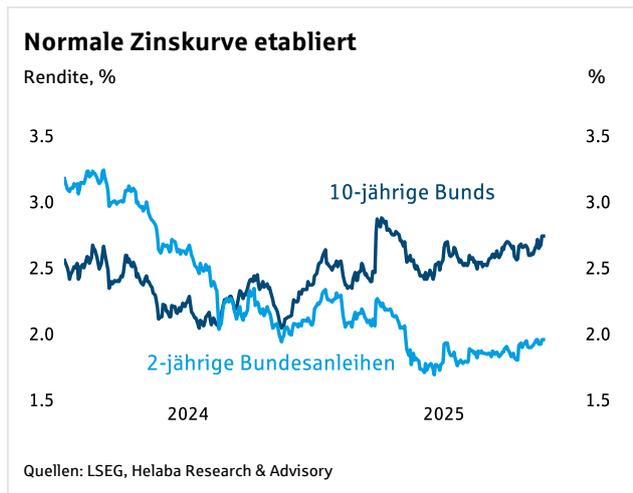
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

## Staatsanleihen: Überraschungspotenzial bleibt überschaubar



- Unterstützung von geldpolitischer Seite lässt zumindest im Euroraum spürbar nach
- Näherrückende Zinssenkungen der Fed sind weitgehend eingepreist
- Aussicht auf Konjunkturbelebung im kommenden Jahr belastet Bundesanleihen
- Geringer Spielraum für niedrigere Inflationserwartungen
- Staatsverschuldung und politisches Chaos verunsichern die Anleger
- 10-jährige US-Treasuries zum Jahresende bei rund 4,5 % erwartet, Bunds bei 2,8 %

uk/ Am deutschen Rentenmarkt ist derzeit keine klare Tendenz erkennbar. Die Renditen 10-jähriger Bundesanleihen notieren immerhin seit Mai über der Marke von 2,5 %.



der **schwach ausgeprägten Zinsfantasie** der Anleger liegen. Die Wahrscheinlichkeit einer Leitzinssenkung der EZB im September wird nicht mehr als hoch eingestuft. Die Rendite **2-jähriger Bundesanleihen** bewegte sich zuletzt im Bereich von rund 2,0 %. Anfang Mai orientierte sie sich noch an der Marke von 1,7 %.

Zahlreiche Euroländer stehen **fiskalpolitisch** unter massivem Druck, da sie den Sozialstaat aufrechterhalten und gleichzeitig militärisch aufrüsten müssen. Besonders kritisch scheint die Situation in **Frankreich** zu sein, das schon länger politisch instabil wirkt. Der Abschlag bei zehnjährigen französischen Laufzeiten gegenüber italienischen Papieren ist bis auf fünf Basispunkte geschrumpft. Im Mai lag der Abstand noch bei rund 40 Basispunkten. Der Aufschlag gegenüber

Bunds ist jedoch in etwa gleich geblieben bei rund 70 Basispunkten. Somit schrumpft auch Deutschlands Zinsvorteil gegenüber **Italien** – auf den niedrigsten Stand seit 15 Jahren. Angesichts der aktuell stattfindenden Diskussion über die Staatsschulden könnte eine Zinssenkung der EZB ohne entsprechenden Rückgang der Teuerung unter die 2-Prozent-Marke dem Rentenmarkt hierzulande sogar eher schaden als nützen.

Ein Blick über den Atlantik zeigt die schwierige Ausgangsposition im Falle einer sehr expansiven Fiskalpolitik. Kommt, wie in den USA, massiver **politischer Druck** auf die Notenbank hinzu, stellt dies eine erhebliche Belastung für die Inflationserwartungen dar. Zwar haben die schwächeren US-Arbeitsmarktdaten die **Inflationserwartungen** gedrückt und die Zinssenkungsfantasie wiederbelebt. Die US-Notenbank sieht die Datenlage jedoch weiterhin als unklar und damit kritisch an. Eine **geldpolitische Lockerung** im September ist gleichwohl eingepreist. Ein weiterer Rückgang des Renditeniveaus bei US-Treasuries ist somit nicht zu erwarten.



Insgesamt dürfte sich die **volatile Entwicklung** der

Renditen fortsetzen. Die Unterstützung von geldpolitischer Seite hat zumindest im Euroraum spürbar nachgelassen.

