

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

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

### Editorial: Deutschland abgehängt



gt/ Mit den jüngsten Wachstumswahlen für das zweite Quartal setzt sich ein seit geraumer Zeit zu beobachtender Trend fort: Dynamik in der Welt und in unseren Nachbarländern – Stagnation in Deutschland. Dies ist noch positiv formuliert, denn mit einem leichten Rückgang von 0,1 % zeigt die Richtung sogar nach unten. Ganz anders sieht es um uns herum aus: Die Eurozone weist insgesamt ein Wachstum von 0,3 % zum Vorquartal auf, mit großen Impulsen von Spanien mit 0,8 %. Auch Japan kann solch eine Rate aufweisen. Großbritannien, das manche nach dem Brexit schon abgeschrieben hatten, wuchs im zweiten Quartal 2024 um 0,6 %. Die USA bewegen sich schon seit langem in anderen Sphären und konnten im letzten Quartal 0,7 % aufweisen. Was ist bei uns los?

Die Inflationsraten sind nicht mehr das Problem. Entsprechend ist von geldpolitischer Seite Entlastung zu erwarten. Die EZB wird im September den Zinssenkungszyklus fortsetzen und im Laufe des Jahres 2025 den Einlagenzins bis auf 2,5 % senken.

Wie sieht es jedoch mit der Fiskalpolitik aus? Bei uns hat der Streit über den Haushalt 2025 die öffentliche Diskussion wochenlang dominiert. Bei wem soll gespart werden? Welche Prioritäten werden für 2025 gesetzt? Es scheint, dass mit dem Ansatz „von allem ein bisschen“ zwar der gute Wille erkennbar ist, aber eine Perspektive wird dadurch nicht eröffnet. So überrascht es nicht, dass die jüngsten Stimmungsindikatoren bei uns wieder gen Süden zeigen. Dies gilt sowohl für die Unternehmen als auch die Haushalte. Entsprechend sind Investitionen und Konsum schwach.

Damit sich das ändert, müssen endlich Strukturreformen vorangetrieben werden und ein klares Bekenntnis zu Wachstum, Leistung und Wettbewerbsfähigkeit abgegeben werden. Die immense Regulierungsdichte in Kombination mit hohen Energiekosten und Steuern belasten insbesondere den Industriesektor, der in Deutschland von den Belastungen erheblich betroffen ist. Hier nimmt die Beschäftigungsdynamik bereits ab, während der öffentliche Sektor immer mehr von den raren Arbeitskräften absorbiert. Kein Wunder, dass die privaten Haushalte verunsichert sind. Auch hier brauchen wir eine Zeitenwende.

Ihre

**Dr. Gertrud R. Traud**

Chefvolkswirtin/Head of Research & Advisory

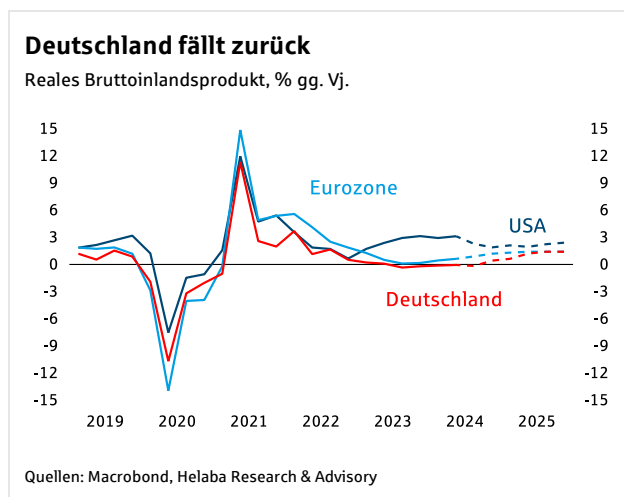
## Konjunktur: Enttäuschende Entwicklung in Deutschland



- Globaler Industriezyklus bringt unverändert keine klaren Aufwärtsimpulse
- Rezessionsängste in den USA übertrieben, Konjunktur kühlt sich dort bisher nur graduell ab
- Deutsche Wirtschaft schrumpfte im zweiten Quartal um 0,1 %; Konjunkturerwartungen eingetrübt
- Wachstumsprognose 2024 für Deutschland auf 0,0 % gesenkt; für Eurozone 0,8 % erwartet
- Inflationsraten in Deutschland und der Eurozone stiegen im Juli leicht auf 2,3 % bzw. 2,6 %
- In den USA bleibt die Teuerung weiterhin höher, im Juli lag sie bei 2,9 %

pf/ Die Perspektiven für den lang erwarteten **Aufschwung in der globalen Industrie** bleiben durchwachsen. Während manche Daten für eine Aufhellung sprechen, blieben die Signale vor allem aus Deutschland bislang enttäuschend. Zuletzt nahmen sogar in den USA die **Rezessionsorgen** wieder zu. Zwar hat der Wechsel der Demokraten von Joe Biden zu Kamala Harris den Vorsprung Donald Trumps zusammenschmelzen lassen. Eine plötzliche Eintrübung der internationalen Handelsbeziehungen nach der US-Wahl wird damit weniger wahrscheinlich. Gleichzeitig steigt damit aber auch die Unsicherheit über das zukünftige steuerliche und regulatorische Umfeld in den USA.

Wir rechnen dort weiterhin nicht mit einer Rezession. Trotz des bis zuletzt immer wieder positiv überraschenden Schwungs der **US-Wirtschaft** (Wachstum im zweiten Quartal: 2,8 % annualisierte Vorquartalsrate) bleibt aber das **Risiko einer spürbaren Abschwächung** bestehen. In unserem Basis-Szenario erwarten wir eine konjunkturelle Abkühlung im zweiten Halbjahr, bevor sich die Lage 2025 wieder stabilisiert.



**China** ist von der Binnennachfrage her eher ein Problemfall und auch außenwirtschaftlich ein Unsicherheitsfaktor. Selbst solide Produktions- oder Exportzahlen können im aktuellen Umfeld negativ interpretiert werden: als Zeichen, dass sich der Konflikt mit den Industrieländern über Überkapazitäten und subventionierte Industriexporte weiter zuspitzen wird.

saz/ Die deutschen Wachstumsdaten für das zweite Quartal waren enttäuschend. Die Wirtschaftsleistung schrumpfte saison- und kalenderbereinigt um 0,1 % gegenüber dem Vorquartal. Die konjunkturelle Erholung scheint sich somit weiter zu verzögern. Zudem signalisieren die Konjunktur- und Geschäftserwartungen, die sich zuletzt in den relevanten Stimmungsindikatoren verschlechterten, dass auch für das zweite Halbjahr nur von wenig Wachstum auszugehen ist. Dies hat uns veranlasst, unsere **Prognose für das deutsche Wirtschaftswachstum 2024** auf **0,0 %** zu senken (vorher: 0,5 %).

