



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

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

Editorial: Konjunkturerholung voraus



gt/ Der Sommer neigt sich dem Ende zu. Daran ändert sich auch nichts, wenn in den nächsten Tagen in manchen Regionen in Deutschland noch einmal die Marke von 30 Grad angepeilt wird. Das saisonale Muster wird durch die Jahreszeiten bestimmt. Und jenseits von Tageshöchsttemperaturen spürt man das schon an den Tagesschwankungen.

Die Schwankungen beim deutschen Sozialprodukt sind nun doch etwas stärker als bislang angenommen – für den Anfang leider nur die Abwärtsbewegung. Während vor den jüngsten Revisionen das deutsche BIP in den letzten zwei Jahren nur marginale Rückgänge aufwies, beläuft sich der Rückgang jetzt für das Jahr 2023 auf 0,7 % und für 2024 auf 0,5 %. Die vorher schon gefühlte Rezession hat also tatsächlich stattgefunden. Die Zahl der Beschäftigten ist zwar noch leicht gestiegen, aber vor allem im öffentlichen Sektor wurde weiter kräftig eingestellt. Dagegen leidet insbesondere das Verarbeitende Gewerbe seit Jahren unter Arbeitsplatzverlusten.

Nun ist es also amtlich, dass Deutschland in einer Rezession war. Das heißt aber nicht, dass das so bleiben muss. Konjunkturzyklen zeichnen sich nun mal dadurch aus, dass auf eine Rezession ein Aufschwung folgt. Wie stark dieser ausfällt und wie lange er dauert, hängt von vielen Faktoren ab. Strukturelle Stärken können einen solchen Aufschwung manifestieren. Davon sieht man in Deutschland noch wenig. Der „Herbst der Reformen“ steht hoffentlich bevor. Auch ist keineswegs gesichert, dass die Mittel aus den Fiskalpaketen alle in Investitionen fließen, die den Wachstumspfad deutlich erhöhen. Sicher ist jedoch, dass davon zumindest kurzfristig konjunkturelle Impulse ausgehen. Dies kommt zu einer Zeit, in der sich auch der Immobilienmarkt erholt.

Darüber hinaus gibt es trotz der Belastung durch die Trumpschen Zölle zwei weitere Faktoren, die die Konjunktur antreiben werden: Dies ist der Stimmungsaufschwung in der Industrie, der sich an mehreren Indikatoren ablesen lässt und sowie die Erholung der Konsumnachfrage, die schon seit einigen Monaten eingesetzt hat. Zusammenfassend lässt sich sagen: Die Ingredienzien für eine Konjunkturerholung sind vorhanden.

Ihre

Dr. Gertrud Rosa Traud

Chefvolkswirtin/Head of Research & Advisory

Konjunktur: Ein erneuter Rücksetzer vor dem deutschen Aufschwung

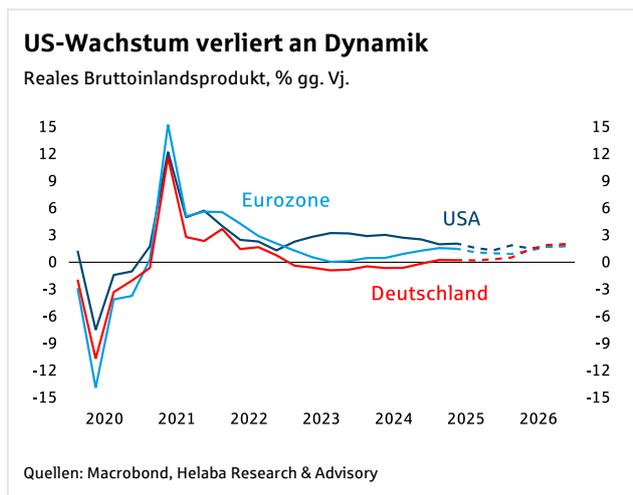


- Keine Entspannung an der Zollfront, trotz relativer Ruhe
- US-Arbeitsmarkt zeigt Schwäche – Stimmungslage bei Verbrauchern gedrückt
- Deutsche Exporte in die USA sanken im Juli erneut deutlich
- Die deutschen Haushalte konsumierten sechs Quartale in Folge mehr
- Inflationsraten in Deutschland und Eurozone leicht über 2 %
- US-Preisdruck bleibt hoch – Teuerungsrate auf 2,9 % gestiegen

