



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

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

Editorial: Gold am Zenit?



gt/ Bereits in den ersten neun Monaten des Jahres legte der Goldpreis eine beeindruckende Performance hin. Die Entwicklung in der ersten Oktoberhälfte mit einem fast senkrechten Anstieg ließ dann alle anderen Anlageklassen hinter sich. Am aktuellen Rand setzte eine gewisse Ernüchterung ein. War es das jetzt? Immerhin kann Gold trotz der jüngsten Korrektur für 2025 bislang immer noch eine Performance von über 55 % in US-Dollar aufweisen.

Ungewöhnlich am Sprung des Goldpreises über die Marke von 4.000 US-Dollar je Feinunze war, dass es dafür eigentlich keine originäre neue Ursache gab. Das Edelmetall wurde bereits das ganze Jahr aus einer Kombination von geld- und geopolitischen Einflussfaktoren getragen. Maßgeblicher Treiber war US-Präsident Trump mit seiner erratischen Zollpolitik und dem Druck, den er auf die US-Notenbank und insbesondere auf Fed-Chef Powell ausübte. Diese Entwicklungen trugen zur Abwertung des US-Dollars bei. Hinzu kommt der Haushalts-Shutdown. Nicht zuletzt die politische Instabilität in Frankreich und Japan hat den Goldpreis von einem Hoch zum nächsten befördert.

Auch die stark steigende Staatsverschuldung vieler Länder in Verbindung mit einem unsicher werdenden Ausblick auf die Kreditwürdigkeit dürfte das Vertrauen an den globalen Finanzmärkten nicht stärken. Das alles ließe sich unter einem Vertrauensverlust in den US-Dollar als Leitwährung subsummieren. Dazu passt, dass die Zentralbanken vieler Schwellenländer – allen voran China – seit über drei Jahren ihr Dollarrisiko reduzieren und Gold kaufen, um ihre Währungsreserven zu diversifizieren.

Gold wird das Ende der Fahnenstange erst erreichen, wenn seine Funktion als sicherer Hafen von einer anderen Währung übernommen wird. Solange der US-Präsident eine unberechenbare Politik betreibt und eher eine Schwächung als eine Stärkung des US-Dollar anstrebt, wird der US-Dollar seine Position nicht verbessern können. Damit der Euro die Rolle als Leitwährung übernehmen könnte, müsste Europa einen deutlichen Schritt in Richtung politischer Union mittels einer gemeinsamen Verteidigung gehen. Letztlich gibt es auch Spekulationen darauf, dass Kryptowährungen eine sichere Alternative werden könnten. Insbesondere die aktuellen Vorstöße des US-Präsidenten, Kryptowährungen als Währungsreserve anzukennen, könnten sich schnell wieder ändern und somit die Krypto-Alternativen belasten. Die Goldära scheint also noch nicht vorbei zu sein.

Ihre

Dr. Gertrud Rosa Traud

Chefvolkswirtin/Head of Research & Advisory

Konjunktur: Mangel an offiziellen US-Daten



- Konfrontation China-USA in Handelsfragen bleibt wichtiges Thema
- „Government shutdown“ in den USA erhöht die Unsicherheit
- Deutsche Exporte in die USA weiterhin auf Talfahrt
- ZEW-Konjunkturerwartungen haben sich stabilisiert und signalisieren Aufschwung
- Leichter Anstieg der Inflationsraten in Deutschland und der Eurozone
- US-Preisdruck bleibt hoch – Teuerungsrate nahe 3 %

pf/ Die vergangenen Tage haben gezeigt, dass das Thema „**Handelskrieg**“ keineswegs zu den Akten gelegt werden kann. Eine neuerliche Eskalation zwischen den USA und China bleibt möglich. Auch hinsichtlich der Handelspartner, mit denen schon Abmachungen getroffen wurden, kann niemand ausschließen, dass Präsident Trump nicht doch plötzlich „nachlegt“. Hoffnungen auf eine Entspannung richten sich zumindest auf ein mögliches Treffen Trumps mit Chinas Präsident Xi Ende des Monats.

China hat im dritten Quartal laut den offiziellen Zahlen das Tempo des ersten Halbjahres gehalten (1,1 % gg. Vq.). Wir werden in den kommenden Wochen unsere Prognose überarbeiten – und den Schätzwert für 2025 an die „Story“ der Regierung anpassen. In den **USA** stehen die Wachstumszahlen für das dritte Quartal noch aus – und wegen des „government shutdown“ ist unklar, ob sie wie eigentlich geplant Ende Oktober veröffentlicht werden. Mangels offizieller Daten ist die Unsicherheit über die konjunkturelle Lage noch höher als vorher. Die vorliegen-

den Zahlen zeigen die US-Endnachfrage jedenfalls in einem recht robusten Zustand, auch wenn auf der Investitionsseite außerhalb des von der KI-Fantasie getriebenen Tech-Sektors wenig los war. Nach der Benchmark-Revision der Zahlen Ende September haben wir unsere Schätzung für das Wachstum 2025 marginal nach oben angepasst (1,9 % statt 1,7 %). Der wirtschaftliche Schaden eines temporären „shutdown“ der US-Bundesregierung war bislang immer recht überschaubar. Aktuell ist hier keine politische Lösung in Sicht, die Fronten sind verhärtet.

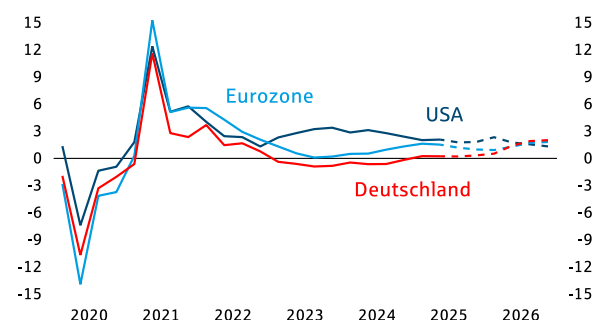
saz/ Die **deutsche Wirtschaft** schrumpfte im zweiten Quartal um 0,3 %. Auch das dritte Quartal dürfte schwach ausfallen. Die realwirtschaftlichen Indikatoren waren durchwachsen und sprechen für eine stag-

nierende Wirtschaft im Sommerquartal. Die ZEW-Konjunkturerwartungen haben sich aber stabilisiert und signalisieren weiterhin einen konjunkturellen Aufschwung. Unsere Deutschlandprognose für 2025 liegt bei einem BIP-Wachstum von 0,3 %. Für **2026** gehen wir nach wie vor von einem **Wirtschaftswachstum von 1,5 %** aus.

Die **privaten Konsumausgaben** sind im zweiten Vierteljahr um 0,1 % gegenüber den drei Monaten zuvor gestiegen. Die Einzelhandelsumsätze liefern eine erste Indikation für den privaten Verbrauch im Sommer. Bisher wurden die Absatzzahlen für Juli und August veröffentlicht. In diesen zwei Monaten lagen die realen Einzelhandelsumsätze leicht über dem Durchschnitt des zweiten Quartals. Wir rechnen daher damit, dass der private Konsum auch in den vergangenen drei Monaten zugenommen hat. Das wäre dann das siebte Quartal in Folge, in dem die Haushalte ihren Konsum erhöht haben. Wir erwarten auch zukünftig mehr private Konsumausgaben und sehen dies als den Haupttreiber des kommenden Aufschwungs.