Wie sich die **privaten Konsumausgaben** im zweiten Quartal entwickelten, ist bisher schwer zu beurteilen. Denn aufgrund eines Datenbankproblems beim Statistischen Bundesamt wurden bislang lediglich die Einzelhandelsumsätze bis April veröffentlicht. Da das Bruttoinlandsprodukt insgesamt geschrumpft ist, dürften auch die Konsumausgaben der Verbraucher nicht stark gewachsen sein. Am 27. August dürfte es mehr Klarheit geben, wenn die Detailergebnisse für das Bruttoinlandsprodukt im zweiten Quartal erscheinen. Für den weiteren Jahresverlauf und darüber hinaus ist aber davon auszugehen, dass die privaten Konsumausgaben zunehmen, da die Kaufkraft der Verbraucher aufgrund steigender Reallöhne wieder zunimmt.

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

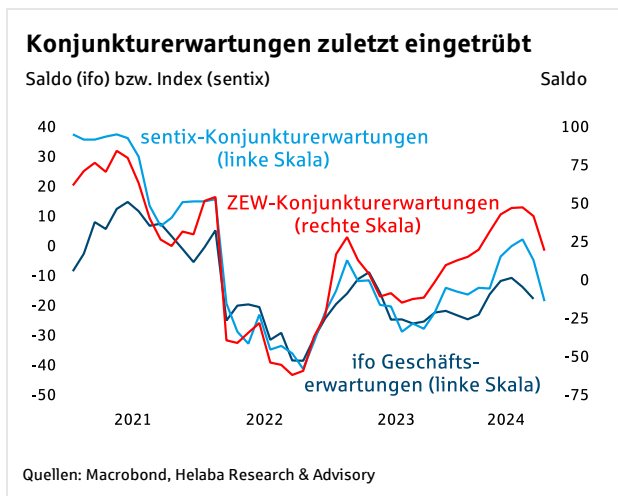
p=Prognose, kalenderbereinigt soweit verfügbar  
Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Obwohl die **Konsumausgaben des Staates** Anfang des Jahres zurückgingen, dürfte der Staatskonsum 2024 insgesamt zunehmen. Aufgrund der fortschreitenden Alterung der Bevölkerung steigt die Anzahl der Pflegebedürftigen,

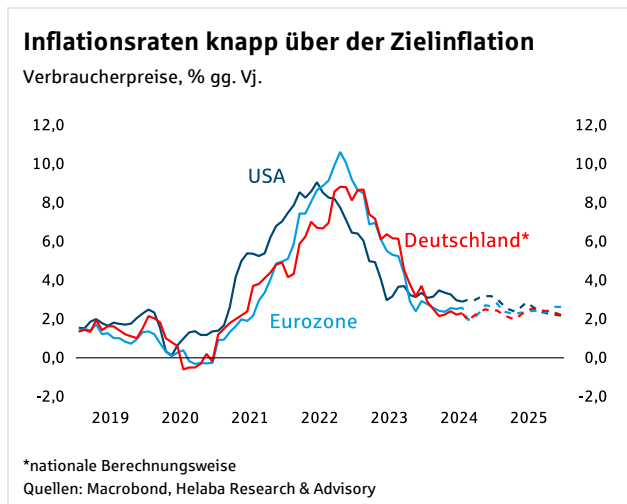
weshalb sich die Sachleistungen des Staates mehren. Langfristig dürfte dieser Trend sogar dafür sorgen, dass der Anteil des Staatskonsums am BIP steigt.

In der jüngsten Veröffentlichung zum deutschen BIP teilte das Statistische Bundesamt mit, dass im zweiten Quartal insbesondere die Investitionen in Ausrüstungen und Bauten abnahmen. Auch für das gesamte Jahr 2024 erwarten wir, dass sowohl die Ausrüstungs- als auch die **Bauinvestitionen** dämpfend auf das BIP wirken werden. Dabei gehen wir für die **Ausrüstungsinvestitionen** von einem deutlicheren Rückgang aus.

Nach einem starken Minus bei den Exporten im Juni (-3,4 % gg. Vm.) war der nominale Außenbeitrag im zweiten Quartal geringer als im ersten Vierteljahr. Im vergangenen Quartal hat also auch der **Außenhandel** zu einer leichten Schrumpfung des BIP beigetragen. Im Vergleich zum Vorjahr wurde jedoch im ersten Halbjahr ein deutlich höherer Außenbeitrag erzielt (nominal +30 %). Für 2024 insgesamt erwarten wir dementsprechend, dass vom Außenhandel ein positiver Wachstumsbeitrag ausgeht.



Die Wachstumsrate für die **Eurozone** für 2024 haben wir nicht geändert. Dem niedrigeren Wachstum in Deutschland steht **eine höhere Dynamik in Frankreich und Spanien für dieses Jahr** gegenüber. Frankreich hat seine Wettbewerbsfähigkeit in den letzten Jahren verbessert. Die neuen Machtverhältnisse nach den Wahlen dürften allerdings auch hier die Reformdynamik zum Stillstand kommen lassen.<sup>1</sup> Das Land wird trotzdem 2024 um schätzungsweise 1,2 % (vorher: 0,9 %) zulegen. Spanien und Italien profitieren weiterhin von den umfangreichen Brüsseler Hilfszahlungen und dem sich belebenden Tourismus. 2025 dürfte sich das Wachstum in den großen Ländern der Eurozone annähern.



Die **deutsche Inflationsrate** erhöhte sich im Juli geringfügig auf 2,3 % (Juni: 2,2 %). Im Vormonatsvergleich nahmen die Verbraucherpreise um 0,3 % zu. Vor allem die Dienstleistungen wurden im Juli teurer (+0,9 % gg. Vm.), während die Güterpreise sogar den dritten Monat in Folge zurückgingen. In der Eurozone erhöhte sich die Preissteigerungsrate ebenfalls leicht auf 2,6 %, die Kernrate blieb hingegen unverändert bei 2,9 %. Für Deutschland gehen wir sowohl für 2024 als auch 2025 von einer Preissteigerungsrate von 2,3 % aus. Für die Eurozone erwarten wir für beide Jahre 2,4 %.

Die **US-Inflation** blieb im Juli leicht hinter unseren Erwartungen zurück. Die Gesamtteuerungsrate fiel erstmals seit 2021 unter 3 %. Auch wenn die Kernrate ohne Energie und Nahrungsmittel mit 3,2 % noch immer etwas höher liegt, kommen von der Energieseite weiterhin dämpfende Impulse. Aufgrund einer leichten Reduktion des unterstellten Ölpreises für den Rest des Jahres ergibt sich nun auf Jahresbasis ein etwas geringerer Preisauftrieb: Wir rechnen jetzt für 2024 mit einem Anstieg des Verbraucherpreisindex um jahresdurchschnittlich 3 % (bisher: 3,2 %). Für 2025 prognostizieren wir unverändert eine Teuerungsrate von 2,5 %.