ru/ Die Lage hinsichtlich der **US-Zollpolitik** hat sich nicht wesentlich verändert. Zu einer Entspannung ist es nicht gekommen, auch wenn sich die Situation rund um die in Stakkato geänderten Zollsätze und Bestimmungen etwas beruhigt hat. Die Verunsicherung jedoch bleibt hoch, zumal die zunächst verbalen Abmachungen noch immer nicht in vollständige Vertragswerke überführt wurden. Belastende Effekte für den internationalen Handel werden immer sichtbar.

Die **US-Konjunkturdaten** sind zuletzt uneinheitlich ausgefallen. Noch immer bewegen sich wichtige Stimmungsbarmometer auf Niveaus wie sie 2023 und 2024 schon zu beobachten waren. Der ISM-Index des Verarbeitenden Gewerbes ist dabei zu nennen wie auch sein Pendant des Sektors, das immerhin wieder über die Wachstumsschwelle gestiegen ist. Schwach zeigt sich derweil das Verbrauchervertrauen und die Indikationen zur **Arbeitsmarktlage** gaben jüngst nach. Das zweite Halbjahr wird geprägt sein von einer Wachstumsabkühlung. Auch in

China bleibt die Verbraucherstimmung gedrückt und Unternehmensumfragen erholen sich ebenfalls nicht nachhaltig. Die Exporte in die EU legen zu, während der Export in die USA sinkt. Derweil liegt die chinesische Teuerung auf einem niedrigen Niveau und lässt Spekulationen keimen, wonach ein erneuter konjunktureller Stimulus beschlossen werden könnte.



sa/ Die **deutsche Wirtschaft** schrumpfte im zweiten Quartal um 0,3 %. Dies lag vor allem an den rückläufigen Exporten aufgrund der US-Handelspolitik und einer geringen Investitionstätigkeit. Mit Blick nach vorne erwarten wir jedoch einen konjunkturellen Aufschwung. In den kommenden Wochen stehen wichtige Sitzungswochen im Bundestag an. Am 23. September sollen der Bundeshaushalt für 2026 sowie der mittel-

fristige Finanzplan bis 2029 vorgestellt werden. Daraus wird hervorgehen, wofür die zusätzlichen Finanzmittel, die durch die Fiskalpakete geschaffen wurden, eingesetzt werden. Unsere Deutschlandprognose für 2025 haben wir jüngst leicht angehoben und erwarten nun ein BIP-Wachstum von 0,3 % (zuvor: 0,0 %). Für 2026 gehen wir weiterhin von einem konjunkturellen Aufschwung aus und prognostizieren ein **Wirtschaftswachstum von 1,5 %**.

Die **privaten Konsumausgaben** sind im zweiten Vierteljahr um 0,1 % gegenüber den drei Monaten zuvor gestiegen. Das war das sechste Quartal in Folge, in dem die Haushalte ihren Konsum erhöht haben. Zudem ist die Sparquote inzwischen auf ein durchschnittliches Niveau zurückgekehrt. Die Verbraucher dürften also den Inflationsschock der letzten Jahre verdaut haben. Wir erwarten auch zukünftig mehr private Konsumausgaben und sehen diese Entwicklung als den Haupttreiber des kommenden Aufschwungs.

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

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

Die **Konsumausgaben des Staates** nahmen im zweiten Quartal um 0,8 % zu. Zukünftig dürften diese weiterhin kräftig steigen. Mit den Fiskalpaketen hat sich die deutsche Regierung den finanziellen Spielraum für mehr Ausga-