%	aktuell*	Q3/25	Q4/25	Q1/26	Q2/26
10j. Bundesanl.	2,72	2,70	2,80	2,80	3,00
10j. US-Treasuries	4,29	4,30	4,50	4,50	4,50

\* 20.08.2025

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

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.

## Aktien: Saisonal schwieriges Umfeld



- Viele Indizes haben in den letzten Wochen einen Gang zurückgeschaltet
- Konjunkturstimung in Deutschland erhielt zuletzt einen kleinen Dämpfer
- Für den DAX überwiegen die negativen Gewinnrevisionen, für den S&P 500 die positiven
- Anlegerstimmung ist dies- und jenseits des Atlantiks eher verhalten
- S&P 500 weiterhin sehr teuer, DAX und EURO STOXX 50 ebenfalls außerhalb des fairen Bereichs
- Saisonal befinden sich Aktien gegenwärtig in einer schwierigen Phase

mr/ Ein Blick auf die **Kursverläufe und Handelsumsätze** einiger Aktienindizes vermittelt den Eindruck, dass sich viele Anleger derzeit noch in den Sommerferien befinden. Ein Großteil der Märkte sind schon sehr gut gelaufen und inzwischen hoch bewertet. So legte der DAX im ersten Quartal gut 11 %, im zweiten knapp 8 % zu. Im laufenden dritten Quartal ist lediglich ein Plus von knapp 2 % zu verbuchen. Welche Ereignisse oder Entwicklungen könnten bei den Investoren Handlungsbedarf in die eine oder andere Richtung hervorrufen?



Große Beachtung finden derzeit die Gespräche über eine Beendigung des **Krieges in der Ukraine**. Angesichts der komplexen Interessenlage der verschiedenen beteiligten Mächte ist eine schnelle Lösung, die dem Aktienmarkt einen Schub verleihen könnte, aber nicht sehr wahrscheinlich.

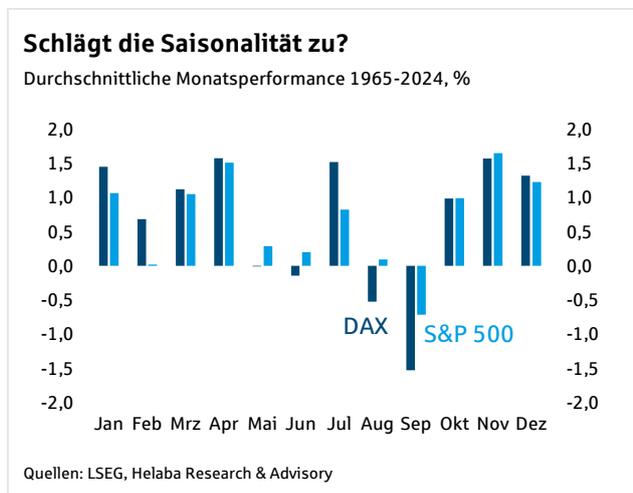
Wie sehen die Fundamentaldaten aus? Die **Berichts-saison** ist dies- und jenseits des Atlantiks mittlerweile größtenteils abgeschlossen. Die Ergebnisse der DAX-Unternehmen lagen mehrheitlich (66 %) über den Erwartungen. Beim S&P 500 konnten sogar 81 % der Unternehmen positiv überraschen. Während für den sehr hoch bewerteten **S&P 500** inzwischen zumindest die **Gewinnschätzungen nach oben angepasst** werden, überwiegen für **DAX-Titel** noch die **negativen**

**Gewinnrevisionen**. Eine über den Erwartungen liegende Beschleunigung der Gewindynamik, die nachhaltig höhere Notierungen rechtfertigen würde, zeichnet sich gegenwärtig nicht ab. Dafür sind die globalen **konjunkturellen Frühindikatoren** zu schwach.

Indexpunkte	aktuell*	Q3/25	Q4/25	Q1/26	Q2/26
DAX	24.277	21.000	22.000	22.500	23.000
Euro Stoxx 50	5.472	4.800	5.000	5.100	5.200
S&P 500	6.396	5.400	5.500	5.600	5.700

