



- [Konjunktur](#)
- [Geldpolitik](#)
- [Staatsanleihen](#)
- [Aktien](#)
- [Gold](#)
- [Rohöl](#)
- [Immobilien](#)
- [Devisen](#)
- [Prognosetabelle BIP und Inflation](#)
- [Kapitalmarktprognosen](#)

### Editorial: Protektionismus nimmt zu



gt/ An höhere Zölle der USA gegenüber China hat man sich seit der Amtszeit von Donald Trump weitgehend gewöhnt. Auch sein Nachfolger Joe Biden hat sich im Wahlkampf jüngst dieses protektionistischen Handelsinstruments bedient. Dieser Trend wird sich nach den Wahlen fortsetzen, egal wie diese ausgehen. Dass diese Vorgehensweise jetzt auch noch von Europa kopiert wird, sollte aber zu bedenken geben.

Aus wirtschaftlicher und klimapolitischer Sicht könnten Zölle sowohl den USA als auch Europa mehr schaden als nützen. Die nun zusätzlich anfallenden Abgaben in den USA betreffen Waren, deren Importe zuletzt rund 4 % der Einfuhren aus China entsprechen. Dazu gehören Elektroautos, Batterien, Solarzellen, Stahl, Medizintechnik und Computer-Chips. Vor allem bei den Elektroautos ist der Schritt eher symbolisch, da schon der bisherige Zoll von 27,5 % dazu führt, dass Chinas Produzenten in den USA keine Rolle spielen. Ökonomisch relevanter sind daher wohl die neuen Strafzölle auf Batterien und deren Komponenten. Diese haben den Nachteil, dass sie die Verwendung bisher günstiger chinesischer Vorprodukte für US-Autohersteller spürbar verteuern.

Die Einfuhren der USA aus China gehen bereits seit Ausbruch des Handelskriegs Anfang 2018 deutlich zurück. Der Anteil Chinas an den US-Importen insgesamt ist zuletzt auf den niedrigsten Stand seit 2005 gefallen. Das heißt aber nicht, dass die Produkte aus China nicht mehr ihren Weg in die USA finden. Eine Umlenkung der Handelsströme ist längst in Gange: Chinesische Hersteller produzieren nun vermehrt in Vietnam oder Mexiko.

Ähnliche Entwicklungen wären zu erwarten, wenn die EU-Kommission bis zum Ultimatum am 4. Juli keine Einigung über die Subventionen für Elektroautos aus China herbeiführen kann. Die EU droht je nach Hersteller mit Zusatzzöllen auf Fahrzeuge von bis zu 38,1 % bei der Einfuhr aus China. Der Kostenanstieg für die Verbraucher wird billigend in Kauf genommen. Der vermeintliche Schutz einheimischer Hersteller reduziert den Wettbewerb und damit den Innovationsdruck. Zudem würden die angedrohten chinesischen Gegenmaßnahmen vor allem die deutsche Automobilindustrie treffen. Auch in Europa zeichnet sich eine Umlenkung der Handelsströme ab. Länder wie Ungarn bieten sich gerne als Produktionsstandort für chinesische Unternehmen an. Ökonomisch gibt es nur Verlierer. Noch ist offen, ob es politische Gewinner geben wird.

Ihre

**Dr. Gertrud R. Traud**

Chefvolkswirtin/Head of Research & Advisory

## Konjunktur: Wann beginnt der Aufschwung im privaten Konsum?

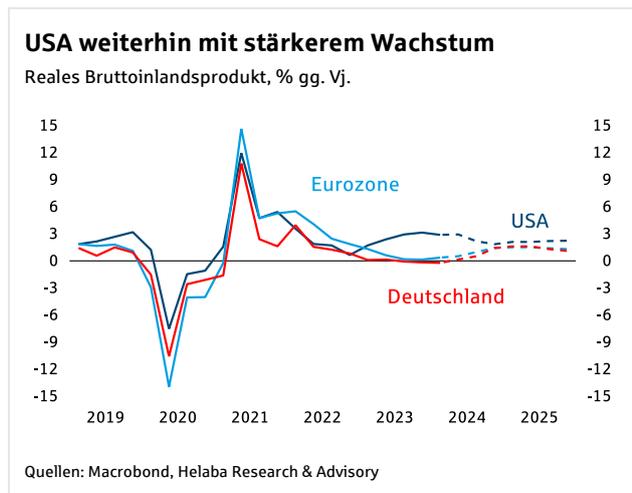


- Unterschiedliche Dynamik in den großen Blöcken, Risiken für den Industriezyklus
- US-Konjunktur zeigt sich weiter robust, Arbeitsmarkt kühlt sich nur graduell ab
- In Deutschland sind die privaten Konsumausgaben bisher noch nicht gestiegen
- Für 2024 leichtes Wachstum für Deutschland (0,5 %) und Eurozone (0,8 %) erwartet
- Inflationsraten in Deutschland und Eurozone zuletzt leicht auf 2,4 % und 2,6 % gestiegen
- In den USA bleibt die Teuerung über 3 %, im Mai lag sie bei 3,3 %

pf/ Positive Signale hinsichtlich des **globalen Industriezyklus** werden überschattet von politischen Entwicklungen. Die US-Regierung und die EU-Kommission kündigten umfangreiche **Strafzölle** auf chinesische Waren, nicht zuletzt Elektro-Autos, an. China droht mit Vergeltung. Gleichzeitig lassen die Umfrageergebnisse in den „battle-ground states“ der USA einen **Wahlsieg Donald Trumps** im November als ein immer realistischeres Szenario erscheinen.

Konjunkturrell dauert die „Outperformance“ der **US-Wirtschaft** an, trotz restriktiver Geldpolitik und abnehmender Unterstützung durch die Fiskalpolitik. Die Datenlage zum zweiten Quartal gibt bisher wenig Anlass, hier eine spürbare Abkühlung zu erwarten. Die scheinbar verhaltene Dynamik des BIP im ersten Quartal (1,3 % annualisierte Vorquartalsrate) täuscht über die weiterhin sehr robuste Endnachfrage im Inland hinweg.