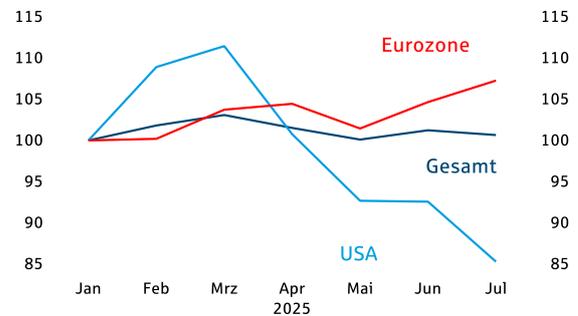
ben geschaffen. In einer Analyse der Bundesbank im Monatsbericht August wird allerdings vermutet, dass die zusätzlichen Spielräume voraussichtlich weniger für Investitionen genutzt werden als erhofft und stattdessen mehr für konsumtive Ausgaben verwendet werden – Stichwort „Verschiebebahnhof“. Der Staatskonsum dürfte dann stärker wachsen als die öffentlichen Investitionen.

Die Bruttoanlageinvestitionen sanken im vergangenen Vierteljahr um 1,4 %. Am stärksten schrumpften die **Bauinvestitionen** mit -2,1 %. Die **Ausrüstungsinvestitionen** nahmen mit -1,9 % ähnlich stark ab. Die Ausrüstungsinvestitionen dürften jedoch im dritten Quartal einen spürbaren Impuls bekommen, da sich im Rahmen des Investitions-Sofortprogramms die Abschreibungskonditionen verbessert haben.

Die deutschen **Exporte** in die USA sanken im Juli nach bereits starken Rückgängen in den Vormonaten erneut deutlich (-7,9 % gg. Vm.). Damit lagen sie rund 15 % unter dem Niveau zu Jahresbeginn. Der Rückgang der Ausfuhren insgesamt fiel dagegen mit -0,6 % milde aus, da die Exporte in die EU-Mitgliedstaaten mit einem Plus von 2,5 % im Vormonatsvergleich kräftig zulegten. Inzwischen liegen erste schriftliche Details zum Handels-„Deal“ zwischen der EU und USA vor und nun liegt es an der EU, diese umzusetzen. So können die Automobilzölle auf 15 % gesenkt werden.

Deutsche US-Exporte nehmen weiter ab

Deutsche Exporte, Index: Januar 2025 = 100



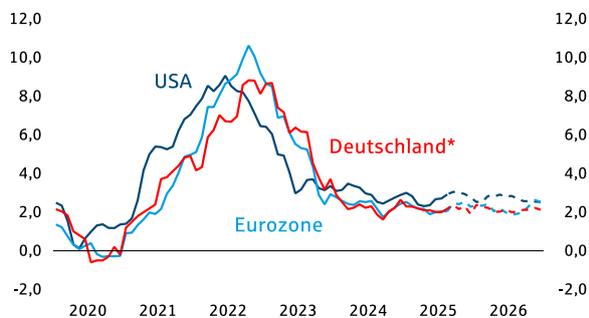
Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

In der **Eurozone** dominierten zuletzt vor allem die Nachrichten zur französischen Politik. Nach dem gescheiterten Vertrauensvotum ernannte Präsident Macron den bisherigen Verteidigungsminister Lecornu zum neuen Premierminister.

In Folge der Regierungskrise stufte Fitch die Kreditwürdigkeit Frankreichs herab¹. Besser läuft es in Spanien. Nachdem die Wirtschaft auf der iberischen Halbinsel seit einigen Jahren mit Wachstumsraten glänzt, die regelmäßig die Erwartungen übertreffen, hat S&P jüngst das Rating angehoben.

Erhöhte Teuerungsrate in den USA

Verbraucherpreise, % gg. Vj.



*nationale Berechnungsweise

Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Die **deutsche Inflationsrate** erhöhte sich im August leicht auf 2,2 %. Die Verbraucherpreise stiegen im Vormonatsvergleich um 0,1 %. Auch in der Eurozone verteuerten sich die Preise um 0,1 %. Hier verblieb die Preissteigerungsrate jedoch auf dem Niveau vom Juli (2,0 %). Die Kernrate verharrte ebenfalls auf dem Vormonatswert (2,3 %). Die Eurozonen-Inflation wird voraussichtlich für den Rest des Jahres auf über 2 % steigen, da die im letzten Herbst stark rückläufigen

Energiepreise nun im Vorjahresvergleich weniger ins Gewicht fallen werden. Für den Jahresdurchschnitt 2025 erwarten wir eine Teuerungsrate von 2,2 %.