\* 20.08.2025

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

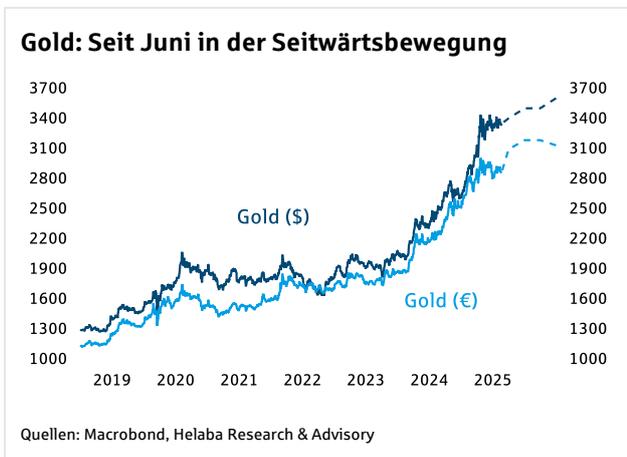


Unterstützung erfahren Aktien dagegen durch den expansiven Kurs der **Notenbanken**, insbesondere durch Hoffnungen auf weitere Lockerungen der Fed. In Zinssenkungsphasen wird Aktien regelmäßig eine Ausweitung der Bewertungen zugebilligt, was zeitgleich in einer Phase meist schwacher Unternehmensergebnisse einen Kursanstieg ermöglicht. Angesichts rekordhoher Bewertungen vor allem bei US-Titeln ist dieser Prozess jedoch weitestgehend ausgereizt. Zu den eher weichen Faktoren zählt die **Saisonalität**. Sowohl für den DAX als auch für den S&P 500 haben sich der August und September im langfristigen Durchschnitt als die schwächsten Monate im Jahresverlauf erwiesen. Aufgrund des insgesamt ungünstigen Chance-Risiko-Verhältnisses könnten Anleger also durchaus einen Teil der Gewinne ins Trockene bringen.

## Gold: In der Sommerpause



- Kombination aus geld- und geopolitischen Einflussfaktoren bewegt Gold
- Edelmetall bleibt in einer Handelsspanne von 3.300 bis 3.400 US-Dollar je Feinunze
- Geopolitische Entspannung sowie ein stärkerer US-Dollar drücken Goldpreis
- Aussicht auf baldige Zinssenkung der US-Notenbank verleiht Rückenwind



cw/ Gold ist in den letzten Wochen erneut von einer Kombination aus **geld- und geopolitischen Einflussfaktoren** bewegt worden. Zwar hat das Edelmetall auf Monatssicht über 2 % verloren, doch bleibt es in seiner seit Juni etablierten Handelsspanne zwischen **3.300 und 3.400 US-Dollar je Feinunze**. Während die Aussicht auf baldige **Zinssenkungen** der Fed sowie die Unsicherheit über die Auswirkungen der **US-Handelspolitik** zu Rekordständen über **3.400 US-Dollar je Feinunze** verholfen haben und nach wie vor eine gute Unterstützung bieten, drücken ein **stärkerer US-Dollar** sowie Phasen einer **geopolitischen Entspannung** Gold in Richtung **3.300**. In Eurorechnung zeigt sich ein ähnliches Bild einer Seitwärtsbewegung zwischen **2.820 und**

**2.920 Euro je Feinunze**. Je näher die **Zinssenkung der Fed** rückt, umso eher dürfte das Edelmetall den Sprung über **3.400 US-Dollar je Feinunze** schaffen und damit die Sommerpause beenden.

Preis / Feinunze	aktuell*	Q3/25	Q4/25	Q1/26	Q2/26
Gold in Euro	2.874	3.091	3.182	3.182	3.130
Gold in US-Dollar	3.348	3.400	3.500	3.500	3.600

\* 20.08.2025  
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

## Rohöl: Zuversicht auf höhere Preise schwindet



- Wachstumsenttäuschungen im Verarbeitenden Gewerbe in der Eurozone und in den USA
- OPEC+ hat erwartungsgemäß weitere Produktionskürzungen zurückgenommen
- Russlandsanktionen bleiben nach Alaska-Gipfel bestehen
- Lagerbestände der OECD steigen – strategische Reserven der USA nehmen zu



ru/ Die letzten Wochen waren vor allem geprägt von Enttäuschungen im Verarbeitenden Gewerbe. Zu nennen sind der unerwartet schwache und unter der 50er Marke verbliebene ISM-Index in den USA sowie die von abwärts revidiertem Niveau aus sinkende Industrieproduktion in Deutschland und der Eurozone. Auch der US-Arbeitsmarktbericht darf nicht vergessen werden. Die Nachricht, dass die OPEC+ in diesem Umfeld beschlossen hat, frühere Produktionskürzungen per September weiter zurückzunehmen, sorgt für Erwartungen eines Produktionsüberschusses. Mögliche Sekundärzölle gegen Indien wegen der Ölgeschäfte mit Russland brachten dagegen kaum Impulse für die Ölnotierungen. Auch der weitgehend folgenlose Alaska-Gipfel half den Preisen nicht, weil zusätzliche Sanktionen gegen die russi-

sche Ölindustrie ausblieben. Angesichts der fundamentalen Schwäche der Ölnachfrage und der Angebotsausweitung schwindet die Zuversicht auf deutlich steigende Ölpreise.