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

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

<sup>1</sup> Vgl. Im Fokus Frankreich: „**Ende der Reformpolitik**“ vom 16.08.2024

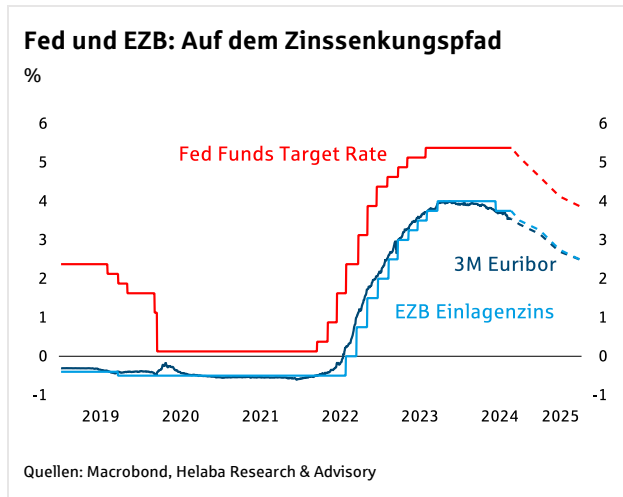
## Geldpolitik: Fed und EZB bald im Tandem



- Schwache Konjunkturdaten setzen die EZB unter Druck
- Weitere Lockerungen im September und Dezember sind wahrscheinlicher geworden
- Das Zielniveau für den EZB-Einlagensatz haben wir von 2,75 % auf 2,5 % gesenkt
- In den USA bringen Preisdaten und Arbeitsmarkt die Fed einer Zinssenkung näher
- Wir rechnen nun sogar mit einer etwas zügigeren Lockerung – ab September
- Der Zielkorridor für die Federal Funds Rate sollte 2025 auf 3,25 %-3,50 % sinken

uk/ Angesichts der immer **schwächer werdenden Konjunkturdaten** vor allem aus Deutschland – zuletzt brach der ZEW-Index ein – ist mit einem wachsenden **Druck** auf die EZB zu rechnen. Der EZB-Rat muss vermutlich stärker

lockern, um die Konjunktur im Euroraum zu entlasten. Wir haben daher unsere Prognose für das Zielniveau des Einlagensatzes bis Mitte 2025 von 2,75 % auf **2,5 %** gesenkt.



Wie die EZB dieses Ziel erreichen will, ist allerdings unklarer geworden: Aufgrund der sich eintrübenden Konjunkturaussichten spielt der **Zeitfaktor** nun eine größere Rolle als zuvor. Auf der Inflationsseite hätte die EZB hingegen weiterhin keine Eile mit einer Lockerung, da das **Inflationsziel** wohl noch lange nicht erreicht ist. Für dieses Jahr bleibt es daher bei der Annahme von insgesamt **drei Zinsschritten** um jeweils 25 Basispunkte. Die nächste Zinssenkung im **September** dürfte auch wegen der Vorgaben aus den USA relativ sicher kommen.

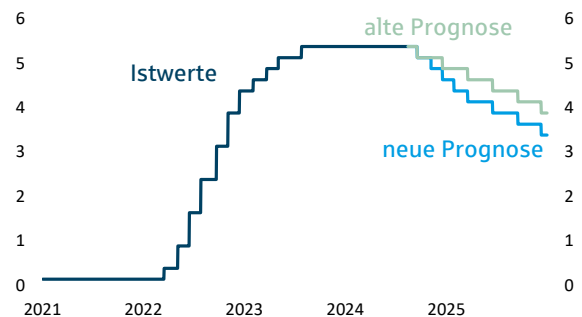
pf/ Während die Inflationsdaten zuletzt eine baldige Lockerung der **US-Geldpolitik** nahegelegt haben, sorgte der **Arbeitsmarktbericht** zum Juli an den Finanzmärkten für Aufregung. Die Zinssenkungserwartungen nahmen sprunghaft zu, „Notfallmaßnahmen“ vor dem offiziellen FOMC-Termin wurden diskutiert. Seitdem hat sich die Stimmung wieder etwas beruhigt, aber der Future-Markt preist noch immer eine gute Chance, dass die Fed den Lockerungsprozess mit einem 50er Schritt beginnt.

Was die US-Notenbank am 18. September beschließt, wird nicht zuletzt von den **noch ausstehenden Daten** zu Verbraucherpreisen und Arbeitsmarkt im August abhängen. Wir gehen weiter davon aus, dass das Umfeld der Fed eine erste Lockerung um **25 Basispunkte** erlauben wird.

Für den weiteren Verlauf haben wir unsere Prognose aber angepasst: Geringerer Preisdruck und klarere Anzeichen für eine Abkühlung am Arbeitsmarkt sprechen für **ein beherrzteres Vorgehen** als bislang gedacht. So

### Fed kommt schneller in Gang

Mittelwert des Zielkorridors für die Federal Funds Rate, %



dürfte der Zielkorridor für den Leitzins auf jeder der kommenden fünf Sitzungen leicht reduziert werden. Den „Endpunkt“ des Lockerungsprozesses sehen wir unverändert bei 3,25 % bis 3,50 %. Dieses Niveau dürfte aber bereits 2025 erreicht werden (bisher:

%	aktuell*	Q3/24	Q4/24	Q1/25	Q2/25
3M Euribor	3,54	3,40	3,15	2,70	2,50
EZB Einlagenzins	3,75	3,50	3,25	2,75	2,50
Fed Funds Rate	5,38	5,13	4,63	4,13	3,88

\* 21.08.2024

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

2026).

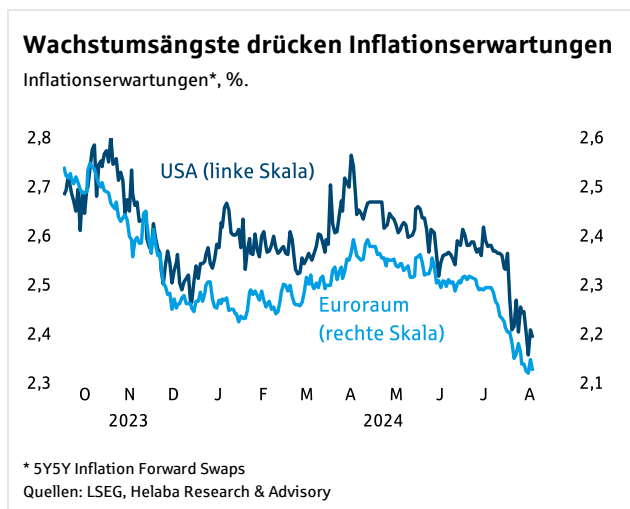
## Staatsanleihen: Freundliches Umfeld hält vorerst an



- Schwächere Konjunkturdaten schüren Zinssenkungsfantasie
- Deutlich gesunkene Inflationserwartungen geben zusätzlichen Rückenwind
- Nunmehr relativ sichere Zinswende der Fed drückt US-Renditen unter 4 %-Marke
- Test der zyklischen Renditetiefs dies- und jenseits des Atlantiks steht noch aus
- Prognoseänderung: 10-jähriger Bunds am Jahresende 2024 bei 2,1 % erwartet
- Wahrscheinlichkeit für eine steilere Zinskurve bei US-Treasuries höher einzuschätzen

uk/ Wachsende **Konjunktursorgen**, rückläufige **Inflationserwartungen** sowie zunehmende **Zinssenkungsfantasien** führten im August zu einem deutlichen Renditerückgang. Seit Mitte des Jahres hat sich die Stimmung an den Rentenmärkten aufgehellt. Die jüngsten Inflationsdaten bestätigten die Erwartungen einer **US-Zinswende im**

**September**. Dies führte dazu, dass die Rendite 10-jähriger US-Treasuries wie schon zu Jahresbeginn auf niedrigem Niveau unter der **4 %-Marke** notiert.