Die deutsche Wirtschaft wächst erst 2026

Reales Bruttoinlandsprodukt, % gg. Vj.



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Bruttoinlandsprodukt, real % gg. Vorjahr	2022	2023	2024	2025p	2026p
Deutschland	1,9	-0,7	-0,5	0,3	1,5
Eurozone	3,7	0,5	0,8	1,3	1,4
USA	2,5	2,9	2,8	1,9	1,7
Welt	3,3	3,1	3,1	2,8	2,7

p=Prognose, kalenderbereinigt soweit verfügbar

Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Auch die **Konsumausgaben des Staates** dürften im dritten Quartal zugenommen haben. Zukünftig erwarten wir kräftig steigende Staatsausgaben, wenngleich die Vorgaben für 2026 aus dem Bundeshaushalt äußerst ambitioniert wirken. Aufgrund der langen Planungs- und Genehmigungsprozesse dürfte die Regierung ihre Ausgabenziele nur teilweise erreichen können.

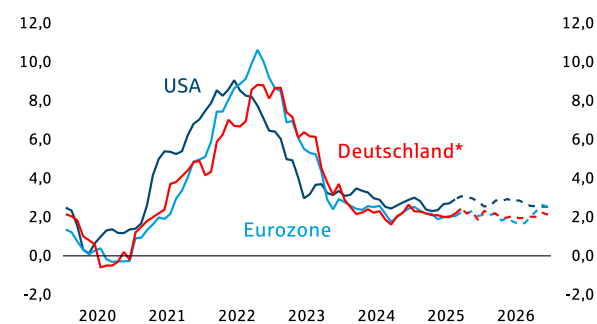
Das Investitions-Sofortprogramm wurde im Juli beschlossen und läuft bis Ende 2027. Bessere Abschreibungsbedingungen dürften die **Ausrüstungsinvestitionen** kräftig ankurbeln. Beispielsweise können die Anschaffungskosten für E-Autos im ersten Investitionsjahr zu 75 % abgeschrieben werden. Nach einem schwachen zweiten Quartal dürften auch die **Bauinvestitionen** zunehmen und durch mehr öffentliche Bauinvestitionen beflügelt werden.

Die deutschen **Exporte** in die USA sind im August weiter gesunken (-2,5 % gg. Vm.) und liegen inzwischen rund 17 % unter dem Niveau im Januar. Auch die Ausfuhren insgesamt gingen zurück, wenngleich nur um ein halbes Prozent im Vergleich zum Juli. Im dritten Quartal waren aber die Importe bisher stärker rückläufig, weshalb der Außenbeitrag im Vorquartalsvergleich sogar leicht zugelegt haben könnte.

In der **Eurozone** standen jüngst die Nachrichten bezüglich der französischen Regierung im Fokus. Nachdem Premierminister Sebastien Lecornu im ersten Anlauf scheiterte, gelang es ihm letzte Woche gleich zweimal, das Misstrauensvotum zu bestehen. Bedingung hierfür waren Zugeständnisse an die Opposition: die Rentenreform wird ausgesetzt. Für die Eurozone erwarten wir im kommenden Jahr ein Wirtschaftswachstum von 1,4 %. Damit positionieren wir uns optimistischer als der Konsens.

Noch keine US-Inflationsdaten für September

Verbraucherpreise, % gg. Vj.



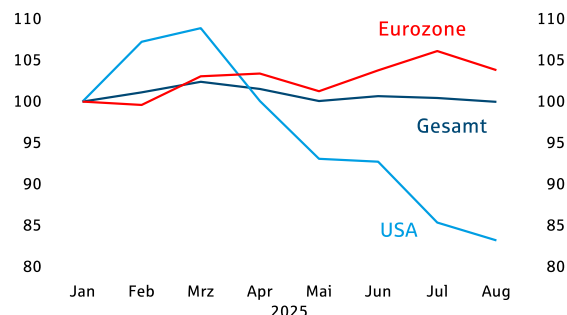
dnationale Berechnungsweise

Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Wegen des „government shutdown“ wurden die **US-Verbraucherpreise** für September noch nicht veröffentlicht. Prognosen gehen für den Gesamt- wie den Kernindex wieder von einem spürbaren Anstieg gegenüber dem Vormonat aus. Die Vorjahresraten dürften sich jeweils bei 3 % bewegen, deutlich zu hoch für die Notenbank. Für die kommenden Monate rechnen wir mit einem weiterhin hohen Preisdruck. Selbst wenn keine neuen Zölle hinzukommen, haben die Unternehmen die jetzt schon eingeführten bislang nur partiell überwältzt. Erstens ist das zukünftige Zollregime weiter unsicher und warum sollten sie die Preise anpassen, wenn es in vier Wochen schon wieder anders aussehen kann? Zweitens erreichen die Zölle teilweise eine Größenordnung, bei der Unternehmen mit Rücksicht auf die Reaktion der Abnehmer die Anpassung wohl lieber in mehreren Schritten als auf einmal vornehmen.

Deutsche US-Exporte weiterhin auf Talfahrt

Deutsche Exporte, Index: Januar 2025 = 100



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

ausgesetzt. Für die Eurozone erwarten wir im kommenden Jahr ein Wirtschaftswachstum von 1,4 %. Damit positionieren wir uns optimistischer als der Konsens.

Die **deutsche Inflationsrate** stieg im September auf 2,4 %. Im Vormonatsvergleich nahmen die Verbraucherpreise hier um 0,2 % zu. In der Eurozone erreichte die Gesamtteuerung 2,2 % (Juni bis August: 2,0 %), Die Kernrate erhöhte sich auf 2,4 %. Der Anstieg der Inflationsrate in der Eurozone ist jedoch nicht auf eine dynamischere Teuerung zurückzuführen, sondern darauf, dass im September 2024 die Energiepreise stark zurückgingen. Deshalb fällt der Vorjahresvergleich nun größer aus als noch im August.