Auch mit den Augustzahlen zu den **US-Verbraucherpreisen** bleibt die Frage unbeantwortet, ob die Zollpolitik zu einem Inflationsschub führen wird. Indikationen wie die Preisabsichten und die Indizes zu den Absatzpreisen der Unternehmen weisen nach oben, die jüngste monatliche Preisdynamik aber zeigte dies nicht in besonderem Maße. Trotzdem ist die Teuerungsrate auf fast 3 % gestiegen und die Kerninflation lag unverändert bei 3,1 % – Niveau, die etwa den Jahresdurchschnitt in diesem und im kommenden Jahr repräsentieren.

Verbraucherpreise, % gg. Vorjahr	2022	2023	2024	2025p	2026p
Deutschland*	6,9	5,9	2,2	2,1	2,1
Eurozone	8,4	5,4	2,4	2,2	2,2
USA	8,0	4,1	3,0	3,3	3,0

p=Prognose, *nationale Abgrenzung

Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

¹ Zum Regierungswechsel und dem Schuldendilemma in Frankreich siehe auch [Wochenausblick vom 12.09.2025](#)

Geldpolitik: Fed lockert – EZB hält Stellung



- Neue EZB-Projektionen deuten auf Fortsetzung des geldpolitischen Seitwärtskurses hin
- Wahrscheinlichkeit für eine Zinssenkung im Euroraum ist weiter gesunken
- Gegen zusätzliche Lockerungen spricht vor allem die expansivere Fiskalpolitik
- US-Notenbank hat die Leitzinsen erwartungsgemäß um 25 Basispunkte gesenkt
- Höhere Risiken am US-Arbeitsmarkt bei weiterhin hoher Unsicherheit über Inflationsentwicklung
- FOMC-Mitglieder halten bis Ende 2026 im Median drei weitere Zinssenkungen für angemessen

uk/ Wie erwartet hat die **EZB** im September den Leitzins nicht gesenkt. Noch vor wenigen Wochen hatten viele Anleger auf eine Lockerung gewettet. Die volkswirtschaftlichen **Projektionen** der EZB wurden moderat angepasst. So wurde die Wachstumsprognose für 2026 gesenkt, während die **Inflationsprognosen leicht erhöht** wurden. Per Saldo reichte dies nicht für neue Zinssenkungsfantasien aus.

Die „Tauben“, wie der französische Notenbankpräsident, werden allerdings – aus nachvollziehbaren Gründen – nicht müde, die **Tür für Zinssenkungen** offen zu halten. Die Mehrheit im Rat möchte jedoch die derzeitige **Beobachterposition** nicht ohne Not aufgeben, auch weil das Inflationsumfeld weniger entspannt ist als in den Inflationsprojektionen der EZB dargestellt.

Andere Themen, mit denen sich die EZB beschäftigt, sind mögliche Gefahren, die von einer von **Trump** kontrollierten US-Notenbank ausgehen könnten. Vor allem eine damit drohende **Dollar-Schwäche** könnte nicht nur die Konjunktur in Europa belasten, sondern das gesamte globale Finanzgefüge durcheinanderwirbeln. Ein weiteres „Dauerthema“ dürfte die politische und fiskalische **Instabilität Frankreichs** sein. Diese beiden Themen vermischen sich zur allgemeinen Sorge vor steigenden **Risikoauflagen** an den globalen Anleihemärkten.

Zinssenkungsfantasie nimmt ab

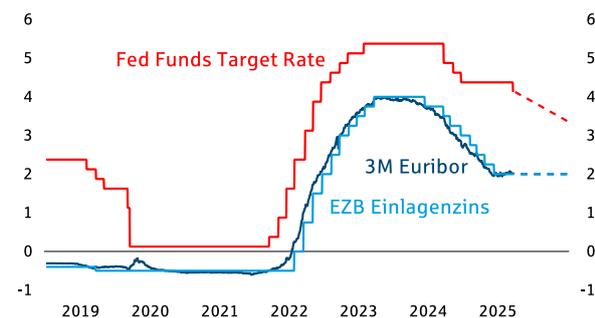
% bzw. % gg. Vj.