Preis / Barrel	aktuell*	Q3/25	Q4/25	Q1/26	Q2/26
Rohöl Brent	67	75	78	81	83

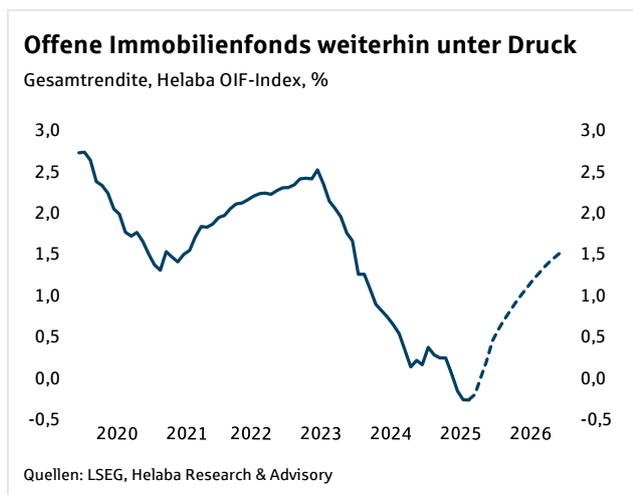
\* 20.08.2025  
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

## Immobilien: Positive Entwicklung im Gewerbesegment



- Durchschnittliche Jahresperformance offener Immobilienfonds zuletzt erneut bei -0,3 %
- Nettomittelabflüsse offener Fonds halten an und betragen im Juni 249 Mio. Euro
- Liquiditätsquote der Fonds noch ausreichend hoch, um weitere Abflüsse zu bedienen
- Positive Mietentwicklung und moderate Leerstände stützen Kapitalwerte von Gewerbeimmobilien
- Marktaktivität im Gewerbesegment verharrt auf niedrigem Niveau
- 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 konstant geblieben. Mit einer leichten Verbesserung ist gegen Ende des Jahres zu rechnen. Aufgrund der geringen Attraktivität der Fonds im Vergleich zu festverzinslichen Anlageprodukten werden sich die Mittelabflüsse fortsetzen. Sie lagen im Juni mit 249 Millionen Euro auf dem niedrigsten Niveau seit einem Jahr. Grund hierfür ist, dass im Juni Ausschüttungen stattfinden, von denen ein Großteil automatisch wieder angelegt wird. Für den folgenden Monat erwarten wir jedoch, dass sich die Abflüsse wieder deutlich erhöhen.