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	2,8	2,7

p=Prognose, *nationale Abgrenzung

Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Geldpolitik: Zinssenkungsfantasien nehmen zu



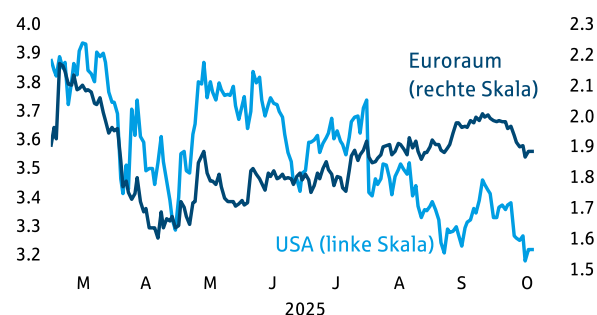
- Anleger schätzen Wahrscheinlichkeit für Zinssenkung im Euroraum wieder etwas höher ein
- Das Inflationsbild spricht jedoch gegen Lockerungen in den kommenden Quartalen
- Bei verbesserter Konjunktur und expansiver Fiskalpolitik schrumpfen die Spielräume weiter
- Fed hat die längere Zeit unterbrochene geldpolitische Lockerung wieder aufgenommen
- Weitere Zinssenkungen sind absehbar, wahrscheinlich schon Ende Oktober
- US-Leitzins erreicht 2026 weitgehend neutrales Niveau von rund 3,5 %

uk/ An den Terminmärkten im Euroraum sind die **Zinssätze wieder leicht gesunken**. So notierte der 3M-Satz auf Sicht von zwölf Monaten zuletzt zwölf Basispunkte niedriger als Ende September. Dass die Anleger nun jedoch von einer sicheren Zinssenkung ausgehen, kann nicht behauptet werden. Für die anstehende Sitzung des EZB-Rats Ende Oktober wird ohnehin mit **keiner Entscheidung** gerechnet. Das konjunkturelle Umfeld ist weiterhin zu **unübersichtlich**.

Der Anstieg der Euro-Inflation von 2,0 % auf 2,2 % im September bestätigt die seit Juni eingenommene Beobachterposition der EZB auf einem neutralen Leitzinsniveau von 2 %. Der Anstieg der **Dienstleistungspreise** auf 3,2 % und die Tatsache, dass in 15 von 20 Euroländern die Teuerung über dem Zielwert von 2,0 % liegt, sprechen dafür, dass die EZB ihre **Position beibehält**.

Notenbanken wird wieder mehr zugetraut

3M-Satz in 12 Monaten

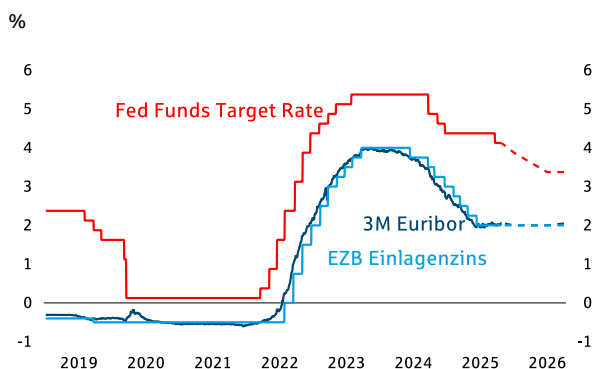


Quelle: LSEG, Helaba Research & Advisory

pf/ Weder die konjunkturelle Lage – Schätzungen für

das US-Wachstum im dritten Quartal gehen bis zu annualisiert 4 % gg. Vq. – noch die Verbraucherpreisdaten sprechen derzeit eigentlich für eine Lockerung der Geldpolitik. Dass die Fed dennoch im September die Zinsen gesenkt hat und der Markt nun fast eine 100 %-Chance für eine weitere Senkung Ende Oktober einpreist, liegt nicht – wie man vielleicht denken könnte – an Gehorsamkeit gegenüber dem US-Präsidenten. Donald Trump fordert seit langem lautstark drastisch niedrigere Leitzinsen. Aber mit der Ausnahme seines Beraters und neuestem Fed-Gouverneur Stephen Miran gibt es bisher wenig Anzeichen dafür, dass die Geldpolitiker dem blind folgen würden.

Fed senkt weiter, EZB wohl nicht



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Stattdessen setzt die Mehrheit der FOMC-Mitglieder wieder auf die „transitorische“ Natur eines Preischubs, diesmal in Form der Zolleffekte auf die Verbraucherpreise, trotz der negativen Erfahrungen der Jahre 2021/2022. Hinzu kommen wohl Sorgen um den

Zustand des Arbeitsmarktes, die noch geschürt werden, weil der „government shutdown“ die Veröffentlichung der meisten aktuellen Daten verhindert. Eine erneute geldpolitische Lockerung Ende Oktober ist daher wahrscheinlicher geworden – obwohl ihre Angemessenheit ziemlich fragwürdig ist. Bis Mitte 2026 rechnen wir unverändert mit einer Rücknahme des Leitzinses auf rund 3,5 %.

%	aktuell*	Q4/25	Q1/26	Q2/26	Q3/26
3M Euribor	2,07	2,00	2,00	2,00	2,05
EZB Einlagenzins	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
Fed Funds Rate	4,13	3,88	3,63	3,38	3,38

* 22.10.2025

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Staatsanleihen: US-Treasuries und Bunds bleiben anfällig

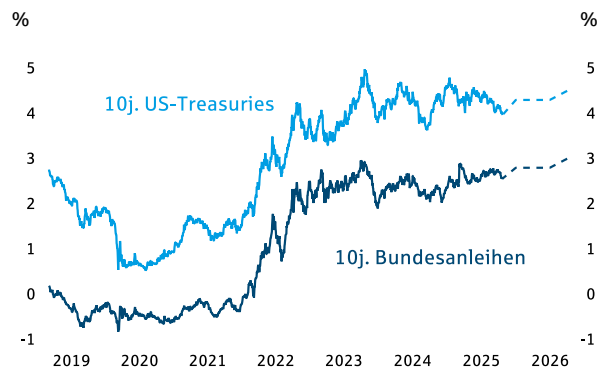


- Zinssenkungsfantasie stützt deutschen und US-Rentenmarkt
- Zinssenkungen der Fed sind allerdings bereits weitgehend eingepreist
- Hohe Staatsverschuldung und geopolitisches Chaos begrenzen den Renditespielraum
- Risiken für wieder steigende Inflationserwartungen sind latent vorhanden
- Aussicht auf Konjunkturbelebung 2026 spricht ebenfalls für etwas höhere Bund-Renditen
- 10-jährige US-Treasuries auf Sicht von sechs Monaten bei 4,3 % erwartet, Bunds bei 2,8 %

uk/ Die zuletzt gefestigten Erwartungen, dass die US-Notenbank ihren Kurs der Zinssenkungen fortsetzt, stützten US-Staatsanleihen. Immerhin notieren 10-jährige Laufzeiten derzeit rund 60 Basispunkte tiefer als zu Jahresbeginn. Aktuell liegt die Rendite unter der psychologisch wichtigen **Marke von 4,0 %**. Ob ein dauerhaftes Unterschreiten jedoch gelingt, ist fraglich. Hier dürfte das Misstrauen der Anleger gegenüber anhaltend **hohen US-Staatsdefiziten** eine entscheidende Rolle spielen. Zudem scheinen die noch kommenden Zinssenkungen bereits weitgehend eingepreist zu sein.