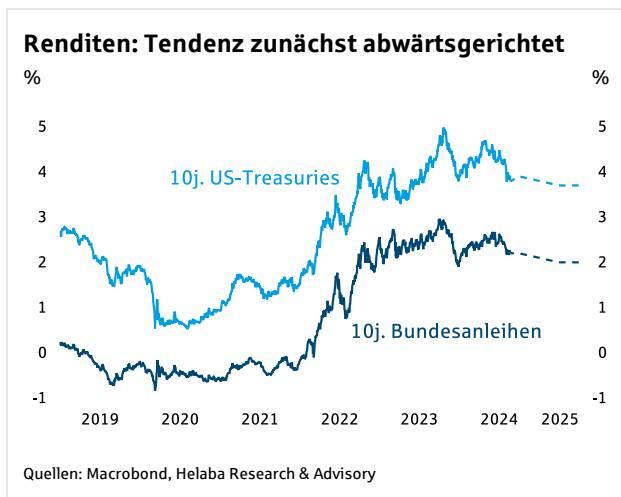
Für die Kapitalmarktzinsen bedeutet ein Zinssenkungspfad im Tandem von EZB und Fed ein **größeres Ertragspotenzial**. 10-jährige Bundesanleihen bewegen sich zuletzt in Richtung der 2 %-Marke. Es ist zu erwarten, dass sie diese früher oder später **testen** werden.

Zwar wurde das Potenzial mit den Kursgewinnen im August teilweise bereits ausgeschöpft. So ist u.a. der Abstand der Renditen zur **100-Tagelinie** sowohl bei 10-jährigen US-Treasuries als auch bei Bunds bereits relativ groß geworden. Dies spricht erfahrungsgemäß

eher für langsamer oder zumindest temporär nicht weiter sinkende Zinsen. Wir erwarten, dass die Renditen 10-jähriger US-Treasuries bis spätestens Mitte 2025 bis in den **Bereich von 3,7 %** sinken (bisher 4,0 %). Bei 10-jährigen Bunds erwarten wir Werte **um 2,0 %** (bisher 2,3 %).

Die Zinskurven dürften sich zum Jahresende **abflachen**, allerdings auf einem etwas niedrigeren Renditeniveau als bisher erwartet. Im weiteren Verlauf des Zinssenkungszyklus sollte sich dann allmählich eine **normale, also steile Zinsstrukturkurve** einstellen. Immerhin ist ein negativer 10/2-Spread (eine inverse Kurve) bei Bundesanleihen in den letzten 50 Jahren nur in weniger als 20 % des langen Zeitfensters aufgetreten.

Die Wahrscheinlichkeit einer steileren Zinsstrukturkurve ist bei US-Treasuries aufgrund der schneller **steigenden Staatsverschuldung** höher als bei Bundesanleihen – vor allem, wenn Donald Trump die Präsidentschaftswahlen gewinnt. Dieser will mehr „Mitsprache“ in der Geldpolitik.



%	aktuell*	Q3/24	Q4/24	Q1/25	Q2/25
10j. Bundesanl.	2,19	2,20	2,10	2,00	2,00
10j. US-Treasuries	3,80	3,90	3,80	3,70	3,70

\* 21.08.2024

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Eine weniger unabhängige Notenbank bedeutet erfahrungsgemäß eine **expansivere Geldpolitik**, steigende Inflationserwartungen sowie **höhere Risikoaufschläge** bei Staatsanleihen mit längeren Restlaufzeiten.

## Aktien: Alles wieder gut?



- Die meisten Aktienindizes konnten die Kursschärfe der ersten Augustwochen wieder ausweiten
- Nachlassende US-Rezessionsängste haben zu einer Aufholjagd geführt
- Leicht rückläufige Zinssenkungsperspektiven sind derzeit keine Belastung
- In der Q2-Berichtssaison konnten die Unternehmen per saldo die Erwartungen leicht übertreffen
- Die Bewertung zeigt wieder das alte Bild: Euro-Aktien moderat bewertet, US-Titel optisch teuer
- Anlegerstimmung in Deutschland gedämpft, in den USA ist die Euphorie verfliegen

mr/ Es hat sich (wieder einmal) gelohnt, die Nerven zu behalten! Die meisten Aktienindizes haben sich jüngst erholt und einen Großteil der zwischenzeitlichen Kursverluste wettgemacht. Besser als erwartet ausgefallene US-Konjunkturdaten haben die **Rezessionsängste** in den Hintergrund treten lassen. Zwar haben sich damit gleichzeitig auch die Zinssenkungserwartungen leicht reduziert, für den Aktienmarkt waren aber zuletzt Konjunktursorgen das größte Problem. Dabei sah es über weite Strecken des Jahres so aus, als würde sich für Aktien ein goldenes Szenario einstellen: Die Konjunktur läuft und gleichzeitig senken die Notenbanken die Zinsen.



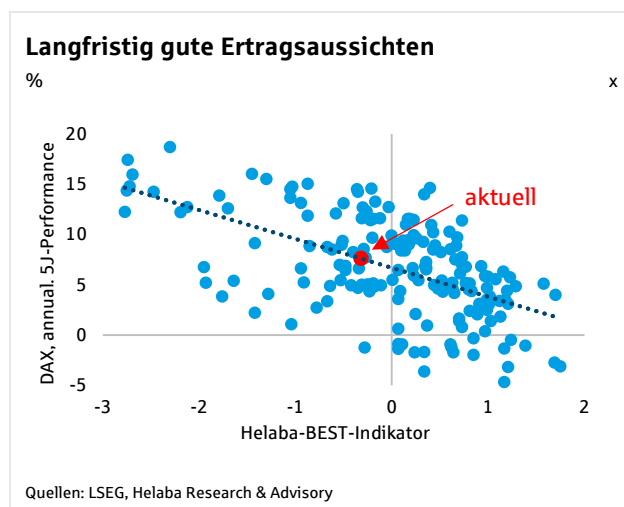
Die Konjunktur läuft und gleichzeitig senken die Notenbanken die Zinsen.

Auch wenn sich die Verunsicherung der Marktteilnehmer nun wieder gelegt hat, dürfte klar sein, dass alles seinen Preis hat. Entweder geringeres Wirtschafts- und **Gewinnwachstum**, aber dafür mehr **Zinssenkungsschritte**, oder stärkeres Wachstum und dafür eine weniger lockere Geldpolitik. Die insgesamt eher zähe Konjunktorentwicklung in den wichtigsten Industrieländern spricht dafür, dass die Marktteilnehmer auch in den kommenden Monaten die Konjunktur- und Inflationsdaten genauestens dahingehend abklopfen werden, was unter dem Strich daraus für Aktien abzuleiten ist.