Quelle: LSEG, Helaba Research & Advisory

Fed und EZB: Fed zieht nach

%



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

gigkeit der Fed entscheidet sich wohl mit dem Verhalten von Jerome Powell, wenn seine Zeit als FOMC-Vorsitzender im Mai endet. Würde auch er das Board frühzeitig verlassen, hätte Trump die Möglichkeit, dort einen weiteren Gefolgsmann zu installieren.

ru/ Die US-Notenbank hat das Leitzinsband um 25 Basispunkte auf **4,00% bis 4,25 %** gesenkt und stellt mit der Verschiebung des „dot plot“ weitere Lockerungen in Aussicht. Das **Wachstum** habe sich verlangsamt und die Risiken am **Arbeitsmarkt** haben zugenommen. Das im **Median** bis zum Jahresende als angemessen angesehen Zinsniveau für 2025 und 2026 liegt tiefer als bisher bei 3,63 % bzw. 3,38 %. Wir rechnen weiterhin mit weiteren Reduktionen der Leitzinsen um insgesamt 75 Basispunkte bis Mitte 2026.

Mit der Berufung des Trump-Vertrauten Stephen Miran ins Board of Governors der Fed steigt die **Einflussnahme** des Weißen Hauses auf die US-Geldpolitik. Ohnehin ist der **politische Druck** auf einzelne FOMC-Mitglieder enorm hoch und die Frage nach der Unabhängigkeit

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

* 17.09.2025

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Staatsanleihen: Anleger bleiben vorsichtig



- Infolge der abflauende Zinssenkungsfantasie gibt es wenig Renditespielraum im Euroraum
- Aussicht auf eine Konjunkturbelebung im kommenden Jahr belastet Bundesanleihen
- Hohe Staatsverschuldung und politisches Chaos verunsichern die Anleger weltweit
- Vermutlich noch folgende Zinssenkungen der Fed sind weitgehend eingepreist
- Infolge der Fed-Änderungen wurde auch der Renditepfad für US-Treasuries adjustiert
- 10-jährige US-Treasuries zum Jahresende bei 4,3 % (vorher: 4,5 %), Bundesanleihen bei 2,8 %

uk/ Im Vorfeld der Zinssenkung der Fed hatten sich die Anleger am US-Anleihemarkt bereits positioniert. Die Rendite 10-jähriger US-Treasuries markierte mit rund 4,0 % ein neues Jahrestief. Ob dies jedoch nachhaltig ist, darf bezweifelt werden. Gegen eine spürbare Abflachung der Zinskurve sprechen vor allem die kritische **Verschuldungssituation**, aber auch die immer noch bestehenden Risiken von der **Inflationsfront**. Wenn US-Präsident Trump letztlich keine Kontrolle über die Fed übernimmt – was angesichts der daraus resultierenden Risiken wahrscheinlich ist – dürfte der **Zinssenkungspfad** moderat ausfallen. Dies ist an den Märkten bereits weitgehend **eingepreist**.

Die Anleihemärkte im Euroraum konnten die jüngsten positiven Vorgaben vom US-Rentenmarkt gut gebrauchen. Die **Zinssenkungsfantasie** im Euroraum **nahm zuletzt weiter ab**. Die Rendite 2-jähriger Bundesanleihen kletterte erstmals seit April wieder über die Marke von 2,0 %. Die Rendite 10-jähriger Bunds verharrte über 2,6 %. Das Geschehen wurde durch die **Regierungskrise in Frankreich** und zeitweise sehr hohe Risikoauflagen für französische Papiere überlagert. Inzwischen hat sich die Situation aber wieder etwas beruhigt.