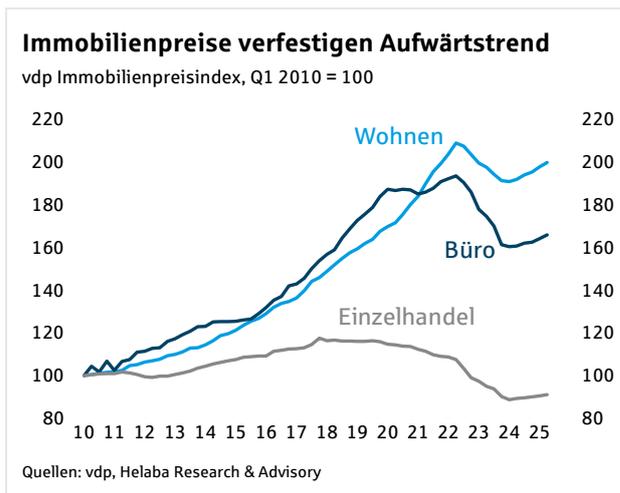


Die vom Pfandbriefverband vdp für das 2. Quartal veröffentlichten Indizes bestätigen die Stabilisierung des deutschen Immobilienmarktes. Die Kapitalwerte von **Gewerbeimmobilien**, die einen Großteil des Portfolios der offenen Immobilienfonds ausmachen, verbesserten sich im Vergleich zum Vorquartal zum zweiten Mal in Folge um 1,0 %. Dabei entwickelten sich Büroimmobilien mit einem Plus von 1,1 % besser als Einzelhandelsimmobilien mit 0,6 %. Die Neuvertragsmieten nahmen in beiden Segmenten weiter zu und liegen nun bei Büros um 3,5 %, im Einzelhandel um rund 2 % über dem Vorjahresniveau. Der kontinuierliche Mietanstieg sowie die im europäischen Vergleich moderate Entwicklung der Leerstandsquoten tragen zur positiven Entwicklung der Kapitalwerte in beiden Bereichen bei. Die erwartete konjunkturelle Erholung wird das Segment zusätzlich stabilisieren. Dennoch liegt das **Transaktionsvolumen** nach wie vor deutlich unter dem Vorkrisenniveau, was die Preistransparenz beeinträchtigt.

Die vom Pfandbriefverband vdp für das 2. Quartal veröffentlichten Indizes bestätigen die Stabilisierung des deutschen Immobilienmarktes. Die Kapitalwerte von **Gewerbeimmobilien**, die einen Großteil des Portfolios der offenen Immobilienfonds ausmachen, verbesserten sich im Vergleich zum Vorquartal zum zweiten Mal in Folge um 1,0 %. Dabei entwickelten sich Büroimmobilien mit einem Plus von 1,1 % besser als Einzelhandelsimmobilien mit 0,6 %.

Die Neuvertragsmieten nahmen in beiden Segmenten weiter zu und liegen nun bei Büros um 3,5 %, im Einzelhandel um rund 2 % über dem Vorjahresniveau. Der kontinuierliche Mietanstieg sowie die im europäischen Vergleich moderate Entwicklung der Leerstandsquoten tragen zur positiven Entwicklung der Kapitalwerte in beiden Bereichen bei. Die erwartete konjunkturelle Erholung wird das Segment zusätzlich stabilisieren. Dennoch liegt das **Transaktionsvolumen** nach wie vor deutlich unter dem Vorkrisenniveau, was die Preistransparenz beeinträchtigt.

Auch der Wohnimmobilienmarkt verzeichnet weiterhin steigende Neuvertragsmieten und Kapitalwerte. Hauptursache ist der anhaltende Mangel an Wohnraum. Im Vergleich zum Vorquartal stiegen die Preise hier um 1,1 %. Besonders kräftig fiel der Anstieg in den sieben größten Städten mit 1,5 % gegenüber dem Vorquartal aus. Bei selbstgenutztem Wohneigentum, also Einfamilienhäusern und Eigentumswohnungen, war der Preisanstieg mit 0,8 % moderater. Deutlich dynamischer entwickelten sich die Preise für Mehrfamilienhäuser, die um 1,3 % gegenüber dem Vorquartal zunahmen. Die Neuvertragsmieten für diese Objekte lagen um 3,5 % über dem Vorjahresniveau. Für das kommende Jahr rechnen wir mit einer leicht nachlassenden Dynamik, da die Erschwinglichkeit im Vergleich zu 2025 durch etwas höhere Zinsen, geringere Reallohnzuwächse und die steigenden Kaufpreise 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

Die Neuvertragsmieten für diese Objekte lagen um 3,5 % über dem Vorjahresniveau. Für das kommende Jahr rechnen wir mit einer leicht nachlassenden Dynamik, da die Erschwinglichkeit im Vergleich zu 2025 durch etwas höhere Zinsen, geringere Reallohnzuwächse und die steigenden Kaufpreise zurückgeht.