**Chinas** Binnenkonjunktur bleibt trotz verstärkter Eingriffe der Regierung vor allem wegen der Probleme am **Immobilienmarkt** unter Druck. Umfangreiche Unterstützung für die Exportwirtschaft und die Industrie allgemein kann angesichts des geo- und handelspolitischen Gegenwinds in vielen Partnerländern die inländischen Probleme wohl bestenfalls teilweise kompensieren.



saz/ In **Deutschland** wurde das reale Wirtschaftswachstum von 0,2 % im ersten Quartal gegenüber Vorquartal (saison- und kalenderbereinigt) durch die Detailergebnisse des Statistischen Bundesamtes bestätigt. Zuletzt sind die ZEW-Konjunkturerwartungen im Juni zum elften Mal in Folge gestiegen. Zwar ist die Stimmungsverbesserung dieses Mal nur gering ausgefallen, doch der Indikator signalisiert nach wie vor eine Belebung der deutschen Wirtschaft in den kommenden Monaten. Auch im weiteren Jahresverlauf dürfte das deutsche Bruttoinlandsprodukt also zulegen. Für 2024 prognostizieren wir ein jahresdurchschnittliches **Wirtschaftswachstum von 0,5 %**.

Die **privaten Konsumausgaben** enttäuschten im ersten Quartal mit einem Minus von 0,4 %. Nach einem Anstieg der Einzelhandelsumsätze im März sanken diese im April wieder um 1,2 %. Dieser Rückgang ist primär den Umsätzen im Einzelhandel mit Lebensmitteln geschuldet (-3,7 % gg. Vm.). Der Umsatz mit Nicht-Lebensmitteln nahm jedoch leicht zu (+0,2 % gg. Vm.). Der Internet- und Versandhandel verzeichnete sogar ein deutliches Plus von 2,9 % zum Vormonat. Der kräftige Anstieg der Real-löhne (3,8 % gg. Vj.) drückt sich also bisher nur teilweise in höheren Umsätzen im Einzelhandel aus. Die Konsumenten sind aktuell noch verunsichert, weshalb die Anschaffungsneigung bislang auf der Stelle tritt (siehe Schaubild auf der nächsten Seite). Im weiteren Jahresverlauf sollte jedoch die stärkere Kaufkraft zu höheren privaten Konsumausgaben führen.

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	0,5	0,8	1,4
USA	5,8	1,9	2,5	2,5	2,2
Welt	6,6	3,0	3,0	3,0	3,1

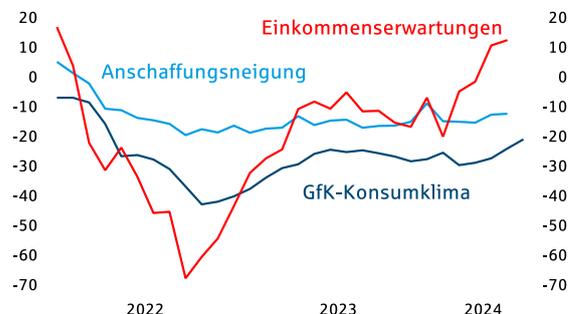
p=Prognose, kalenderbereinigt soweit verfügbar  
Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Die **Konsumausgaben des Staates** gingen im ersten Quartal ebenfalls um 0,4 % zurück. Für 2024 insgesamt und darüber hinaus ist jedoch davon auszugehen, dass die reale Staatsnachfrage zunehmen und somit das Wirtschaftswachstum stärken wird. Neben Investitionen in das Gesundheitswesen dürften insbesondere die Militärausgaben kräftig steigen.

Die erste Zinssenkung der EZB liegt nun hinter uns. In diesem Jahr sollte sich der Effekt auf die Investitionen jedoch in Grenzen halten, da der Zinssenkungszyklus viel langsamer ablaufen wird als die sprunghaften Zinserhöhungen in den vergangenen zwei Jahren. Für die **Ausrüstungsinvestitionen** gehen wir daher nur von geringen Wachstumsimpulsen aus. Die **Bauinvestitionen** legten zwar im ersten Quartal aufgrund des milden Winters deutlich zu, doch für das gesamte Jahr erwarten wir einen erneuten Rückgang. Insbesondere die Wohnungsbauinvestitionen sind weiterhin von hohen Baupreisen und Finanzierungskosten sowie einer geringen Bauförderung belastet.

### Anschaffungsneigung bremst Konsumklima

GfK-Konsumklima und Teilindizes, Index



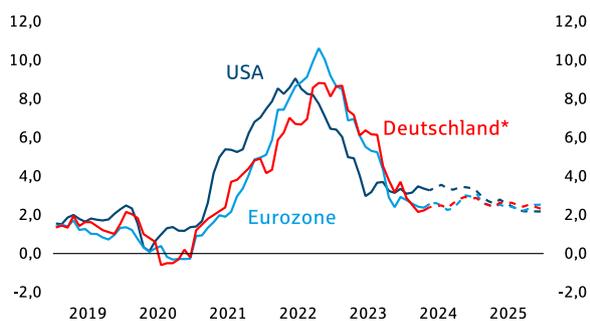
Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Der deutsche **Außenhandel** startete nach einem starken ersten Quartal im April mit einem deutlichen Anstieg der Ex- und Importe gegenüber dem Vormonat gut in das zweite Vierteljahr. Der Welthandel nimmt weiterhin zu und sollte auch im weiteren Jahresverlauf das deutsche Bruttoinlandsprodukt ankurbeln.

Die **Eurozone** dürfte 2024 mit 0,8 % etwas stärker wachsen als Deutschland, das noch durch eine verhaltene Industriekonjunktur gebremst wird. Auch Strukturprobleme wie hohe Energiekosten belasten. Im Gegensatz hierzu hat vor allem Frankreich seine Wettbewerbsfähigkeit in den letzten Jahren verbessert. Die Wahlen zur Nationalversammlung führen allerdings zu politischer Unsicherheit. Spanien und Italien profitieren weiterhin von den umfangreichen Brüsseler Hilfszahlungen und dem sich belebenden Tourismus.

### Zurzeit niedrigere Inflationsraten in der Eurozone

Verbraucherpreise, % gg. Vj.



\*nationale Berechnungsweise

Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Die **deutsche Inflationsrate** erhöhte sich im Mai um zwei Zehntel auf 2,4 %. Im Vormonatsvergleich nahmen die Verbraucherpreise um 0,1 % zu. Der Anstieg im Vorjahresvergleich ist vor allem dadurch zu erklären, dass das Deutschlandticket im Mai 2023 eingeführt wurde. Somit sind die Bahntickets nun im Vorjahresvergleich nicht mehr günstiger. Die Inflationsrate sowie die Kernrate in der Eurozone legten ebenfalls leicht auf 2,6 % bzw. 2,9 % zu. In den nächsten Monaten dürfte die Inflation in Deutschland aufgrund der höheren Dienstleistungsinflation in etwa auf dem aktuellen Niveau verharren.