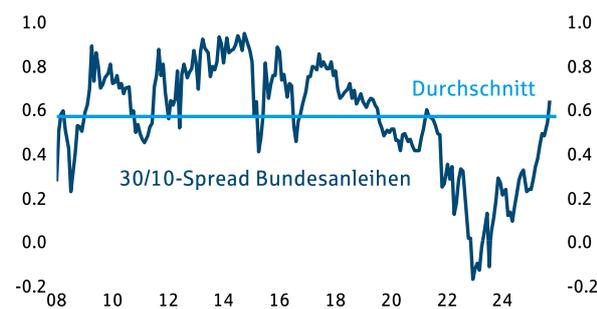
Renditen: tendenziell leicht aufwärts gerichtet



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Zinskurve normalisiert sich bei langen Laufzeiten

Prozentpunkte



Quellen: LSEG, Helaba Research & Advisory

Die Unsicherheit über die **Unabhängigkeit** der Fed und der **Frankreich-Schock** führen bei den Anlegern zu der Frage nach angemessenen **Risikoauflagen**. Das Thema Staatsverschuldung betrifft viele Länder, was sich im jüngsten Anstieg der Renditen bei ultralangen Laufzeiten widerspiegelt. So ist der **Spread zwischen 30- und 10-jährigen Bundesanleihen** seit Ende letzten Jahres von 20 auf zuletzt über 60 Basispunkte gestiegen. Dies entsprach allerdings in etwa dem Durchschnittswert seit der Finanzkrise. In der Spitze lag der Spread in diesem Zeitraum sogar bei rund 100 Basispunkten.

Insgesamt ist weder mit einem deutlichen Renditeanstieg noch mit einem spürbaren Renditerückgang zu rechnen, auch weil die Notenbanken den **neutralen Bereich** ansteuern. Bei verbesserten Konjunkturaussichten 2026 dürfte die Rendite 10-jähriger Bunds zu Jahresende bei rund **2,8 %** liegen. Das US-Pendant wird vermutlich bei etwa **4,3 %** (zuvor 4,5 %) notieren.

%	aktuell*	Q3/25	Q4/25	Q1/26	Q2/26
10j. Bundesanl.	2,68	2,70	2,80	2,80	2,80
10j. US-Treasuries	4,09	4,20	4,30	4,30	4,30

* 17.09.2025

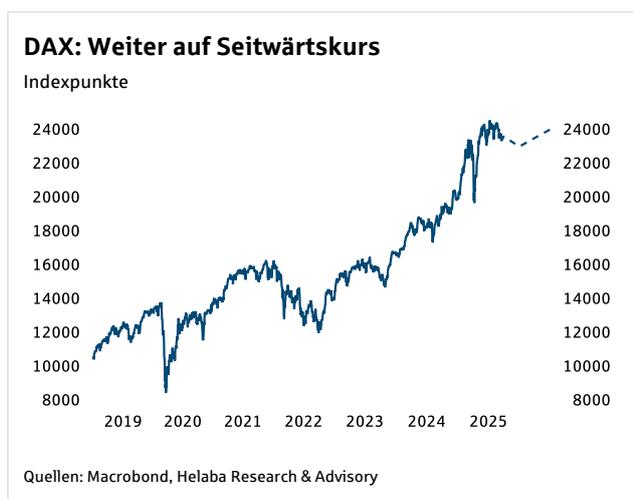
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Aktien: Kurzfristig kaum Potenzial



- Euro-Aktien zeigten zuletzt Ermüdungserscheinungen, während andere Indizes zulegten
- Konjunkturstimung hellt sich nur sehr mühsam auf
- Negativer Gewinnrevisionstrend beim DAX gebrochen, S&P 500 überwiegend positiv
- Anlegerstimmung hierzulande eher verhalten, in den USA optimistisch
- S&P 500 weiterhin sehr teuer, DAX und EURO STOXX 50 ebenfalls außerhalb des fairen Bereichs
- Saisonal schwierigste Phase für Aktien ist bald überwunden

mr/ Gerade hierzulande scheint in den letzten Monaten Aktien etwas die Puste auszugehen. Der **DAX** bewegt sich seit Mai mehr oder weniger **seitwärts**. Wer der alten Börsenregel „Sell in may and go away“ gefolgt ist, hätte also in diesem Jahr zumindest bei deutschen Blue Chips nichts verpasst. Dagegen konnte die Konkurrenz aus **Asien** und den **USA weiter zulegen** und den Abstand zum deutschen Börsenbarometer verkürzen. Bei den meisten Indizes wird inzwischen allerdings die hohe Bewertung zu einem Bremsklotz für die weitere Kursentwicklung.