Schließlich ist gerade bei den **US-Indizes** nach der sehr rasch erfolgten Korrektur der Korrektur das Bewertungsproblem das gleiche wie vorher. Zwar haben die Unternehmenszahlen für das 2. Quartal mehrheitlich positiv überrascht, allerdings wurden bei wichtigen Zugpferden des Marktes zuweilen die Erwartungen verfehlt. Hierzulande ist die **Bewertungssituation** zwar deutlich entspannter und die DAX-Unternehmen konnten zu meist die Gewinnerwartungen erfüllen. Allerdings kommt – ähnlich wie beim S&P 500 – keine Belebung in die Gewinnerwartungen: **Auf- und Abwärtsrevisionen** halten sich etwa die Waage.

Indexpunkte	aktuell*	Q3/24	Q4/24	Q1/25	Q2/25
DAX	18.449	18.700	19.000	19.300	19.500
Euro Stoxx 50	4.885	4.950	5.050	5.100	5.150
S&P 500	5.621	5.600	5.650	5.700	5.750

\* 21.08.2024 Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

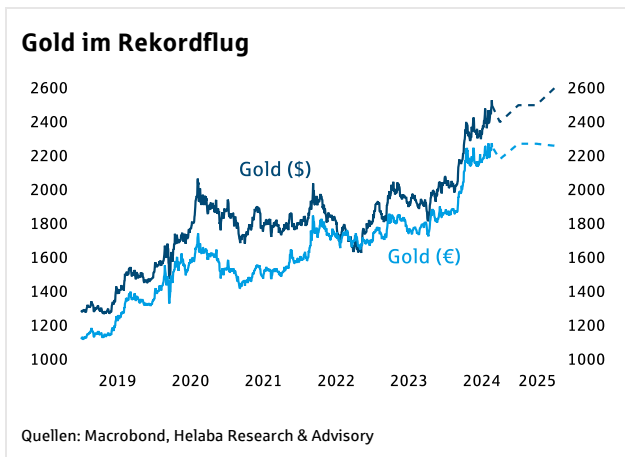


folgten auf ein vergleichbar niedriges Niveau des Helaba-BEST-Indikators (-0,3 Punkte) im Durchschnitt Gesamterträge auf Sicht von fünf Jahren von 7,6 % pro Jahr.

## Gold: Neue Rekorde dank geldpolitischem Rückenwind



- Mit über 2.500 US-Dollar je Feinunze hat Gold ein neues Allzeithoch erreicht
- Die nahende Zinswende der US-Notenbank beflügelt das Edelmetall
- Sinkende Opportunitätskosten dürften für weiteren Zulauf sorgen
- Gold sollte für den Rest des Jahres sein erreichtes Terrain halten und ausbauen können



cw/ Gold ist gefragt wie nie zuvor. Die Aussicht auf die nahende **Zinswende** der Fed wirkt wie ein **Preisbooster**. Das Edelmetall erreichte mit 2.525 US-Dollar und 2.280 Euro je Feinunze **neue Allzeithochs**. Maßgeblich für den jüngsten Preissprung sind Spekulationen, wie aggressiv die Fed ihre Zinswende im kommenden Monat einleiten wird. Die Lockerungserwartungen haben ebenso die Rentenmärkte erfasst, was zu **nachgebenden Zinsen** dies- und jenseits des Atlantiks geführt hat. Diese **sinkenden Opportunitätskosten** verhelfen dem zinslosen Edelmetall nun zu mehr Attraktivität. Damit bleiben die Aussichten für den weiteren Jahresverlauf positiv, selbst wenn die Zinseuphorie allmählich abebben sollte. Gold wird auch als sicherer Anlageha-

fen durch die derzeitigen **geopolitischen Risiken** sowie die Besorgnis über die Entwicklung der globalen Staatsverschuldung gut unterstützt bleiben.

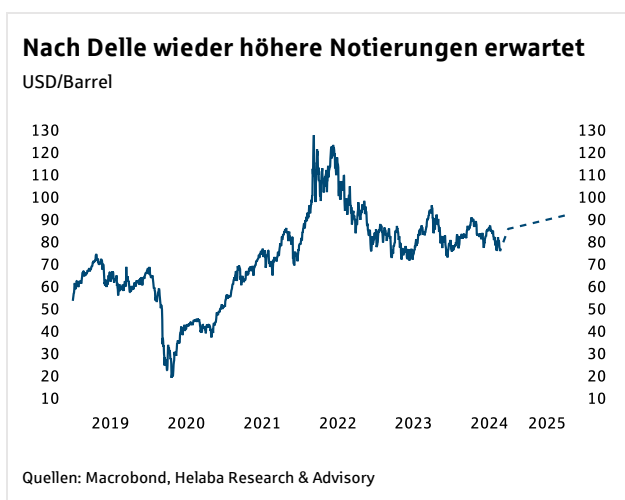
Preis / Feinunze	aktuell*	Q3/24	Q4/24	Q1/25	Q2/25
Gold in Euro	2.252	2.182	2.273	2.273	2.261
Gold in US-Dollar	2.513	2.400	2.500	2.500	2.600

\* 21.08.2024 Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

## Rohöl: Konjunktursorgen belasten



- Angst vor iranischem Angriff auf Israel zuletzt gesunken – Risikoprämie begrenzt
- Konjunktursorgen nach schwachen Daten und Börsen-Turbulenzen haben Ölpreis belastet
- Chinesische Ölimporte in den letzten Monaten schwächer als im Frühjahr
- USA: Rohölproduktion steigt nach Seitwärtsphase auf neues Rekordhoch



ru/ Die Sorgen vor einem iranischen Angriff auf Israel und vor dem Einsatz der „**Ölwaffe**“ seitens des Irans sind präsent. Dem schließen wir uns nicht an. Zum einen würde dies den Konflikt um weitere Akteure vergrößern, obwohl Saudi-Arabien und andere Erdölexportureure der Region kein Interesse an einer Störung der Öltransporte haben. Zum anderen wird China, mutmaßlich der größte Abnehmer der Öllieferungen, dies verhindern wollen, zumal die USA durch die heimischen Produktionsrekorde weniger abhängig sind. Per saldo ist es nicht zu einem nennenswerten Risikoaufschlag gekommen. Des Weiteren haben **Wachstumszahlen** und Frühindikatoren in Deutschland und den USA enttäuscht. Auch die Börsenturbulenzen haben zum kräftigen Rücksetzer der Ölnotierungen zu Monatsbeginn beigetragen. An der Erwartung steigender Ölpreise hal-

ten wir zwar fest, durch die verzögerte Wirtschaftsbelebung dürfte dies aber erst später einsetzen. Daher haben wir die Ölprognosen am aktuellen Rand gesenkt.