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

p=Prognose, \*nationale Abgrenzung

Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

In den **USA** überraschten die Verbraucherpreisdaten für den Mai positiv. Der Gesamtindex war gegenüber dem Vormonat unverändert. Der Kernindex legte nur um knapp 0,2 % gegenüber dem Vormonat zu – der geringste Anstieg seit August 2021. Die Vorjahresraten bleiben allerdings mit 3,3 % und 3,4 % spürbar oberhalb des Inflationsziels der Fed. Es bleibt unsicher, ob der Fortschritt an der Inflationsfront ausreicht, damit die US-Notenbank wie erwartet bald in den Zinssenkungsmodus umschalten kann.

## Geldpolitik: EZB auf Zinssenkungspfad eingeschwenkt, Fed zögert noch

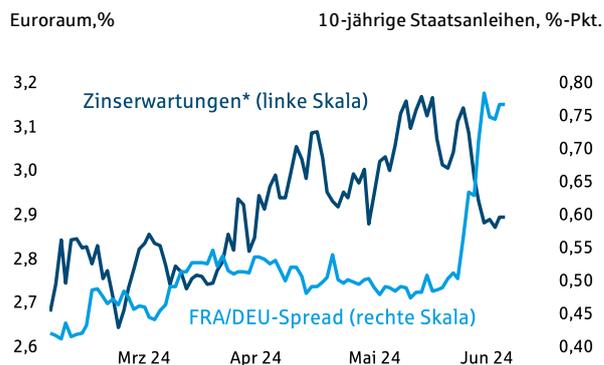


- Wie erwartet hat die EZB im Juni den Einlagensatz von 4,0 % auf 3,75 % gesenkt
- Weitere moderate Zinssenkungen im Quartalsrhythmus sind wahrscheinlich
- Die politische Krise in Frankreich hat zuletzt die Zinsfantasie belebt
- Wegen der zögerlicheren Disinflation in den USA wartet die Fed hingegen noch ab
- Projektionen des FOMC sehen jetzt im Schnitt nur noch eine Zinssenkung 2024
- Wir rechnen dennoch weiter mit zwei Zinsschritten der Fed im laufenden Jahr

uk/ Trotz etwas höherer Inflationsprognosen hat die EZB erwartungsgemäß die **erste Zinssenkung seit 2019** beschlossen. Unsicherheit besteht jedoch über das weitere Vorgehen. EZB-Präsidentin **Lagarde** betonte, dass das Tempo der Zinsänderungen von der Datenlage abhängt. Ein weiterer **Zinsschritt** auf der nächsten EZB-Ratssitzung **am 18. Juli** ist daher aufgrund der wenigen neuen Daten **unwahrscheinlich**.

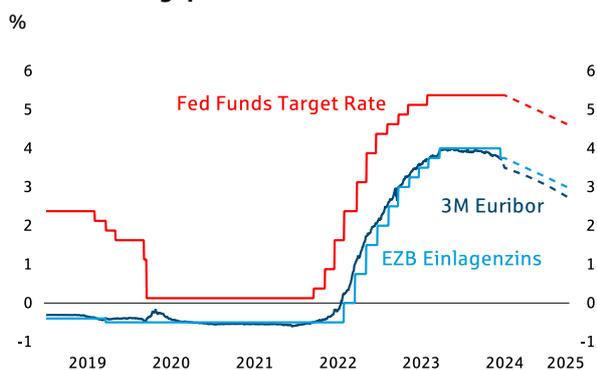
Allerdings wies Lagarde darauf hin, dass die Geldpolitik auch nach dieser Lockerung **restriktiv** bleibt. Um ein **neutrales Niveau** zu erreichen, sind daher weitere Zinsschritte notwendig. In unserem Basisszenario gehen wir von **vierteljährlichen** Zinssenkungen aus. Als Zielwert für einen neutralen Einlagensatz im kommenden Jahr sehen wir **2,75 %**. Zudem dürfte die politische Entwicklung in **Frankreich** eine gewisse Rolle spielen. Die **Zinssenkungserwartungen** an den Terminkapitalmärkten auf Jahressicht sind seit den EU-Wahlen um rund 25 Basispunkte gesunken.

### Unsicherheit belebt Zinsfantasie



\*3M-Terminmarktsatz auf Sicht von 12 Monaten  
Quellen: LSEG, Helaba Research & Advisory

### Zinssenkungsphase voraus



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

pf/ Im Gegensatz zur EZB ist bei der **Fed** der Termin der geldpolitischen Sitzung im Juni gekommen und gegangen – **ohne Zinssenkung**. Tatsächlich korrigierten die FOMC-Mitglieder ihre Inflationsprognosen für 2024 nach oben. Fed-Chef Powell wiederholte auf der Pressekonferenz, dass das Gremium mehr Evidenz für **fortschreitende Disinflation** sehen will, bevor es den Restriktionsgrad der Geldpolitik zu lockern beginnt.

Wann könnte dies der Fall sein? Bis **Mitte September** werden noch drei Monatswerte für den Verbraucherpreisindex veröffentlicht. Diese könnten der Fed die geforderte Zuversicht geben. Trotz der Verschiebung der Projektionen für den Leitzins seit März bleibt zudem das Szenario „zwei Zinsschritte 2024“ akut: Acht der 19 FOMC-Mitglieder hielten dies für den wahr-

scheinlichsten Fall. Wir bleiben daher bei unserer Prognose, dass das Zielband für die Federal Funds Rate am **Jahresende** 50 Basispunkte unter dem aktuellen Wert und damit bei **4,75 % bis 5,00 %** liegen wird.

Über das laufende Jahr hinaus hat das FOMC mit den neuen Projektionen noch einmal bestätigt, dass es einen weitergehenden Zinszyklus antizipiert und nicht nur eine leichte Neukalibrierung des Leitzinses. Für **Ende 2025** hält die Mehrheit der Geldpolitiker einen **Leitzins von rund 4 %** für wahrscheinlich.