Zuletzt profitierten Bundesanleihen nicht nur von den besseren Vorgaben aus den USA. Die **Zinssenkungsfantasie** ist zumindest ein Stück weit zurückgekehrt. So sank die Rendite zweijähriger Bundesanleihen wieder unter die Marke von 2,0 %. Die Rendite 10-jähriger Bunds näherte sich der **Marke von 2,5 %**. Verantwortlich hierfür waren unter anderem enttäuschende Konjunkturdaten. Für Volatilität am Euro-Rentenmarkt sorgte zudem die anhaltende **Unsicherheit um Frankreich**. Der wiederernannte Premierminister Sebastian

Renditen: Ohne klare Richtung



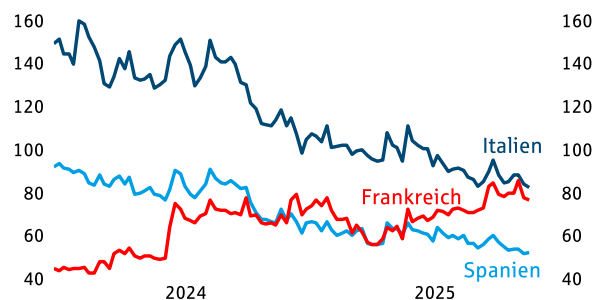
Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Lecornu hat die **Rentenreform gestoppt**, um sich die Unterstützung der Sozialisten zu sichern.

Damit wird einmal mehr deutlich, wie schwer es wohlhabenden Industrienationen wie Frankreich fällt, auf demografische und wirtschaftliche Veränderungen zu reagieren. Die Ratingagentur **S&P** senkte die Bewertung von AA- auf A+. Die Auswirkungen auf den Spread zu Bundesanleihen hielten sich jedoch in Grenzen. Trotz der aktuellen Probleme hinterlassen die Renditeabstände am Euro-Rentenmarkt aggregiert einen insgesamt **stabilen Eindruck**. Allerdings liegt dies zum Teil auch an einem relativ erhöhten Renditeniveau von Bunds.

Erhöhter Frankreich-Spread – sonst alles ruhig

Spread 10-jähriger Staatsanleihen gg. Bunds, Basispunkte



Quellen: LSEG, Helaba Research & Advisory

sichts der bedrohlichen geopolitischen Lage und steigender Sicherheitsausgaben im Fokus der Investoren. Vor allem lange Laufzeiten mit einem entsprechend größerem **Risiko** dürften es weiterhin in der Anlegergunst schwer haben.

Insgesamt ist weder mit einem deutlichen Renditeanstieg noch mit einem spürbaren Rückgang der Kapitalmarktzinsen zu rechnen, auch weil die Notenbanken den neutralen Bereich ansteuern bzw. halten. Bei verbesserten Konjunkturaussichten 2026 dürfte die Rendite 10-jähriger Bunds auf Sicht von sechs Monaten bei 2,8 % liegen. Das US-Pendant wird vermutlich über der 4 %-Renditemarke notieren.

%	aktuell*	Q4/25	Q1/26	Q2/26	Q3/26
10j. Bundesanl.	2,56	2,80	2,80	2,80	3,00
10j. US-Treasuries	3,95	4,30	4,30	4,30	4,50

* 22.10.2025

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

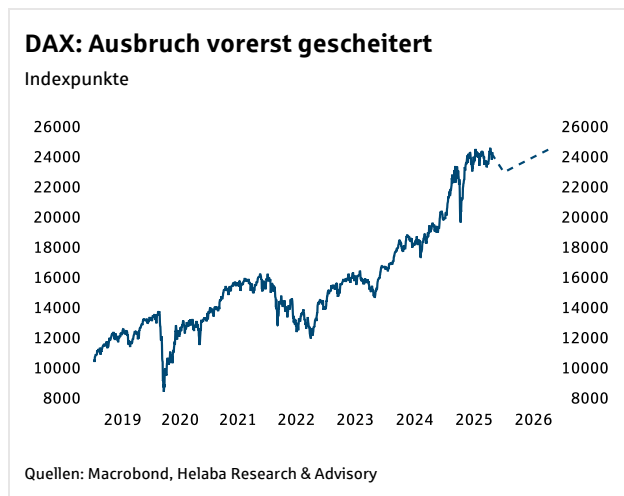
Aktien: Vorerst nur überschaubares Kurspotenzial



- EURO STOXX 50 bricht aus Seitwärtsband nach oben aus, DAX erst einmal gescheitert
- Eine nachhaltige Aufhellung der Konjunkturstimmung lässt weiter auf sich warten
- Beim S&P 500 überwiegen die positiven Gewinnrevisionen, beim DAX die negativen
- Anlegerstimmung: Deutsche eher vorsichtig, Optimismus in den USA
- S&P 500 weiterhin sehr teuer, DAX und EURO STOXX 50 ebenfalls außerhalb des fairen Bereichs
- Saisonal beste Phase des Jahres angebrochen

mr/ Neuerliche Irritationen an der Zollfront, vereinzelte Probleme mit den Lieferketten sowie bei US-Regionalbanken haben Aktien zuletzt etwas ausgebremst. Dennoch ist die seit Herbst 2022 laufende Hausse intakt. Der überwiegende Teil des Kursanstiegs bei Börsenbarometern wie DAX oder S&P 500 wurde bislang durch eine **Ausweitung der Bewertung** erkaufte. Die Unternehmensgewinne legten nur unterproportional zu. Da die Notenbanken

gleichzeitig die Leitzinsen reduzierten bzw. die Fed dies noch tun wird, ist dies zumindest teilweise gerechtfertigt. Inzwischen wurden **Bewertungsniveaus** erreicht, die außerhalb des historischen Normalbandes liegen. Die meisten Indizes sind damit teuer.



Deutlich stärker als DAX oder EURO STOXX 50 weicht der S&P 500 vom rechnerisch fairen Wert ab. Dabei gilt es allerdings zu bedenken, dass in diesem Index **Wachstumswerte**, die traditionell eine höhere Bewertung aufweisen, hoch gewichtet sind. So ist der Anteil der sogenannten Magnificent 7 in den letzten Jahren auf rund ein Drittel gestiegen. Das durchschnittliche Kurs-Gewinn-Verhältnis dieser Aktien liegt gegenwärtig bei 33 und zieht damit die Bewertung des S&P 500 nach oben. Sind die Magnificent 7 selbst (zu) teuer?

Gemessen an ihrer Historie bewegen sie sich noch innerhalb des Normalbandes. Ähnlich verhält es sich mit der Bewertung des gleichgewichteten S&P 500. US-Aktien sind damit zwar dennoch ambitioniert gepreist. Es wäre aber **übertrieben, von einer Blase zu sprechen**.