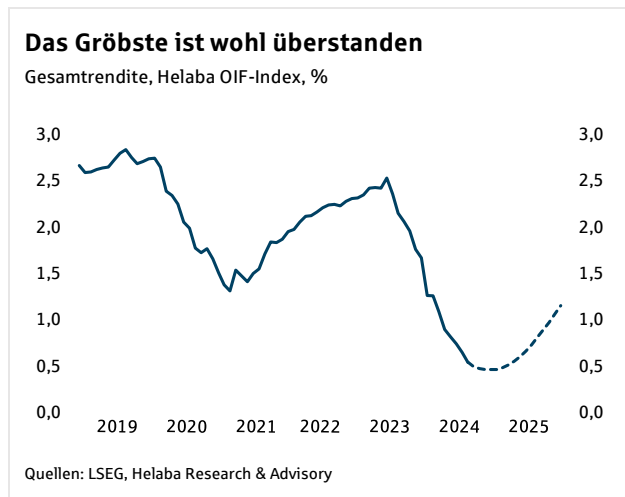
Preis / Barrel	aktuell*	Q3/24	Q4/24	Q1/25	Q2/25
Rohöl Brent	76	86	88	90	92

\* 21.08.2024 Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

## Immobilien: Trendwende!



- Durchschnittliche Jahresperformance offener Immobilienfonds zuletzt bei 0,5 %
- Mittelabflüsse im Juni auf 241 Mio. Euro gesunken – Rückgang von 48 % zum Vormonat
- Wohnimmobilienpreise im zweiten Quartal um 0,4 % gegenüber Vorquartal gestiegen
- Prognostizierte Bodenbildung für Wohneigentum zur Jahresmitte zeichnet sich damit ab
- Deutscher Gewerbeimmobilienmarkt wird sich ebenfalls bald stabilisieren
- Neuvertragsmieten im Einzelhandel sind schon das dritte Quartal in Folge gestiegen



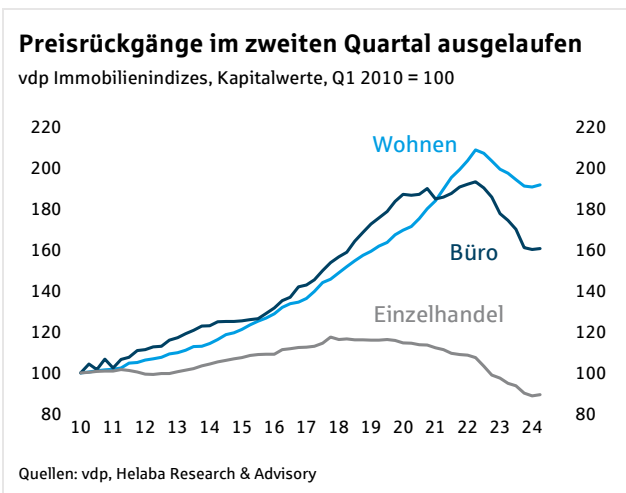
pr/ Die Performance **offener Immobilienfonds**, gemessen am “Helaba OIF-Index”, betrug im August 0,5 % und hat sich damit im Vergleich zum Vormonat nochmals um 10 Basispunkte reduziert. Diese Verschlechterung ist auf zwei Fonds zurückzuführen, die hohe Abschreibungen vornehmen mussten. Ohne diese beiden ergibt sich eine durchschnittliche Wertentwicklung von 2 %. Die **Mittelabflüsse** lagen im Juni mit 241 Mio. Euro deutlich unter denen im Vormonat (-463 Mio. Euro). Seit Beginn der Abflüsse im August letzten Jahres summieren sie sich nach Angaben der Bundesbank auf insgesamt 2,8 Mrd. Euro. Wir gehen davon aus, dass die offenen Immobilienfonds die größten Turbulenzen hinter sich haben, erwarten aber weitere Mittelabflüsse. Mit verbesserten Renditen ist

im Verlauf des nächsten Jahres zu rechnen.

Die jüngsten Daten des vdp-Index für das zweite Quartal zeigen leichte Verbesserungen. Die **Wohnimmobilienpreise** in Deutschland sind um 0,4 % gegenüber dem Vorquartal gestiegen, liegen allerdings noch 3 % unter dem Niveau vom Vorjahr. Die von uns prognostizierte Bodenbildung im Laufe des Jahres 2024 zeichnet sich damit ab. Für das kommende Jahr erwarten wir wieder moderat steigende Hauspreise. Treiber sind eine wachsende Kaufkraft, die gesunkenen Finanzierungszinsen sowie die weiter zunehmende Wohnungsknappheit.

Auch bei **gewerblichen Immobilien** deutet sich eine Stabilisierung an. Die Kapitalwerte von Büroimmobilien erhöhten sich im zweite Quartal um 0,3 % und Einzelhandelsimmobilien um 0,7 % im Vergleich zum vorangegangenen Quartal. Auf Jahressicht war der Rückgang bei Büros mit rund 8 % deutlicher als die Preiskorrektur von etwa 6 % bei den Einzelhandelsimmobilien. Letztere verbuchten das dritte Quartal in Folge einen Anstieg der **Neuvertragsmieten** um 3 %.

Im Gegensatz zu Wohnimmobilien belasten im gewerblichen Bereich **strukturelle Probleme** auf der Nachfrageseite. Home-Office und der Onlinehandel reduzieren hier den Flächenbedarf. Dennoch sprechen die jüngsten Preisdaten gegen weitere erhebliche



% 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	-5,5	1,0

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

Rückgänge der Immobilienwerte in diesen Segmenten. Wir gehen davon aus, dass sich die Werte auch im gewerblichen Bereich **bald stabilisieren**. Dafür sprechen eine sich erholende deutsche Konjunktur, ein robuster



Arbeitsmarkt und vor allem ein erstarkender privater Konsum im kommenden Jahr.

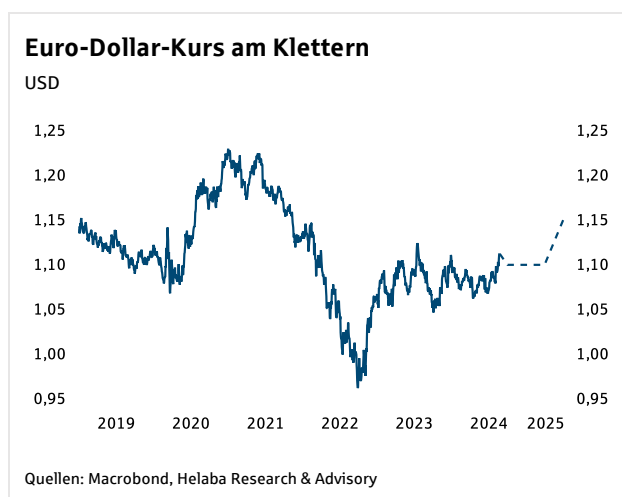
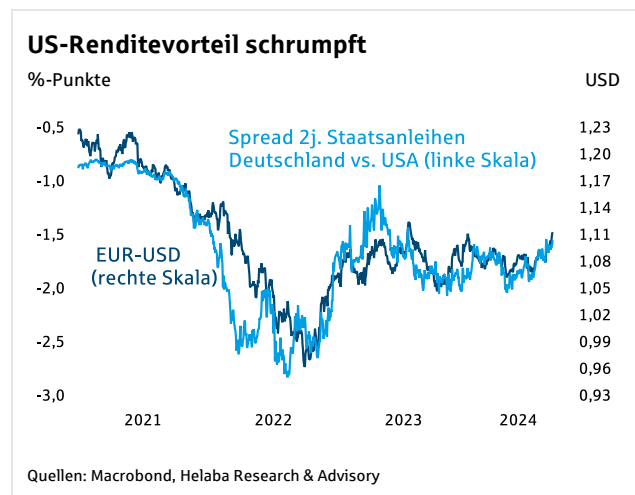
## Devisen: US-Dollar unter Druck