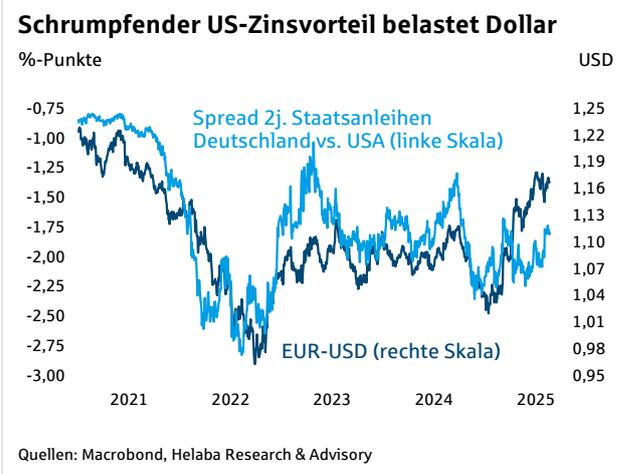
## Devisen: Nachlassende Dynamik



- Euro-Dollar-Kurs schwankte zwar deutlich, zuletzt aber ohne klaren Trend
- Zügigere US-Leitzinssenkungen würden den Dollar belasten
- Politische Unsicherheiten bleiben Negativfaktor für US-Währung
- Britisches Pfund zunächst mit etwas Rückenwind, der mittelfristig wohl abflauen wird
- Schweizer Franken verliert trotz schwierigem Fahrwasser bislang nur leicht
- Japanischer Yen jüngst mit wenig Bewegung, besitzt jedoch grundsätzlich Aufwertungspotenzial

ca/ Wie gewonnen, so zerronnen. Der **US-Dollar** setzte zwischenzeitlich zwar zu einer spürbaren Erholung an, diese fiel jedoch wieder in sich zusammen. Die US-Währung notiert gegenüber dem Euro und anderen Währungen etwas schwächer. Das Handelsabkommen der USA mit der EU beflügelte zunächst den Dollar bzw. belastete den Euro. Danach ließen allen voran schwache US-Arbeitsmarktdaten den Greenback abwerten. Zudem verunsicherten die Diskussionen über einen neuen Notenbankchef und die Entlassung der Chefin der Behörde für Arbeitsmarktstatistik.

Der EU-US-Deal wurde als eher vorteilhaft für die USA gewertet, zumal er die schlechte Verhandlungsposition der Europäer untermauerte. Immerhin konnte die EU eine Eskalation im Handelskonflikt vermeiden, unter der sie erheblich gelitten hätte. Jüngste Daten aus der **Eurozone**, insbesondere Deutschland, zeigten ein **ernüchterndes Bild**. Noch ist das Wachstum nicht angesprungen. In den USA ist die Lage ebenso alles andere als klar. Im zweiten Quartal legte das BIP kräftig zu. Andere Zahlen deuten bereits auf ein solides Wachstum im laufenden Vierteljahr. Allerdings enttäuschten u.a. die Einkaufsmanagerindizes und der Arbeitsmarkt. Die Geldmärkte interpretierten diese Daten sowie einige Äußerungen von Notenbankern als **Signal für zügigere Zinssenkungen** der Fed. Die Treasury-Renditen sanken und somit auch der US-Zinsvorteil gegenüber dem Euro und anderen Währungen, was den Dollar belastete. Der Zusammenhang zwischen Zinsdifferenzen und Dollar-Kursen hatte sich im Frühjahr aufgelöst. Mittlerweile scheint die Korrelation wieder recht stabil zu sein.



Die erhöhten US-Zinssenkungserwartungen sollten in den Wechselkursen eingepreist sein. Ein verzögerter Lockerungskurs der Fed könnte daher dem Dollar zumindest temporär Auftrieb geben. Auf der anderen Seite bestehen jedoch **Unsicherheiten über die Unabhängigkeit der US-Notenbank**. Sollten die Trump-Regierung hier Maßnahmen ergreifen, die diese Zweifel wachsen lassen, könnte dies wiederum den Dollar zusätzlich belasten.

Trumps Fiskalpaket hatte zuletzt am Devisenmarkt keinen großen Einfluss mehr, der Zollkonflikt legt sich, wenngleich es hier noch zu Überraschungen kommen kann. Die Geopolitik, vor allem hinsichtlich des Ukraine-Kriegs, kann sich zwar auf den Euro-Dollar-Kurs auswirken, wobei Ausschläge in beide Richtungen