%	aktuell*	Q2/24	Q3/24	Q4/24	Q1/25
3M Euribor	3,70	3,50	3,30	3,05	2,75
EZB Einlagensatz	3,75	3,75	3,50	3,25	3,00
Fed Funds Rate	5,38	5,38	5,13	4,88	4,63

\* 20.06.2024

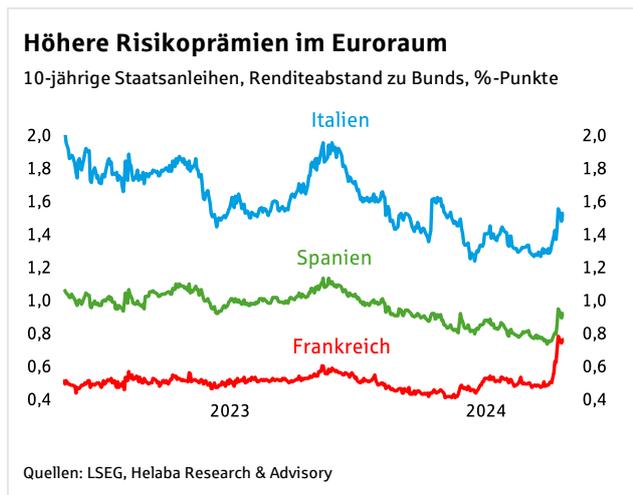
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

## Staatsanleihen: Unruhe im Euroraum – Bunds mit leichten Vorteilen



- Krise in Frankreich: Deutsche Staatsanleihen als sicherer Hafen gesucht
- Zinswende im Euroraum verbessert Sentiment am Rentenmarkt
- Relativ stabile Inflationserwartungen im Euroraum wirken ebenfalls unterstützend
- Entspannung am US-Rentenmarkt gibt Bundesanleihen Rückenwind
- Chancen für nachhaltige Renditeniveaus unter der 2-Prozent-Marke sind gleichwohl gering
- Erwarteter Gravitationswert für 10-jährige Bunds am Jahresende bei 2,3 %

uk/ Die für den 30. Juni angekündigten **Neuwahlen in Frankreich** stellen einen ernstzunehmenden Unsicherheitsfaktor dar. Das Land befindet sich bereits in einer angespannten Haushaltslage. Ein Rechtsruck würde die Umsetzung von Reform- und Sparmaßnahmen erheblich erschweren. Dies könnte eine weitere Herabstufung der Bonität Frankreichs zur Folge haben. Diese Entwicklung manifestiert sich in **steigenden Renditeaufschlägen** 10-jähriger französischer Staatsanleihen zu Bundesanleihen. Mit rund 75 Basispunkten wurde das höchste Niveau seit 2017 erreicht. Auch Italien und Spanien sind von dieser Entwicklung betroffen. Ein Blick auf die Prämien für Kreditausfallversicherungen (CDS) zeigt jedoch, dass auch Bundesanleihen in Mitleidenschaft gezogen wurden.



Die gegenwärtige Situation gibt Bunds insgesamt **Rückenwind**. Bundesanleihen werden als sicherer Hafen angesehen. Zudem implizieren höhere Kapitalmarktzinsen in einigen Ländern der Eurozone zusätzliche Haushalts- und damit auch **Konjunkturrisiken**. Dies könnte die EZB dazu veranlassen, ihren begonnenen geldpolitischen Normalisierungskurs vergleichsweise zügig fortzusetzen.

Der Druck aus den USA hat seit Ende Mai spürbar nachgelassen. Die Rendite 10-jähriger **US-Treasuries** ist um über 30 Basispunkte gesunken und notierte mit 4,2 % auf dem tiefsten Stand seit März. Der Preisauftrieb hat sich im Mai etwas abgeschwächt. Sowohl der Anstieg der Erzeuger- als auch der Verbraucherpreise blieb hinter den Erwartungen zurück. Die **Inflationserwartungen** der Anleger sind zuletzt gesunken. Dies kann ebenfalls als Faktor betrachtet werden, der dazu beigetragen hat, dass die Aussicht auf eine Zinswende seitens der **Fed** aufrechterhalten wurde. Die Entwicklung auf der anderen Seite des Atlantiks ist für deutsche Staatsanleihen von großer Bedeutung. In den vergangenen Monaten war der **Korrelationskoeffizient** beider Renditeentwicklungen mit nahezu 0,9 hoch.

Für Bundesanleihen ergibt sich nunmehr die Möglichkeit, den seit Jahresanfang bestehenden **Renditeaufwärtstrend** zu verlassen. Neben den jüngsten **günstigen US-Vorgaben** hat auch die EZB mit der eingeleiteten **Zinswende** ein positives Umfeld geschaffen. Erfahrungsgemäß bieten solche Phasen Chancen auf Kursgewinne.



Für Bundesanleihen ergibt sich nunmehr die Möglichkeit, den seit Jahresanfang bestehenden **Renditeaufwärtstrend** zu verlassen. Neben den jüngsten **günstigen US-Vorgaben** hat auch die EZB mit der eingeleiteten **Zinswende** ein positives Umfeld geschaffen. Erfahrungsgemäß bieten solche Phasen Chancen auf Kursgewinne.

%	aktuell*	Q2/24	Q3/24	Q4/24	Q1/25
10j. Bundesanl.	2,43	2,40	2,20	2,30	2,30
10j. US-Treasuries	4,26	4,50	4,40	4,20	4,00

\* 20.06.2024  
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

## Aktien: Differenzierung nimmt zu



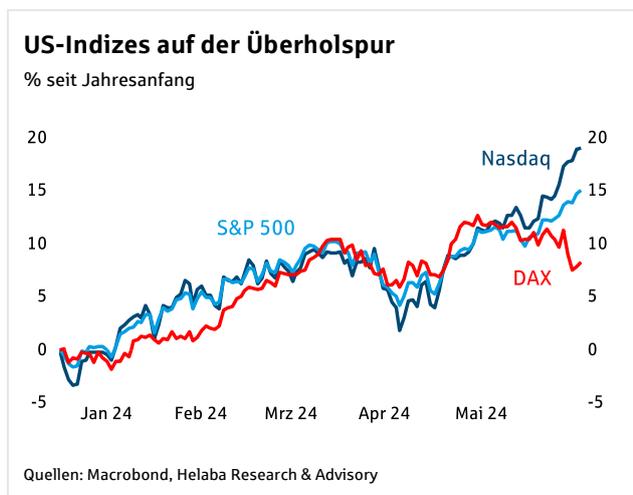
- US-Aktien markierten neue Höchststände, während DAX und EURO STOXX 50 nachgaben
- Erste Zinssenkung der EZB hatte keine unmittelbaren Kursauswirkungen
- Das konjunkturelle Überraschungsmomentum war zuletzt zu schwach, um Aktien zu beflügeln
- Unternehmensgewinnschätzungen werden derzeit mehrheitlich nach oben revidiert
- Anlegerstimmung weiterhin uneinheitlich: US-Investoren optimistisch, Deutsche skeptisch
- DAX und EURO STOXX 50 haben kurzfristige technische Überhitzung inzwischen abgebaut

mr/ In den letzten Wochen war an den Aktienmärkten eine divergierende Entwicklung zu beobachten: Während die US-Leitindizes S&P 500 und Nasdaq Composite ihren Höhenflug fortsetzten, gaben DAX und EURO STOXX 50 leicht nach. Die bereits erwartete Leitzinssenkung der EZB konnte den Märkten hierzulande genauso **wenig neue Impulse** verleihen wie die sich fortsetzende, leichte Verbesserung der **Konjunkturerwartungen**. Derzeit ist das

positive Überraschungsmomentum bei den makroökonomischen Daten augenscheinlich zu gering, um neue Aktienkäufer anzulocken.