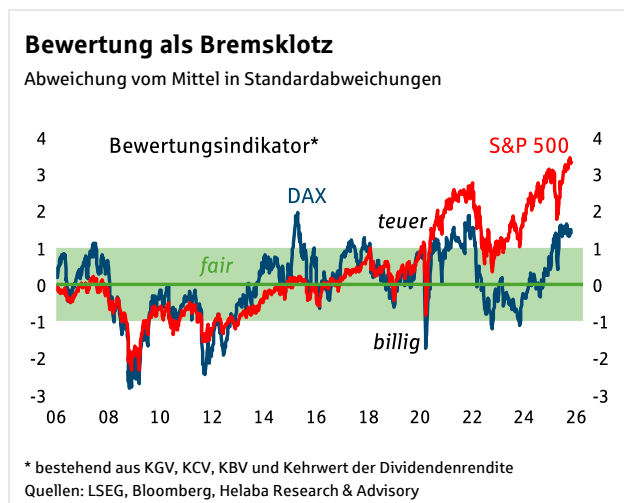
Indexpunkte	aktuell*	Q4/25	Q1/26	Q2/26	Q3/26
DAX	24.151	23.000	23.500	24.000	24.500
Euro Stoxx 50	5.639	5.200	5.280	5.360	5.440
S&P 500	6.699	6.150	6.240	6.330	6.420

* 22.10.2025

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Auch ein Blick auf die **Positionierung von Investoren**

zeigt, dass gegenwärtig von Euphorie keine Rede sein kann. Deutsche Anleger sind zuletzt wieder vorsichtiger geworden. In den USA überwiegen zwar die Optimisten, allerdings ohne kritische Niveaus zu erreichen.



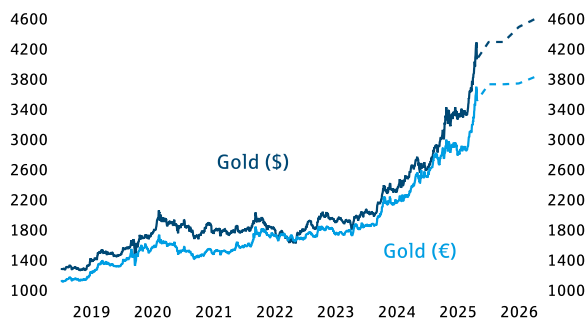
Zwar ist mittlerweile die **saisonal stärkste Phase** des Jahres angebrochen, die hohe Bewertung begrenzt jedoch das Aufwärtspotenzial. Künftig wird es verstärkt darauf ankommen, dass Unternehmen mit steigenden Gewinnen aufwarten können. Die angelaufene Berichtssaison dürfte daher besondere Beachtung erfahren. Anleger werden vermutlich wenig Toleranz gegenüber Verfehlungen bei den Gewinnzielen zeigen. Für die US-Unternehmen werden angesichts einer Vielzahl positiver Überraschungen die **Gewinnerwartungen** mehrheitlich nach oben revidiert. Hierzulande überwiegen dagegen die negativen Gewinnrevisionen. Nach drei Jahren mit überdurchschnittlichen Kurszuwächsen wird die **Luft allmählich etwas dünn**.

Gold: Die Rally läuft und läuft und ...



- Gold mit historischer Rekordserie sowohl in Dollar- als auch in Eurorechnung
- Kurzfristig ist mit einer fortgesetzten Korrektur auf hohem Niveau zu rechnen
- Goldnachfrage in den Schwellenländern dürfte anhalten
- Weitere Rekorde aufgrund steigender Nachfrage von institutionellen Anlegern

Gold: Kurze Atempause nach Rekordserie



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

lich verschwinden, weshalb die **Goldnachfrage** insbesondere aus den **Schwellenländern** hoch bleibt. Darüber hinaus dürfte die Attraktivität von Gold nach diesem erfolgreichen Jahr für **institutionelle Anleger** weiter zunehmen.

cw/ Gold legt seit August eine außergewöhnliche **Rekordserie** hin. Einen besonders kräftigen Schub hat das Edelmetall in den letzten Wochen nach neuerlichen **handelspolitischen Spannungen** zwischen China und den USA sowie dem anhaltenden „**government shut-down**“ und der damit verbundenen Unsicherheit um die US-Fiskalpolitik erfahren. Das hat Gold über die Marke von **4.000 US-Dollar je Feinunze** katapultiert. Mit 4.376 US-Dollar bzw. 3.737 Euro je Feinunze wurden neue **Allzeithochs** erreicht. Nach so einer starken Preisrally ist eine **Gegenbewegung** nicht ungewöhnlich, so dass kurzfristig eine **Konsolidierung** auf hohem Niveau ansteht. Mittelfristig kann aber mit weiteren **Rekorden** gerechnet werden. So dürften die geld- und geopolitischen Unsicherheitsfaktoren nicht plötz-

Preis / Feinunze	aktuell*	Q4/25	Q1/26	Q2/26	Q3/26
Gold in Euro	3.530	3.739	3.739	3.750	3.833
Gold in US-Dollar	4.098	4.300	4.300	4.500	4.600

* 22.10.2025

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

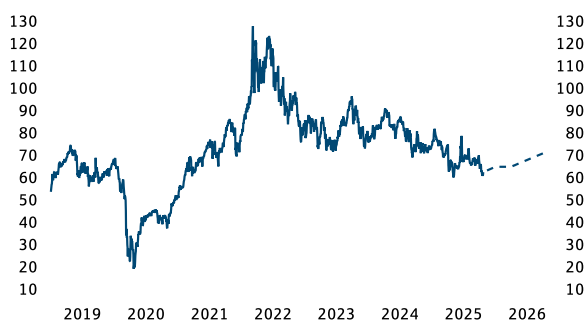
Rohöl: Angebotsausweitung der OPEC belastet



- OPEC+ hat Fördermengenausweitung ab November um 137 Tsd. Barrel/Tag beschlossen
- US-Produktion ist in den letzten Wochen wieder gestiegen
- Verunsicherung wegen angedrohten US-Zöllen von zusätzlichen 100 % gegen China
- Stimmung in der Industrie weltweit noch immer zurückhaltend

Bodenbildung bei höherer Industriedynamik

USD/Barrel



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

der USA mit China ein wichtiger Hemmschuh. Hoffnungen auf eine Entspannung machen sich zwar breit, haben aber bisher kaum Einfluss auf die Notierungen entfaltet.

ru/ Sorgenfalten dominieren die wirtschaftlichen **Perspektiven** vor allem des **Verarbeitenden Gewerbes**. Die entsprechenden Stimmungsindikatoren liegen zu meist auf eher mäßigen Niveaus und so trifft die **Angebotsausweitung** der OPEC+ auf eine verhaltene Nachfrage. Die Gruppe der Erdölexporteure hat sich Anfang des Monats erneut darauf verständigt, die Fördermengen zu erhöhen. Ab November sollen täglich 137 Tsd. Barrel zusätzlich auf den Markt kommen. Die Strategie, Marktanteile zulasten der Preisstabilität zurückzugewinnen, wird somit fortgesetzt. Zuletzt haben auch die US-Produzenten ihre Produktion wieder ausgeweitet, was ebenfalls auf dem Preisniveau am Ölmarkt lastet. Nachfrageseitig ist der anhaltende **Handelskonflikt**

Preis / Barrel	aktuell*	Q4/25	Q1/26	Q2/26	Q3/26
Rohöl Brent	63	65	65	68	71

* 22.10.2025

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Immobilien: Belebung im Wohnungsbau