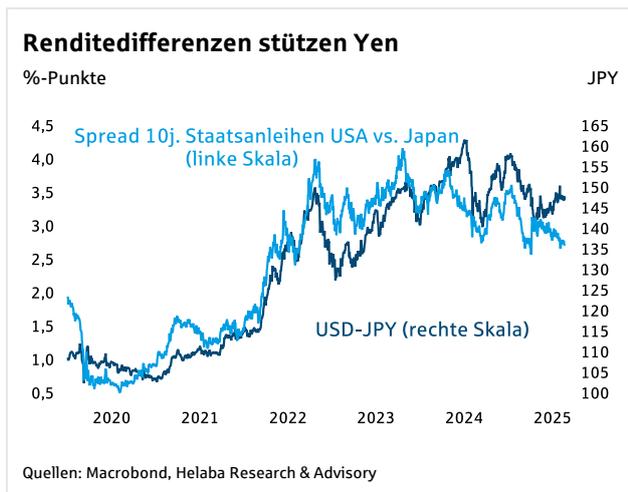
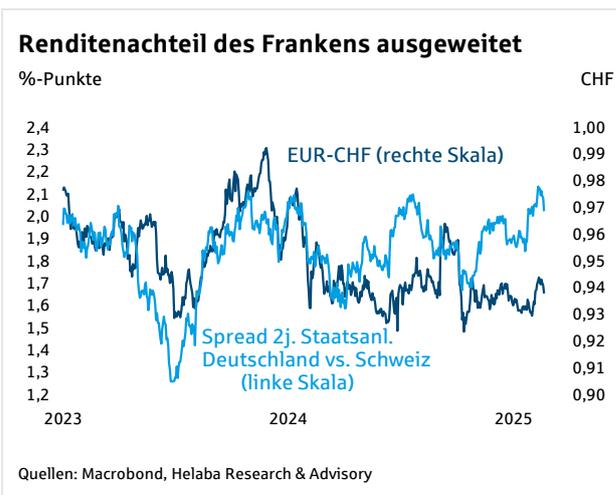
möglich sind. Solange die US-Geldpolitik – die EZB hält vermutlich länger still – unklar ist, dürfte der **Euro-Dollar-Kurs auf der Stelle treten**.

Das **Britische Pfund** hielt sich trotz einer zwischenzeitlichen Schwäche per saldo stabil gegenüber dem Euro. Die Bank of England senkte zwar wie erwartet den Leitzins um 25 Basispunkte. Das Abstimmungsergebnis war jedoch überraschend knapp. Auch die Aussagen der Notenbank hinsichtlich weiterer Lockerungen waren von Vorsicht geprägt. Damit gingen die Zinssenkungserwartungen zurück, die Gilt-Renditen stiegen, was das Pfund begünstigte. Auch die britische Konjunktur schlug sich im zweiten Quartal besser als erwartet mit einem Zuwachs von 0,3 % zur Vorperiode. Die Inflation hielt sich im Juli auf einem erhöhten Niveau von 3,8 %.

Die **jüngste fundamentale Entwicklung hätte dem Pfund mehr Rückenwind geben können**. Gut möglich, dass die britische Währung davon doch noch etwas profitiert. So richtig rosig sind die Konjunkturaussichten dennoch nicht, im zweiten Halbjahr wird das Wachstum schwächer ausfallen. Die britische Fiskalpolitik muss zudem noch Lücken schließen, was die Konjunktur beeinträchtigen kann. Die Bank of England wird daher letztlich doch die Zinsen weiter senken. Der Euro-Pfund-Kurs dürfte per saldo seitwärts tendieren.

Der **Schweizer Franken** verlor gegenüber dem Euro. Während sich die EU mit den USA auf einen Zoll von weitgehend 15 % einigte, erreichte die Schweiz keinen Deal. Deren **Exporte in die USA** werden nun mit **39 % mehr verzollt**, Ausnahmen sind Gold und – noch – Arzneimittel. Sollten diese Zölle dauerhaft gelten, wäre das eine erhebliche Belastung für die Schweizer Wirtschaft. Gemessen daran hat der Franken verhalten reagiert.

Das Schweizer BIP legte im zweiten Quartal nur marginal zu, was jedoch nach kräftigen Zuwächsen im Winterhalbjahr nicht negativ überraschte. Die Inflation erhöhte sich geringfügig knapp oberhalb der Nulllinie. Die Schweizer Notenbank wird ihren Leitzins vorerst wohl bei 0,0 % belassen. Negativzinsen sind aber zu einem späteren Zeitpunkt nicht ganz ausgeschlossen. Die Schweizer Renditen sanken, so dass sich der Zinsnachteil gegenüber dem Euro ausweitete. Auch die hohe Risikofreude an den Finanzmärkten spricht eher gegen den Franken. Gegenwärtig **dominieren für die Schweizer Währung also die Abwertungsrisiken**.



Bank of Japan wird aber zunächst noch im Wartemodus verharren. Eine **weitere Zinserhöhung ist um den Jahreswechsel realistisch**. Angesichts der Fed-Lockerungen und des rückläufigen Zinsnachteils sollte der Yen spätestens damit Auftrieb erhalten. Auch gegenüber dem Euro dürfte Japans Währung dann zulegen.