- Absehbare US-Zinswende setzt den Dollar auf breiter Front unter Druck
- Probleme in der Eurozone begrenzen zunächst weiteren Anstieg des Euro-Dollar-Kurses
- US-Präsidentschaftswahlen ein Unsicherheitsfaktor für Dollar, aber wohl nicht entscheidend
- Britisches Pfund nach Zinswende der Bank of England mit mehr Gegenwind
- Schweizer Franken profitiert von Risikoaversion und Zinsrückgang und bleibt vorerst unter Parität
- Japanischer Yen legt wegen Zinskonvergenz zu und besitzt noch weiteres Aufwertungspotenzial

ca/ Der Wind an den Devisenmärkten hat sich gedreht. Während zuvor höhere Wachstums- oder Inflationsdaten schnell jegliche Dollar-Schwäche zunichtemachten, steht die **US-Währung** nun deutlicher unter Druck. Der handelsgewichtete Dollar-Index hat fast sämtliche Gewinne des laufenden Jahres eingebüßt. Der Euro-Dollar-Kurs markierte mit 1,11 ein neues Jahreshoch. Die größten Verluste wies der Greenback gegenüber dem Japanischen Yen auf.

Der Grund für den nachlassenden Dollar ist dabei wenig spektakulär: die lang erwartete, aber dann verzögerte **US-Zinswende steht vor der Tür**. Die Inflation ist in den USA weiter rückläufig. Auch enttäuschten einige Konjunkturdaten wie vom Arbeitsmarkt oder aus der Industrie. Obwohl es mit der Stimmung unter den Dienstleistern oder den Einzelhandelsumsätzen auch positive Überraschungen gab, sind per saldo die Zinssenkungserwartungen gestiegen, zeitweise sogar sehr stark. Vermutlich wird die Fed in den drei restlichen Sitzungen 2024 jeweils Lockerungen um 25 Basispunkte vornehmen. Der **US-Renditevorteil gegenüber dem Euro sank** entsprechend, was den Anstieg des Euro-Dollar-Kurses rechtfertigt. Die aktuellen Zinserwartungen an den Terminmärkten scheinen für die Fed etwas überzogen. Das gilt ebenso für die EZB.



Die Markttechnik signalisiert für den Euro-Dollar-Kurs weiteres Potenzial nach oben, zumal spekulative Anleger bislang nur neutral positioniert sind. **Gegen eine deutlichere Euro-Aufwertung spricht allerdings die Entwicklung in der Eurozone**. So zeigt sich die Konjunktur insbesondere in Deutschland noch schwach. Angesichts der gesunkenen Teuerung hat die EZB ebenfalls Spielraum für weitere Zinssenkungen, so dass sich die Renditedifferenzen gegenüber dem Dollar in den nächsten Monaten gar nicht so viel bewegen sollten. Erst im Verlauf des kommenden Jahres wird erkennbar, ob die EZB den Zinssenkungszyklus früher als die Fed beendet, was dem Euro zusätzlichen Schwung geben dürfte.

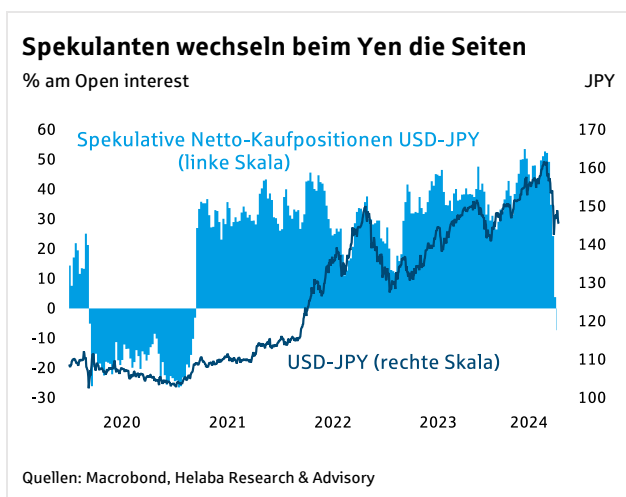
Das **Rennen um die US-Präsidentschaft** ist seit dem demokratischen Kandidatenwechsel von Biden zu Harris wieder offen. Ob die US-Währung unter einem Präsidenten Trump stärker oder schwächer werden würde, ist angesichts widersprüchlicher Signale keinesfalls sicher. Daher bleiben vorerst wohl Konjunktur und Geldpolitik die klassischen Treiber. Zumindest gegenüber dem Euro dürfte sich der US-Dollar aber stabilisieren und der **Euro-Dollar-Kurs um 1,10 pendeln**.

Das **Britische Pfund** gab gegenüber dem Euro nach, während es gegenüber dem US-Dollar stabil blieb. Die Bank of England begann Anfang August ihren Zinssenkungszyklus mit einem Schritt von 25 Basispunkten. Weitere Lockerungen werden folgen. Die Inflation liegt mit 2,2 % knapp über dem Zielwert, die Kernrate sinkt von erhöhtem Niveau. Auch die zuvor kräftigen Lohnanstiege normalisieren sich. Immerhin wuchs das Bruttoinlandsprodukt im zweiten Quartal mit 0,6 % zur Vorperiode deutlich. Vermutlich wird jedoch die Konjunkturdynamik nachlassen. Daher bleibt die Tür für eine lockerere Geldpolitik offen, die Bank of England wird wohl noch zwei Zinssenkungen 2024 vornehmen.

Für das Pfund Sterling ergibt sich damit ein leichter Gegenwind, zumal die Währung gemessen an den Renditedifferenzen ein wenig zu stark erscheint. Ohnehin besteht mit Blick auf 2025 in **Großbritannien größeres Zinssenkungspotenzial** als in der Eurozone. Der Euro-Pfund-Kurs dürfte deshalb leicht steigen.

Der **Schweizer Franken profitierte als sicherer Anlagenhafen** von den zeitweiligen Unsicherheiten an den Finanzmärkten. Während die Risikoaversion weitgehend abgeklungen ist, befinden sich die internationalen Kapitalmarktrenditen weiterhin auf niedrigerem Niveau. Entsprechend reduzierte sich der Schweizer Zinsnachteil, was den Franken stärkte.

Das Schweizer Wirtschaftswachstum ist zuletzt nach vorläufigen Schätzungen zwar recht solide ausgefallen, einzelne Stimmungsindikatoren enttäuschten hingegen. Die Inflation blieb niedrig, so dass die **Schweizer Notenbank ihren Leitzins noch weiter senken wird**, zwei zusätzliche Schritte sind noch 2024 möglich. Ob die SNB zuletzt auch am Devisenmarkt gegen den Franken interveniert hat, ist nicht ganz klar. Grundsätzlich bremst aber die Bereitschaft dafür die Schweizer Währung. Tendenziell scheint die Franken-Stärke ein wenig überzogen. Allerdings stützt eine niedrigere Zinsdifferenz die Währung. Daher dürfte der Euro-Franken-Kurs noch länger unter der Parität notieren als bislang erwartet.