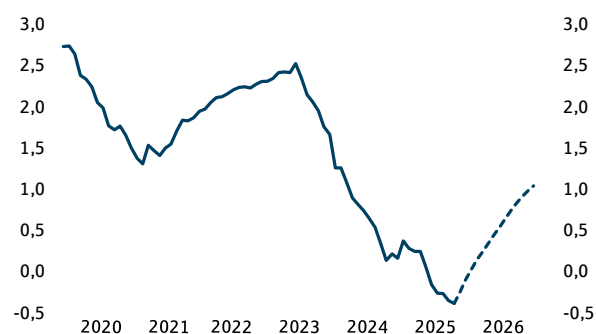
- Durchschnittliche Jahresperformance offener Immobilienfonds zuletzt bei -0,4 %
- Nettomittelabflüsse offener Fonds halten an, im August mit 610 Mio. Euro etwas niedriger
- Positive Mietentwicklung stützt Kapitalwerte von Gewerbeimmobilien
- Strukturelle Probleme wie Home-Office und expansiver Onlinehandel bleiben bestehen
- Moderater Preisanstieg bei deutschen Wohnimmobilien im kommenden Jahr
- Zunahme der Baugenehmigungen signalisiert Trendwende im Wohnungsbau

pr/ Die Performance **offener Immobilienfonds**, gemessen am „Helaba OIF-Index“, lag zuletzt erneut bei -0,4 %. Der Index bildet die durchschnittliche Wertentwicklung von neun großen offenen Immobilienpublikumsfonds ab. Die Performancespanne offener Immobilienfonds liegt aktuell zwischen -8,8 % und +2,4 %. Diese Divergenz ist

vor allem auf die teils deutlichen Abwertungen in einzelnen Fonds zurückzuführen, während andere ihre Bewertungen weitgehend stabil halten konnten.

Offene Immobilienfonds noch unter Druck

Gesamtrendite, Helaba OIF-Index, %



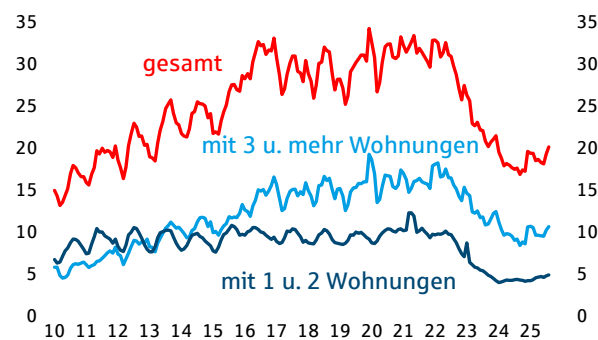
Quellen: LSEG, Helaba Research & Advisory

Die angespannte Lage spiegeln auch die anhaltenden **Mittelabflüsse** offener Immobilienfonds wider. Sie lagen im August mit 610 Millionen Euro zwar deutlich unter dem Höchstwert des Vormonats, befinden sich damit aber weiterhin auf hohem Niveau. Angesichts der einjährigen Kündigungsfrist für Fondsanteile sowie der weiterhin geringen relativen Attraktivität gegenüber festverzinslichen Anlagen ist auch künftig mit Abflüssen zu rechnen. Diese sollten die Fonds jedoch durch ausreichende Liquiditätsreserven weiter bedienen können.

Während die Fonds noch unter Druck stehen, profitieren **Gewerbeimmobilien** trotz erhöhter Leerstände von einer anhaltend positiven Mietentwicklung. Diese trägt zur Stabilisierung der Kapitalwerte bei. Moderne Objekte in zentralen Lagen sind weiterhin stark gefragt, während qualitativ weniger hochwertige Objekte weiterhin unter Druck stehen. Die Branche reagiert mit neuen Nutzungskonzepten auf die veränderte Nachfrage. Im Anbetracht struktureller Veränderungen wie ESG-Regulierung, der Arbeit aus dem Homeoffice und dem expansiven Onlinehandel ist dies sinnvoll. In diesem Kontext gewinnt aktives Assetmanagement zunehmend an Bedeutung.

Baugenehmigungen nahmen zuletzt zu

Wohnungsbaugenehmigungen, in Tausend*



*gleitende 3-Monats-Durchschnitte

Quellen: LSEG, Helaba Research & Advisory

Vor allem die Preise von **Wohnimmobilien dürften**

weiter steigen. Hauptursache bleibt die anhaltende Wohnungsknappheit, die insbesondere in den Metropolregionen preistreibend wirkt. Von Januar bis August 2025 wurde der Bau von 151.200 Wohnungen genehmigt. Das waren 6,5 % mehr als im Vorjahreszeitraum. Der Anstieg deutet darauf hin, dass der Tiefpunkt im Wohnungsbau inzwischen durchschritten ist und die Bautätigkeit perspektivisch anzieht. Allerdings benötigen die genehmigten

Projekte einige Zeit bis zur Fertigstellung. Eine Entlastung der Wohnungsmärkte ist daher kurzfristig nicht zu erwarten. Zudem bleibt das aktuelle Bauvolumen noch deutlich hinter dem erforderlichen Niveau zurück und die kräftig gestiegenen Baukosten belasten die Branche weiter.

% gg. Vorjahr	2022	2023	2024	2025p	2026p
Helaba OIF-Index*	2,3	1,5	0,2	0,0	1,0
Wohnimmobilien**	7,2	-5,0	-1,3	4,0	3,0
Gewerbeimmobilien**	-0,4	-10,2	-5,3	2,0	2,0

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

Devisen: Atempause für den Dollar

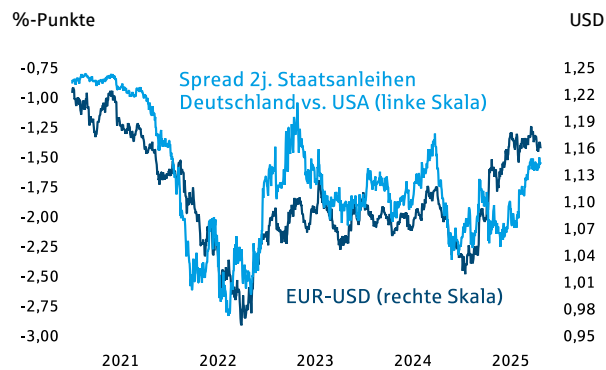


- US-Dollar stabilisierte sich, da von Trump kaum Störfeuer kamen
- Politische Unsicherheiten in Frankreich und schwächere Daten belasteten Euro etwas
- Zinssenkungen der Fed dürften Dollar mittelfristig wieder unter Druck setzen
- Wenig Veränderung für Britisches Pfund zuletzt und vermutlich in den nächsten Monaten
- Schweizer Franken profitierte von Unsicherheiten, wird aber Gewinne nicht halten können
- Japanischer Yen verlor wegen neuer Premierministerin, Zinsdifferenzen sprechen aber für ihn

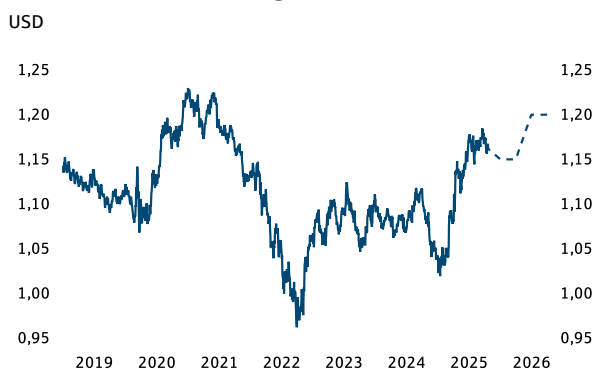
ca/ Der **US-Dollar** hat sich in den letzten Wochen erholt und wertete gegenüber den meisten Währungen auf. Noch Mitte September hatte der Euro-Dollar-Kurs ein neues Jahreshoch über 1,19 markiert. US-Präsident Trump widmete sich zuletzt dem Nahen Osten sowie der inneren Sicherheit und damit nicht der Wirtschaftspolitik, was vielleicht schon eine gute Nachricht für die US-Währung war. Allerdings drohte er zwischenzeitlich China mit neuen Strafzöllen, worunter der Dollar zeitweise litt. Außerdem profitierte der Greenback auch von den politischen Problemen in Frankreich, die den Euro belasteten.