Der **Japanische Yen** tendierte zuletzt vergleichsweise unauffällig, verbuchte zumindest gegenüber dem US-Dollar ein leichtes Plus. Die Zinsentwicklung gab Japans Währung dabei sogar mehr Rückenwind, insbesondere gegenüber dem Dollar. Allerdings blieb die Unterstützung für den Yen von zu Hause begrenzt. Bei den Wahlen verlor die Regierungskoalition nun auch im Oberhaus ihre Mehrheit, die politische Unsicherheit nimmt damit zu. Immerhin schloss auch Japan einen Zolldeal zu 15 % mit den USA ab. Das BIP im zweiten Quartal wuchs mit 0,3 % zur Vorperiode etwas stärker als erwartet. Die Konjunkturdaten insgesamt überraschten eher positiv, aber große Zuwächse im zweiten Halbjahr sind dennoch nicht absehbar. Die Inflation ist erhöht, auch durch Sonderfaktoren. Die

gg. Euro	aktuell*	Q3/25	Q4/25	Q1/26	Q2/26
US-Dollar	1,17	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	0,94	0,95	0,96	0,96	0,96

\* 20.08.2025 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	0,7	0,9	0,8	1,3	5,4	2,4	2,2	2,2
Deutschland	-0,7	-0,5	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	-0,6	1,1	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	2,3	2,5	10,7	2,4	2,7	2,5
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	1,2	0,1	1,0	0,8	3,3	2,7	2,5	2,0
Asien ohne Japan	4,8	4,7	4,2	4,0	2,1	1,5	1,3	2,1
China	5,4	5,0	4,5	4,0	0,2	0,2	0,2	1,2
Indien*	9,2	6,5	6,3	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	2,7	2,7	4,9	4,3	2,6	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	0	1,93	2,00	2,00	2,00	2,00
3M Euribor	-68	9	2,03	2,00	2,00	2,00	2,00
6M Euribor	-48	6	2,09	2,05	2,10	2,10	2,10
2j. Bundesanleihen	-15	0	1,93	2,20	2,25	2,25	2,25
5j. Bundesanleihen	12	-1	2,27	2,40	2,50	2,50	2,60
10j. Bundesanleihen	35	2	2,72	2,70	2,80	2,80	3,00
2j. Swapsatz	-12	1	2,07	2,30	2,35	2,35	2,35
5j. Swapsatz	8	-2	2,33	2,50	2,60	2,60	2,70
10j. Swapsatz	30	-1	2,66	2,70	2,80	2,80	3,00
20j. Swapsatz	55	3	2,92	2,90	3,00	3,00	3,10
30j. Swapsatz	74	5	2,90	2,85	2,95	2,95	3,10
Fed Funds Target Rate	0	0	4,38	4,38	4,13	3,88	3,63
10j. US-Treasuries	-28	-11	4,29	4,30	4,50	4,50	4,50
<b>Aktien</b>	Landeswährung, %						
DAX	21,9	-0,1	24.277	21.000	22.000	22.500	23.000
Euro Stoxx 50	11,8	2,2	5.472	4.800	5.000	5.100	5.200
Dow Jones	5,6	0,5	44.938	38.000	39.000	39.500	40.300
S&P 500	8,7	0,5	6.396	5.400	5.500	5.600	5.700
Nikkei 225	7,5	2,5	42.889	34.000	35.000	35.500	36.000
<b>Gold und Brentöl</b>	%						
Gold €/Unze	13,4	0,2	2.874	3.091	3.182	3.182	3.130
Gold \$/Unze	27,6	-0,6	3.348	3.400	3.500	3.500	3.600
Brentöl \$/Barrel	-10,5	-3,4	67	75	78	81	83
<b>Devisen</b>	jeweils gg. Euro, %		jeweils gg. Euro				
US-Dollar	-11,1	0,8	1,17	1,10	1,10	1,10	1,15
Japanischer Yen	-5,2	0,6	172	158	158	155	157
Britisches Pfund	-4,4	0,5	0,87	0,84	0,85	0,85	0,86
Schweizer Franken	0,3	-0,3	0,94	0,95	0,96	0,96	0,96

\* 24.07.2025 \*\* 20.08.2025

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

Autoren/-innen	Durchwahl 069/9132-
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 Azarbjani (saz)	79 76
Patrick Franke (pf)	47 38

## 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/>