Der **Japanische Yen** stand in den Schlagzeilen. Er wertete kräftig auf, liegt aber seit Jahresbeginn noch klar im Minus. Insbesondere die Auflösung von mit Yen finanzierten Carry Trades war ein Thema. Am Terminmarkt wurden die Spekulationen gegen die japanische Währung komplett liquidiert. Trotz der mittlerweile wieder rückläufigen Risikoaversion hat der Yen den Großteil der jüngsten Gewinne verteidigt. Schließlich erhielt er auch fundamentale Unterstützung.

gg. Euro	aktuell*	Q3/24	Q4/24	Q1/25	Q2/25
US-Dollar	1,12	1,10	1,10	1,10	1,15
Jap. Yen	162	162	158	154	155
Brit. Pfund	0,85	0,86	0,87	0,88	0,88
Schw. Franken	0,95	0,96	0,97	0,97	0,97

\* 21.08.2024      Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Die **Bank of Japan erhöhte ihren Leitzins** auf 0,25 % und reduziert deutlich ihre Anleihekäufe. Da zudem die Renditen in den USA und in der Eurozone sanken, schmolz Japans Zinsnachteil weiter. Daher besitzt der Yen sogar noch weiteres Aufwertungspotenzial. Auch wuchs das Bruttoinlandsprodukt im zweiten Quartal nach den schwachen Vorperioden kräftig. Trotz der erhöhten Inflation wird sich die Notenbank wegen der jüngsten Finanzmarkt-turbulenzen mit einer weiteren Straffung Zeit lassen, sie letztlich jedoch durchführen. Der Yen dürfte daher nach einer Atempause gegenüber Dollar und Euro noch etwas zulegen.



## 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	2,4	2,4
Deutschland	1,7	-0,1	0,0	1,2	6,9	5,9	2,3	2,3
Frankreich	2,6	1,1	1,2	1,3	5,9	5,7	2,5	2,7
Italien	4,1	1,0	0,9	1,2	8,7	5,9	1,3	2,6
Spanien	5,8	2,5	2,8	2,0	8,3	3,4	3,0	2,7
Niederlande	5,0	0,1	0,2	1,7	11,6	4,1	3,0	2,3
Österreich	4,9	-0,7	0,0	1,5	8,6	7,8	3,3	2,6
Schweden	1,5	0,1	0,5	2,0	8,4	8,5	3,1	1,8
Polen	5,9	0,1	2,7	3,4	14,4	11,4	4,0	4,0
Tschechien	2,9	0,0	1,0	2,5	15,1	10,7	2,4	2,5
Ungarn	4,6	-0,7	1,5	3,0	14,5	17,6	4,0	4,0
Großbritannien	4,3	0,1	1,0	1,2	9,1	7,3	2,5	2,5
Schweiz	2,4	1,3	1,5	1,4	2,8	2,1	1,2	1,2
USA	1,9	2,5	2,5	2,2	8,0	4,1	3,0	2,5
Japan	1,1	1,7	0,2	1,3	2,5	3,3	2,2	2,0
Asien ohne Japan	3,7	4,9	4,5	4,4	3,7	2,0	1,9	2,3
China	3,0	5,2	4,7	4,5	2,0	0,2	0,7	1,7
Indien*	7,1	8,2	6,8	6,3	6,7	5,7	4,8	4,4
Russland	-2,1	3,0	3,0	2,0	13,7	5,9	7,0	4,5
Türkei	5,6	4,5	2,4	3,7	72,4	53,9	55,0	27,0
Lateinamerika**	3,7	2,1	1,7	2,5	14,9	18,3	26,1	8,2
Brasilien	2,9	2,9	2,2	2,0	9,0	4,6	4,0	3,5
Welt	3,0	3,1	2,9	3,0	7,0	5,0	4,6	3,0

Welt: gewichtet auf PPP-Basis, ab Juni 2023 Umstellung auf Basisjahr 2017; Verbraucherpreise Welt ohne Türkei

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

Quellen: Macrobond, LSEG, Helaba Research & Advisory



## Kapitalmarktprognosen

	Veränderung seit ...		aktueller Stand**	Helaba-Prognosen			
	31.12.2023	Vormonat*		Q3/2024	Q4/2024	Q1/2025	Q2/2025
<b>Zinsen</b>	Basispunkte		%				
EZB Refi-Satz	-25	0	4,25	3,65	3,40	2,90	2,65
EZB Einlagenzins	-25	0	3,75	3,50	3,25	2,75	2,50
Tagesgeldsatz €STR	-22	0	3,66	3,40	3,20	2,75	2,50
3M Euribor	-37	-14	3,54	3,40	3,15	2,70	2,50
6M Euribor	-45	-21	3,41	3,30	3,05	2,70	2,55
2j. Bundesanleihen	-5	-28	2,36	2,35	2,20	2,10	2,10
5j. Bundesanleihen	16	-24	2,11	2,15	2,15	2,05	2,05
10j. Bundesanleihen	17	-23	2,19	2,20	2,10	2,00	2,00
2j. Swapsatz	-14	-33	2,66	2,65	2,50	2,40	2,40
5j. Swapsatz	-2	-29	2,41	2,50	2,50	2,40	2,40
10j. Swapsatz	-5	-26	2,44	2,55	2,50	2,40	2,40
20j. Swapsatz	-7	-25	2,45	2,50	2,50	2,40	2,40
30j. Swapsatz	-10	-25	2,24	2,30	2,25	2,15	2,15
Fed Funds Target Rate	0	0	5,38	5,13	4,63	4,13	3,88
10j. US-Treasuries	-8	-44	3,80	3,90	3,80	3,70	3,70
<b>Aktien</b>	Landeswährung, %						
DAX	10,1	0,8	18.449	18.700	19.000	19.300	19.500
Euro Stoxx 50	8,0	1,5	4.885	4.950	5.050	5.100	5.150
Dow Jones	8,5	2,4	40.890	41.000	41.500	41.800	42.100
S&P 500	17,8	4,1	5.621	5.600	5.650	5.700	5.750
Nikkei 225	13,4	0,2	37.952	40.000	40.500	40.900	41.300
<b>Gold und Brentöl</b>	%						
Gold €/Unze	20,5	3,3	2.252	2.182	2.273	2.273	2.261
Gold \$/Unze	21,8	6,3	2.513	2.400	2.500	2.500	2.600
Brentöl \$/Barrel	-1,3	-7,7	76	86	88	90	92
<b>Devisen</b>	jeweils gg. Euro, %		jeweils gg. Euro				
US-Dollar	-1,0	-2,7	1,12	1,10	1,10	1,10	1,15
Japanischer Yen	-3,8	3,1	162	162	158	154	155
Britisches Pfund	1,8	-0,9	0,85	0,86	0,87	0,88	0,88
Schweizer Franken	-2,2	0,7	0,95	0,96	0,97	0,97	0,97

\* 25.07.2024 \*\* 21.08.2024

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  
Paul Richter (pr) 79 58  
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/>