Ohnehin zeigen die **Stimmungsindikatoren** hierzulande eine hartnäckige Skepsis der hiesigen Anleger trotz haussierender Aktienmärkte. Einerseits schützt dies vor negativen Überraschungen, andererseits ist aber auch die Bereitschaft in Schwächephasen nachzukaufen nicht sonderlich ausgeprägt.

Ein völlig anderes Stimmungsbild ist bei den US-Anlegern zu beobachten. Trotz schwacher konjunktureller Frühindikatoren herrscht bei US-Investoren Optimismus und eine ausgeprägte „Buy the Dip“-Mentalität. Dies hat dazu geführt, dass **US-Titel** auf den ersten



Blick weiterhin **recht hoch bewertet** sind, während der **DAX** in der Nähe seines **fairen Wertes** notiert. Allerdings gilt es zu beachten, dass im S&P 500 Technologie- und technologienahe Titel inzwischen ein sehr hohes Gewicht einnehmen. Traditionell wird solchen Wachstumswerten von den Anlegern eine höhere Bewertung zugebilligt. Betrachtet man beispielsweise das durchschnittliche Kurs-Gewinn-Verhältnis der sogenannten „glorreichen Sieben“ im historischen Verlauf, so zeigt sich, dass dies mit einem Wert von gut 30 deutlich höher als das des Gesamtmarktes ist, aber noch deutlich unter den

Indexpunkte	aktuell*	Q2/24	Q3/24	Q4/24	Q1/25
DAX	18.254	18.500	18.700	19.000	19.300
Euro Stoxx 50	4.948	5.050	5.100	5.200	5.250
S&P 500	5.473	5.200	5.250	5.300	5.350

\* 20.06.2024

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Spitzenwerten von mehr als 40 aus den Jahren 2020 und 2021 liegt. Damit relativiert sich die hohe Bewertung des S&P 500.



Dennoch sollte man das Thema nicht aus dem Auge verlieren. Zur Entspannung trägt derzeit allerdings bei, dass nicht nur für US-Unternehmen, sondern weltweit die **Gewinnschätzungen per saldo nach oben revidiert** werden. Durch die zuletzt wieder stark gestiegenen Notierungen sind die US-Indizes aber anders als DAX und EURO STOXX 50 **kurzfristig technisch überhitzt**. Eine zwischenzeitliche Korrektur oder zumindest Konsolidierung wäre somit alles andere als überraschend. Da dies vermutlich auf europäische Titel ausstrahlen würde, könnten sich daraus interessante (Nach-)Kaufgelegenheiten ergeben.

## Gold: Im Korrekturmodus nach Allzeithoch



- Preisrally bei Gold setzt sich nach Gewinnmitnahmen nicht fort
- Anleger haben Zinssenkungserwartungen an Fed revidiert
- Hohe globale Nachfrage bietet weiterhin gute Unterstützung für das Edelmetall
- Gold dürfte auf aktuellem Niveau in eine Seitwärtsbewegung übergehen



gen. Impulse in Eurorechnung könnten von den französischen Neuwahlen ausgehen, die schon jetzt zu einer steigenden **Risikoaversion** beitragen. Allerdings ist bislang eher der US-Dollar als sicherer Hafen gesucht.

cw/ Gold befindet sich nach seinem letztem Rekordhoch von über 2.400 US-Dollar je Feinunze im **Korrekturmodus**. Auf Monatssicht verlor das Edelmetall gut 4,5 % in US-Dollar bzw. knapp 3 % in Euro. Ausschlaggebend dafür war eine Korrektur der **Zinssenkungserwartungen**, insbesondere mit Blick auf die US-Notenbank. Anleger realisierten, dass Ausmaß und Tempo der erwarteten Schritte zu ambitioniert waren. Insofern bot das jüngste Rekordhoch eine gute Gelegenheit für **Gewinnmitnahmen**, die dem Edelmetall eine Verschnaufpause bieten. Unterstützt wird Gold aber weiterhin durch eine hohe **globale Nachfrage**, so dass sich die Korrektur insgesamt in Grenzen halten dürfte. Vielmehr sollte sich der Preis in den kommenden Wochen **seitwärts** um 2.300 US- Dollar bzw. 2.200 Euro bewe-

Preis / Feinunze	aktuell*	Q2/24	Q3/24	Q4/24	Q1/25
Gold in Euro	2.204	2.190	2.091	2.182	2.182
Gold in US-Dollar	2.360	2.300	2.300	2.400	2.400

\* 20.06.2024 Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

## Rohöl: OPEC+-Entscheidung ohne größeren Einfluss



- OPEC+ hat beschlossen, freiwillige Produktionskürzungen Ende September auslaufen zu lassen
- Ölnotierungen haben anfängliche Verluste wieder wettgemacht
- US-Produktion stagniert auf hohem Niveau – Lagerbestände in den USA und Europa niedrig
- China: Importnachfrage weiterhin solide



ru/ Die **OPEC+** hat Anfang Juni beschlossen, die freiwilligen Förderkürzungen von rund 2,2 Mio. Barrel/Tag fortzuführen, allerdings nur bis Ende des dritten Quartals. Ab Oktober soll die **Produktion** zwölf Monate lang **angehoben** werden. Zudem wurde den **Vereinigten Arabischen Emiraten** zugestanden, die Produktion zusätzlich um 300 Tsd. Barrel/Tag auszuweiten. Die Emirate werden die Produktion um 16 % ausweiten, während Saudi-Arabien aber das Gros der absoluten Mengenerhöhung für sich verbuchen kann (+11 %). Auch Russland will mehr produzieren, fällt aber auf Platz zwei in der Rangliste zurück. Die Ankündigung der OPEC+ kam unerwartet, hatte letztlich aber nur temporären Einfluss auf das Preisniveau. Währenddessen

Preis / Barrel	aktuell*	Q2/24	Q3/24	Q4/24	Q1/25
Rohöl Brent	86	89	90	91	91

\* 20.06.2024 Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

stagniert die **US-Produktion** auf hohem Niveau und die **chinesische Importtätigkeit** bleibt solide. Vor dem Hintergrund der erwarteten wirtschaftlichen Belebung könnte die OPEC+-Entscheidung dazu beitragen, dass die Ölnotierungen allmählich zulegen.