Aufgrund des „shutdowns“ der US-Regierung ist die aktuelle Konjunkturlage in den USA etwas unklar. Während die jüngsten Stimmungsindikatoren eher gemischte Signale lieferten, erwiesen sich die „harten“ Daten zumindest bis dahin als recht robust. Nach einem kräftigen Zuwachs im zweiten Quartal dürfte das BIP auch im dritten Vierteljahr recht solide ausfallen. Die US-Notenbank wird dennoch ihren eingeschlagenen Zinssenkungskurs fortsetzen. Jedenfalls deuteten die jüngsten Aussagen von Fed-Vertretern darauf hin. Unsicherheiten bei Regionalbanken fachten kurzzeitig die Spekulation zusätzlicher Lockerungen an. Mittlerweile scheint sich die Lage wieder beruhigt zu haben. Per saldo haben sich die **Zinssenkungserwartungen jedoch kaum geändert**. Der US-Renditevorteil gegenüber dem Euro hielt sich stabil.

US-Renditevorteil zuletzt nicht mehr geschrumpft



Euro-Dollar-Kurs korrigiert leicht



Die **Regierungskrise in Frankreich** hat sich zwar entschärft, der alte und neue Premierminister Lecornu überstand zwei Misstrauensvoten. Dennoch bleibt die politische Konstellation wacklig. Die erhöhten Risikoprämien auf den Staatsanleihen sind tendenziell ein Belastungsfaktor für den Euro. Außerdem enttäuschten einige Konjunkturdaten in der Eurozone, was die Hoffnungen auf eine Belebung dämpfte. Vermutlich wird die EZB jedoch im Wartemodus verharren.

Grundsätzlich spricht die Geldpolitik auf beiden Seiten des Atlantiks eher gegen den Dollar, da die Fed weiter lockert. Kurzfristig ist schon einiges vorweggenommen, so dass der Euro-Dollar-Kurs in der näheren Zukunft seitwärts notieren sollte. Allerdings bleibt Donald Trump ein Risiko für den Dollar, falls er z.B. den

Handelskonflikt verschärft oder die Unabhängigkeit der Notenbank attackiert. Mittelfristig, also 2026, dürfte **der Euro-Dollar-Kurs dann aber wieder höher notieren**.

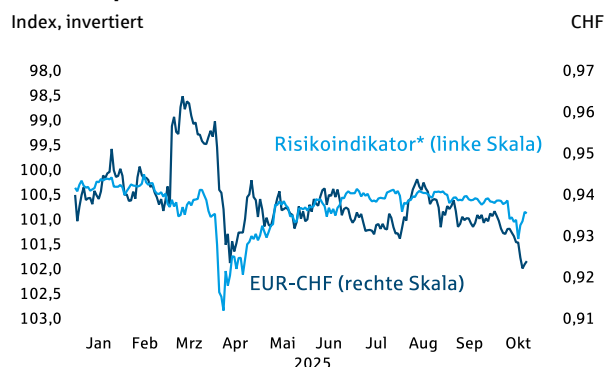
Das **Britische Pfund** zeigte sich stabil gegenüber dem Euro, während es gegenüber dem US-Dollar abwertete. Konjunkturell lief es zuletzt schwieriger in Großbritannien. Das Wachstum war recht mäßig, die Stimmungsindikatoren verschlechterten sich überwiegend. Auch der Arbeitsmarkt schwächte sich ab, der Lohnanstieg verlangsamte sich. Die Inflation lag im September mit 3,8 % zwar noch auf hohem Niveau, sollte sich aber bald wieder verringern – auch wegen der nachlassenden Lohndynamik.

Die **Bank of England** zeigte sich lange zögerlich hinsichtlich weiterer Lockerungen, sah aber zuletzt mehr Konjunkturrisiken. Mit einer sinkenden Inflation öffnet sich die Tür für zusätzliche Zinssenkungen. Spätestens Anfang 2026 dürfte die Bank of England ihren Leitzins reduzieren. Im Prinzip sollte das Pfund darunter leiden. Allerdings ist hier schon einiges vorweggenommen, zumal die Zinsdifferenzen derzeit klar für die britische Währung sprechen. Im Großen und Ganzen dürfte der **Euro-Pfund-Kurs mittelfristig seitwärts tendieren**.

Der **Schweizer Franken** wertete gegenüber dem Euro spürbar auf. Der Euro-Franken-Kurs markierte sogar ein neues Jahrestief. Die Schweizer Währung war einmal mehr als sicherer Anlagehafen gefragt, die **Risikoaversion nahm zu**. Insbesondere die politischen Probleme in Frankreich halfen dem Franken. Zwar hat sich diese Situation wieder entspannt, dennoch ist die Unsicherheit erhöht.

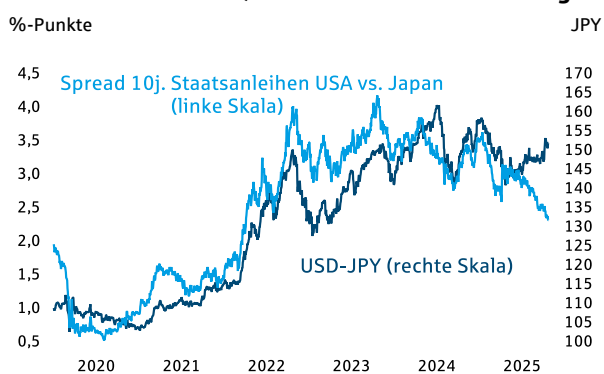
Die **Schweizer Nationalbank (SNB)** beließ ihren Leitzins zuletzt bei 0,0 %. Weitere Lockerungen zeichnen sich nicht ab, obwohl die Inflation nur knapp oberhalb der Nullmarke liegt. Die SNB behält sich die Möglichkeit von Devisenmarktinterventionen vor. Das sollte das Aufwertungspotenzial des Frankens begrenzen. Ohnehin sprechen die Zinsdifferenzen eher für einen höheren Euro-Franken-Kurs. Die jüngste **Stärke der Schweizer Währung dürfte deshalb nicht nachhaltig sein** und der Franken mittelfristig wieder etwas nachgeben.

Franken profitiert von höherer Risikoaversion



* errechnet aus VIX, High-Yield Spreads, Gold-Kupfer-Verhältnis
Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

US-Zinsvorteil sinkt, aber Dollar-Yen-Kurs steigt



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

bung dürfte um den Jahreswechsel erfolgen. Damit bleibt die Geldpolitik entgegengesetzt zur US-Notenbank. Die Renditedifferenzen spiegeln dies eindeutig wider. Deshalb dürfte **der Yen gegenüber dem US-Dollar mittelfristig aufwerten**. Auch gegenüber dem Euro sollte Japans Währung zulegen können.

Der **Japanische Yen** verlor gegenüber dem Euro leicht und gegenüber US-Dollar deutlich. Auslöser hierfür war die politische Entwicklung. Die LDP wählte **Sanae Takaichi** zur neuen Parteivorsitzenden und nun auch zur Premierministerin. Takaichi wird nachgesagt, sie würde eine expansive Geld- und Fiskalpolitik präferieren wie unter dem ehemaligen Premier Abe. Dessen wirtschaftspolitische Erfolge sind mit Fragezeichen versehen, der Yen verlor damals kräftig. Die Notenbank ist an sich unabhängig von der Regierung. Außerdem sind die Mehrheitsverhältnisse im Parlament schwierig. Daher ist Takaichis Handlungsspielraum eingeschränkt.

Dennoch wird die **Bank of Japan** ihren behutsamen Zinserhöhungskurs wohl fortsetzen. Die nächste Anhe-

gg. Euro	aktuell*	Q4/25	Q1/26	Q2/26	Q3/26
US-Dollar	1,16	1,15	1,15	1,20	1,20
Jap. Yen	176	165	160	162	162
Brit. Pfund	0,87	0,85	0,85	0,86	0,86
Schw. Franken	0,92	0,94	0,95	0,95	0,96

* 22.10.2025

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory



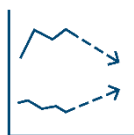
Prognosetabelle BIP und Inflation

	Bruttoinlandsprodukt				Verbraucherpreise			
	reale Veränderung gg. Vorjahr, %				Veränderung gg. Vorjahr, %			
	2023	2024	2025p	2026p	2023	2024	2025p	2026p
Eurozone	0,5	0,8	1,3	1,4	5,4	2,4	2,2	2,2
Deutschland	-0,7	-0,5	0,3	1,5	5,9	2,2	2,1	2,1
Frankreich	1,6	1,1	0,8	1,3	5,7	2,3	1,3	2,4
Italien	0,8	0,5	0,5	0,8	5,9	1,1	2,0	2,3
Spanien	2,7	3,2	2,6	1,7	3,4	2,9	2,7	2,7
Niederlande	-0,6	1,1	1,3	1,1	4,1	3,2	3,3	2,5
Österreich	-0,7	-0,8	0,0	1,3	7,8	2,9	3,0	2,3
Schweden	0,0	0,8	1,3	2,5	8,5	2,8	1,0	1,3
Polen	0,1	2,9	3,3	3,3	11,4	3,6	4,0	3,3
Tschechien	0,2	1,1	2,3	2,5	10,7	2,4	2,7	2,5
Ungarn	-0,7	0,5	0,5	2,5	17,6	3,7	4,7	3,5
Großbritannien	0,3	1,1	1,5	1,5	7,3	2,5	3,5	2,5
Schweiz	1,2	1,0	1,5	1,0	2,1	1,1	0,2	0,5
USA	2,9	2,8	1,9	1,7	4,1	3,0	2,8	2,7
Japan	1,2	0,1	1,3	0,8	3,3	2,7	3,0	2,0
Asien ohne Japan	4,8	4,7	4,2	4,0	2,1	1,5	1,3	2,0
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	3,3	3,9
Russland	3,0	3,8	0,7	1,4	5,9	8,4	8,5	6,0
Türkei	4,5	3,2	3,0	3,5	53,9	58,4	29,0	21,0
Lateinamerika**	2,1	1,8	2,3	2,0	18,3	25,7	7,6	5,3
Brasilien	2,9	2,8	1,9	1,6	4,6	4,4	4,5	4,0
Welt	3,1	3,1	2,8	2,7	4,9	4,3	2,7	2,6

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				
	31.12.2024	Vormonat*	Stand**	Q4/2025	Q1/2026	Q2/2026	Q3/2026
Zinsen	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	-65	9	2,07	2,00	2,00	2,00	2,05
6M Euribor	-47	-1	2,10	2,10	2,10	2,10	2,10
2j. Bundesanleihen	-17	-13	1,91	2,00	2,00	2,00	2,10
5j. Bundesanleihen	1	-20	2,16	2,40	2,40	2,40	2,50
10j. Bundesanleihen	20	-21	2,56	2,80	2,80	2,80	3,00
2j. Swapsatz	-12	-10	2,07	2,10	2,10	2,10	2,20
5j. Swapsatz	1	-17	2,26	2,50	2,50	2,50	2,60
10j. Swapsatz	21	-16	2,58	2,80	2,80	2,80	3,00
20j. Swapsatz	48	-13	2,84	3,00	3,00	3,00	3,20
30j. Swapsatz	67	-12	2,82	3,00	3,00	3,00	3,20
Fed Funds Target Rate	-25	0	4,13	3,88	3,63	3,38	3,38
10j. US-Treasuries	-62	-22	3,95	4,30	4,30	4,30	4,50
Aktien	Landeswährung, %						
DAX	21,3	2,6	24.151	23.000	23.500	24.000	24.500
Euro Stoxx 50	15,2	3,6	5.639	5.200	5.280	5.360	5.440
Dow Jones	9,5	1,4	46.590	43.500	44.100	44.700	45.300
S&P 500	13,9	1,4	6.699	6.150	6.240	6.330	6.420
Nikkei 225	23,6	7,8	49.308	40.500	41.300	42.100	42.900
Gold und Brentöl	%						
Gold €/Unze	39,3	9,8	3.530	3.739	3.739	3.750	3.833
Gold \$/Unze	56,2	9,3	4.098	4.300	4.300	4.500	4.600
Brentöl \$/Barrel	-16,1	-9,8	63	65	65	68	71
Devisen	jeweils gg. Euro, %		jeweils gg. Euro				
US-Dollar	-10,8	0,5	1,16	1,15	1,15	1,20	1,20
Japanischer Yen	-7,8	-1,0	176	165	160	162	162
Britisches Pfund	-4,8	0,6	0,87	0,85	0,85	0,86	0,86
Schweizer Franken	1,7	0,9	0,92	0,94	0,95	0,95	0,96

* 25.09.2025 ** 22.10.2025

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory |a Research & Advisory



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

Wir sind für Sie da:

Themengebiete

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

Autoren/-innen

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

Durchwahl
069/9132-

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

Herausgeber und Redaktion

Helaba Research & Advisory

Redaktion:

Dr. Stefan Mitropoulos
Samuel Will

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/>