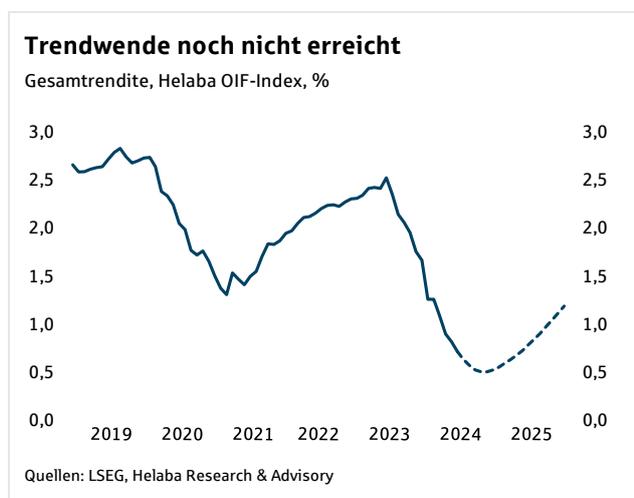
## Immobilien: Abschreibungen belasten Fondsp performance



- Jahresperformance offener Immobilienfonds ist zuletzt auf 0,7 % gefallen
- Mittelabflüsse offener Fonds im April auf rund 480 Mio. Euro gestiegen
- Abwertungen werden in den nächsten Monaten noch die Fondsp performance belasten
- Steigende Mieten in vielen Marktsegmenten wirken allerdings stabilisierend
- Dank höherer Kapitalmarktzinsen leisten liquide Mittel in den Fonds wieder einen Renditebeitrag
- Performanceprognose angepasst – Besserung bei offenen Fonds erst im kommenden Jahr

smi/ Die **Performance offener Immobilienfonds**, gemessen am „Helaba OIF-Index“, lag zuletzt mit 0,7 % leicht unter dem Ergebnis des Vormonats. Der Index bildet die durchschnittliche Wertentwicklung von neun großen Immobilienpublikumsfonds der vier führenden Anbieter ab. Ursächlich dafür sind Abschreibungen auf Immobilienwerte in einigen der Portfolios. Allerdings zeigt die Bandbreite der einzelnen Fonds von -4,6 % bis 2,5 %, dass nicht alle Anlageprodukte in gleicher Weise unter Druck geraten sind. Weitere Abschreibungen bei gewerblichen

Immobilien sind in den nächsten Monaten insbesondere bei älteren Büros wahrscheinlich.



Die **relative Attraktivität** gegenüber festverzinslichen Wertanlagen hat deutlich nachgelassen. Daran ändert auch die erste Leitzinssenkung der EZB grundsätzlich nichts, da sich diese kaum auf die Kapitalmarktzinsen ausgewirkt hat. Die **Mittelabflüsse** offener Immobilienfonds haben sich im April auf 481 Mio. Euro erhöht. Insgesamt sind damit seit August 2023 rund 2,1 Mrd. Euro abgeflossen. Eine Trendwende ist nicht vor Jahresende zu erwarten.

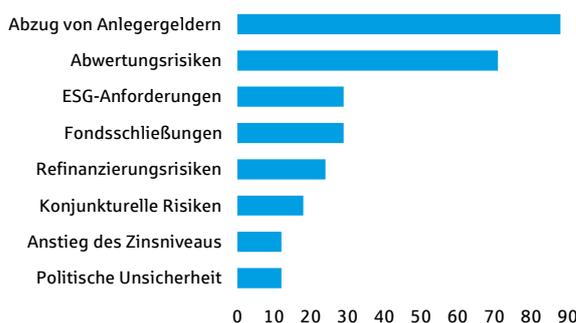
Rückläufige Immobilienwerte führen aktuell meist zu einer **negativen Wertänderungsrendite** und belasten die Fondsp performance. Stabilisierend wirken dagegen

zwei andere Renditekomponenten: Da die Mieten in den meisten Marktsegmenten bis zuletzt weiter gestiegen sind, dürften die **Mietrenditen** zugelegt haben. Auch die **liquiden Mittel** leisten inzwischen wieder einen positiven Renditebeitrag. Insgesamt sollte aber in den kommenden Monaten noch der negative Effekt der Wertminderungen auf die Fondsp performance überwiegen, sodass wir unsere **Renditeprognose** für das Jahresende **nochmal gesenkt** haben. Für das kommende Jahr sind dann wieder etwas bessere Ergebnisse wahrscheinlich.

Mehr noch als die Abwertungen beschäftigen die Fondsmanager derzeit die **Risiken** der Mittelabflüsse (siehe Umfrageergebnisse im Chart). Angesichts Liquiditätsquoten von zuletzt 12 % bis über 20 % und

### Abflüsse und Abwertungen als Hauptrisiken

Umfrage unter Fondsmanagern, häufigste Nennungen\* %



\*Mehrfachnennungen möglich

Quellen: Scope Fund Analysis, Helaba Research & Advisory

% 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

der für die meisten Fondsanteile geltenden Kündigungs- sowie Mindesthaltedfristen dürften diese aber problemlos zu bedienen sein. Wir gehen davon aus, dass es bei den großen Immobilienpublikumsfonds nicht zu so starkem Verkaufsdruck kommt, der vorübergehende Fondsschließungen erzwingen würde.

## Devisen: Euro in schwierigem Fahrwasser



- Französische Neuwahlen verunsichern Finanzmärkte und belasten den Euro zunächst noch
- Fed-Politik mangels eindeutiger Datenlage ohne klaren Kurs, was US-Dollar vorerst begünstigt
- Euro-Dollar-Kurs dürfte bei nachlassender politischer Unsicherheit und Fed-Zinswende steigen
- Britisches Pfund profitierte von zögerlicher Geldpolitik; sollte aber unter Zinssenkungen leiden
- Schweizer Franken als Fluchtwährung gefragt, weitere SNB-Lockerungen könnten jedoch belasten
- Japanischer Yen zuletzt unter Druck, obwohl Zinsdifferenzen klares Erholungspotenzial zeigen

ca/ Der Euro geriet zuletzt allgemein unter Druck. Der **Euro-Dollar-Kurs** rutschte zeitweise unter 1,07. Erstmals seit langem lasteten politische Einflüsse auf der Gemeinschaftswährung. Das lag weniger an dem Wahlausgang zum Europäischen Parlament, sondern vor allem an der **Auflösung der französischen Nationalversammlung** durch Präsident Macron. Bei den Neuwahlen am 30. Juni und 7. Juli stehen laut Umfragen die Chancen für Macrons Regierungspartei schlecht. Klar in Führung liegt demnach die rechtspopulistische Rassemblement National (RN). Für den nicht zur Wahl stehenden Staatspräsidenten dürfte das Regieren damit schwierig werden. Ihm droht sogar eine „Cohabitation“ mit einem möglichen RN-Premier Bardella. Die Finanzmärkte reagierten verunsichert: Der Risikoaufschlag für französische Staatsanleihen sprang hoch, der Euro verlor. Zumindest bis zu den Wahlen wird diese Unsicherheit andauern, die den Euro belasten dürfte. Danach ist eine Entspannung möglich, aber nicht sicher.

Neues gab es auch von der Fed. Die **US-Notenbank** behielt – anders als die EZB – ihren Leitzins bei und stellte in ihren Projektionen nur noch eine statt drei Zinssenkungen für 2024 in Aussicht. Schon zuvor

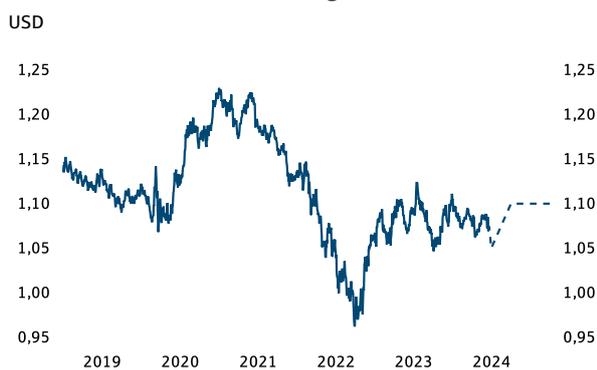
dämpfte ein robuster US-Arbeitsmarktbericht für Mai die Zinshoffnungen. Allerdings fielen manche Konjunkturdaten wie der Einkaufsmanagerindex für die Industrie schwächer aus. Zudem verringerte sich die Inflation überraschend, was die Zinssenkungserwartungen wiederum anfeuerte. Die wirtschaftliche Lage ist also keineswegs eindeutig. Folgerichtig sendet die Fed vorerst keine klaren Signale. Dennoch preisen die Terminkmärkte derzeit eher zwei Zinsschritte bis Ende 2024 ein.

### Höhere Risikoprämie in Frankreich belastet Euro



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

### Euro-Dollar-Kurs kurzfristig unter Druck



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Die **EZB** hat ihren Leitzins bereits gesenkt, hielt sich aber hinsichtlich der Zukunft bedeckt. Die Inflation zog zuletzt leicht an. Die konjunkturellen Aussichten hellen sich im Trend auf, aber unter Schwankungen. Außerdem wird die EZB wohl die US-Geldpolitik bei ihrem Kurs berücksichtigen. Grundsätzlich wird sie vermutlich weitere vorsichtige Zinssenkungen vornehmen.

Da die Fed in der nahen Zukunft die Zinswende hinauszögern wird und wegen Frankreich die politischen Unsicherheiten andauern, könnte der Euro-Dollar-Kurs weiter zur Schwäche neigen. Der jüngst nur leicht erhöhte US-Renditevorteil gegenüber dem Euro deutet jedoch auf ein begrenztes Aufwertungspotenzial für den Dollar. Wenn die europäische Politik in den Hintergrund tritt – Kursabsicherungen könnten also aufgelöst werden – und sich die erste Fed-Zinssenkung dann doch nähert, kann das Pendel wieder zu Gunsten des Euro ausschlagen. Ungeachtet der aktuellen Schwäche dürfte der **Euro-Dollar-Kurs mittelfristig um 1,10** notieren.

Gegenüber dem **Britischen Pfund** zeigte der Euro ebenso Schwäche und rutschte zeitweise bis auf 0,84. Gegenüber dem US-Dollar gab die britische Währung hingegen leicht nach. Das britische Wachstum hat sich Anfang 2024 spürbar belebt. Die Inflation ist zwar insgesamt schon auf 2,0 % gesunken, jedoch liegt die Kernteuerung mit 3,5 % noch vergleichsweise hoch, auch wegen des anhaltend hohen Lohnwachstums. Daher zögert die Bank of England mit der ersten Zinssenkung, selbst wenn sie diese schon vorbereitet hat. Die Chancen auf eine geldpolitische Wende im dritten Quartal sind dennoch hoch.

Die ebenfalls vorgezogenen Unterhauswahlen in Großbritannien am 4. Juli sind kaum ein Unsicherheitsfaktor. Umfragen deuten auf einen hohen Sieg der Labour-Opposition. Die britische Wirtschaftspolitik wird sich jedoch nicht massiv verändern. Für das Pfund bleibt die Geldpolitik entscheidend. Mit den **Lockerungen der Bank of England** dürfte das Pfund abwerten, zumal schon die aktuellen Zinsdifferenzen die jüngsten Gewinne nicht rechtfertigen.



Der **Schweizer Franken** war in den letzten Wochen der große Gewinner am Devisenmarkt – im bisherigen Jahr dennoch ein Verlierer. Die Währung war als sicherer Anlagehafen aufgrund der Euro-Unsicherheiten gefragt. Zuvor legte der Franken nach Äußerungen des im September scheidenden Notenbankchefs Jordan zu, der vor Inflationsrisiken warnte. Dennoch senkte die Schweizer Nationalbank ihren Leitzins erneut um 25 Basispunkte auf 1,25 %.

Die geringe Teuerung in der Schweiz spricht für zumindest noch eine weitere SNB-Lockerung im zweiten Halbjahr. Devisenmarktinterventionen zu Gunsten des Franken wird die SNB vermutlich nicht vornehmen. Sofern dann die gegenwärtigen politischen Unsicherheiten in der Eurozone nur noch eine untergeordnete Rolle spielen, dürfte der **Euro-Franken-Kurs höher notieren**, zumal die Zinsdifferenzen dies ohnehin andeuten.

Der **Japanische Yen** gab gegenüber dem US-Dollar nach, während er gegenüber dem Euro stabil blieb. Dabei haben sich die Renditedifferenzen deutlich zu Gunsten des Yen bewegt, dessen Zinsnachteil gesunken ist. Auch die zunehmende Risikoaversion half Japans Währung nicht – sie gilt offenbar nicht mehr als sicherer Hafen. Einmal mehr enttäuschte die **Bank of Japan**. Die Notenbank avisierte zwar eine Reduktion ihrer Anleihekäufe für die nächste Sitzung, weitere Zinserhöhungen stellte sie aber erst einmal nicht in Aussicht. Dabei ist die Inflation nach wie vor erhöht, wenngleich das Wachstum zuletzt flau ausfiel.

gg. Euro	aktuell*	Q2/24	Q3/24	Q4/24	Q1/25
US-Dollar	1,07	1,05	1,10	1,10	1,10
Jap. Yen	170	163	162	158	154
Brit. Pfund	0,85	0,86	0,87	0,88	0,88
Schw. Franken	0,95	0,98	0,98	1,01	1,01

\* 20.06.2024 | Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Auch wenn die Bank of Japan sehr zögerlich reagiert, wird ihr Kurs im Gegensatz zu Fed und EZB doch restriktiver. Dies sollte letztlich auch dem Yen zu Gute kommen. Die Renditedifferenzen deuten bereits auf einen stärkeren Yen. **Devisenmarktinterventionen** hat die Notenbank jüngst wohl nicht mehr vorgenommen. Eine Trendwende haben diese Eingriffe bislang nicht verursacht, aber zumindest die Abwärtsdynamik verringert. Entscheidend für den Dollar-Yen-Kurs bleibt die US-Notenbank. Mit deren Zinswende dürfte eine deutliche Yen-Erhölung einsetzen, wohl auch gegenüber dem Euro.



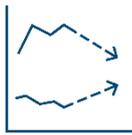
## Prognosetabelle BIP und Inflation

	Bruttoinlandsprodukt				Verbraucherpreise			
	reale Veränderung gg. Vorjahr, %				Veränderung gg. Vorjahr, %			
	2022	2023	2024p	2025p	2022	2023	2024p	2025p
Eurozone	3,5	0,5	0,8	1,4	8,4	5,4	2,6	2,5
Deutschland	1,9	0,0	0,5	1,4	6,9	5,9	2,6	2,5
Frankreich	2,6	1,1	0,9	1,2	5,9	5,7	2,8	2,7
Italien	4,1	1,0	0,9	1,2	8,7	5,9	1,5	2,9
Spanien	5,8	2,5	2,3	1,5	8,3	3,4	3,3	2,7
Niederlande	4,4	0,2	0,7	1,5	11,6	4,1	3,0	2,3
Österreich	4,9	-0,7	0,6	1,7	8,6	7,8	3,6	2,6
Schweden	1,6	0,1	0,4	2,3	8,4	8,5	3,5	2,0
Polen	5,9	0,1	2,7	3,4	14,4	11,4	4,0	4,0
Tschechien	2,4	-0,2	1,0	2,8	15,1	10,7	2,6	2,4
Ungarn	4,6	-0,7	2,7	3,5	14,5	17,6	4,3	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	1,5	1,5
USA	1,9	2,5	2,5	2,2	8,0	4,1	3,4	2,5
Japan	1,0	1,8	0,7	1,0	2,5	3,3	2,2	2,0
Asien ohne Japan	3,7	4,8	4,6	4,5	3,7	2,0	2,0	2,3
China	3,0	5,2	5,0	4,8	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	5,5	3,5
Türkei	5,6	4,5	2,4	3,7	72,4	53,9	45,0	25,0
Lateinamerika**	3,7	2,1	1,6	2,6	14,9	18,4	29,4	8,2
Brasilien	2,9	2,9	2,2	2,0	9,0	4,6	3,5	3,5
Welt	3,0	3,0	3,0	3,1	7,0	5,0	5,0	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*		Q2/2024	Q3/2024	Q4/2024	Q1/2025
<b>Zinsen</b>	Basispunkte		%				
EZB Refi-Satz	-25	-25	4,25	4,25	3,65	3,40	3,15
EZB Einlagenzins	-25	-25	3,75	3,75	3,50	3,25	3,00
Tagesgeldsatz €STR	-22	-25	3,66	3,65	3,40	3,20	3,00
3M Euribor	-21	-11	3,70	3,50	3,30	3,05	2,75
6M Euribor	-17	-9	3,69	3,45	3,25	3,05	2,75
2j. Bundesanleihen	42	-26	2,83	2,75	2,40	2,30	2,30
5j. Bundesanleihen	50	-20	2,45	2,45	2,25	2,30	2,30
10j. Bundesanleihen	41	-15	2,43	2,40	2,20	2,30	2,30
2j. Swapsatz	41	-20	3,21	3,05	2,70	2,55	2,55
5j. Swapsatz	40	-12	2,84	2,80	2,60	2,65	2,65
10j. Swapsatz	27	-8	2,76	2,75	2,55	2,70	2,70
20j. Swapsatz	16	-5	2,69	2,70	2,55	2,70	2,70
30j. Swapsatz	11	-7	2,45	2,50	2,35	2,50	2,50
Fed Funds Target Rate	0	0	5,38	5,38	5,13	4,88	4,63
10j. US-Treasuries	38	-21	4,26	4,50	4,40	4,20	4,00
<b>Aktien</b>	Landeswährung, %						
DAX	9,0	-2,3	18.254	18.500	18.700	19.000	19.300
Euro Stoxx 50	9,4	-1,7	4.948	5.050	5.100	5.200	5.250
Dow Jones	3,8	0,2	39.135	39.000	39.500	40.000	40.300
S&P 500	14,7	3,2	5.473	5.200	5.250	5.300	5.350
Nikkei 225	15,4	0,0	38.633	39.500	40.000	40.500	40.900
<b>Gold und Brentöl</b>	%						
Gold €/Unze	17,9	2,4	2.204	2.190	2.091	2.182	2.182
Gold \$/Unze	14,4	1,1	2.360	2.300	2.300	2.400	2.400
Brentöl \$/Barrel	11,3	4,4	86	89	90	91	91
<b>Devisen</b>	jeweils gg. Euro, %		jeweils gg. Euro				
US-Dollar	3,1	1,4	1,07	1,05	1,10	1,10	1,10
Japanischer Yen	-8,4	0,1	170	163	162	158	154
Britisches Pfund	2,5	0,7	0,85	0,86	0,87	0,88	0,88
Schweizer Franken	-2,6	4,0	0,95	0,98	0,98	1,01	1,01

\* 24.05.2024 \*\* 20.06.2024

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 Mitropoulos

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/>