In den USA werden die **Gewinnschätzungen** für die kommenden zwölf Monate allerdings bereits nach oben revidiert. Zudem wird die **US-Notenbank** die Leitzinsen wohl weiter **reduzieren**, was Aktien zumindest unterstützen dürfte. Hierzulande haben die Leitzinsen zwar schon ihren Tiefpunkt erreicht. Aber auch hier zeichnet sich nach einer längeren Stagnationsphase eine allmähliche **Besserung bei den Unternehmensgewinnen** ab, was sich u.a. am Anstieg der ifo Geschäftserwartungen ablesen lässt.

Da Aktien schon **viel Positives vorweggenommen** haben, wird dies vermutlich nicht ausreichen, um in den kommenden Monaten einen Jahresendspurt hinzulegen. Durch steigende Unternehmensgewinne

kann allerdings die hohe Bewertung abgebaut werden. Dies eröffnet mittel- bis längerfristig Raum für gewinngetriebene Kursanstiege. Wir haben daher unsere **Prognosen** für Aktien **nach oben angepasst**. Den DAX erwarten wir zum Jahresende 2025 nun bei 23.000 Punkten.

Indexpunkte	aktuell*	Q3/25	Q4/25	Q1/26	Q2/26
DAX	23.359	23.600	23.000	23.500	24.000
Euro Stoxx 50	5.370	5.300	5.200	5.280	5.360
S&P 500	6.600	6.300	6.150	6.240	6.330

* 17.09.2025

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Der Übergang von einem bewertungs- zu einem gewinngetriebenen Kursanstieg kann sich allerdings bis in die erste Hälfte des kommenden Jahres hinziehen und auch

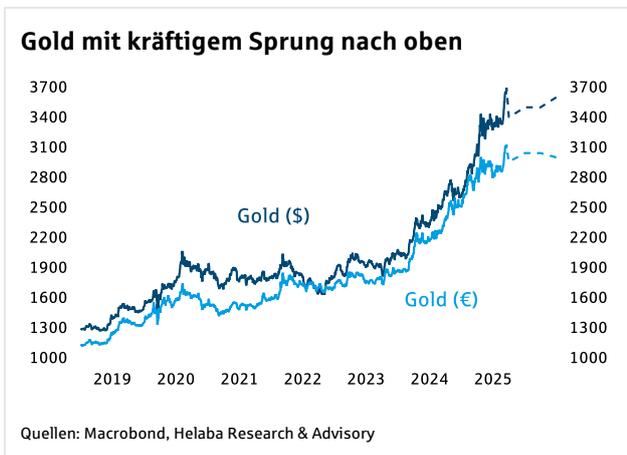


immer wieder mit zwischenzeitlichen Rücksetzern verbunden sein. Mittelfristig dürften Aktien jedoch als **„real asset“** bei Anlegern gefragt bleiben. Schließlich können gerade international agierende Unternehmen etwa durch Standortverlagerungen am flexibelsten auf **geopolitische Herausforderungen** reagieren. Während des Zollstreits mit den USA haben sie ihre Resilienz bereits unter Beweis gestellt: Kursrücksetzer wurden rasch wieder aufgeholt. Indessen droht bei gängigen Anlagealternativen wie Staatsanleihen angesichts weltweit steigender Verschuldung der **Nimbus als „safe haven“** verloren zu gehen. Nach den zweistelligen Kurszuwächsen der letzten Jahre ist das Potenzial bei Aktien zwar überschaubar geworden, als strategisches Investment bleiben sie allerdings erste Wahl.

Gold: Sommerpause beendet, nun wieder im Rekordmodus



- Gold dank Zinsfantasie mit neuem Rekordwert sowohl in Dollar- als auch in Eurorechnung
- Unterstützung für das Edelmetall von steigender globaler Staatsverschuldung
- Unsicherheit um Unabhängigkeit der US-Geldpolitik ebenfalls positiv für Gold
- Abseits von Krisen dürfte die Dynamik nachlassen und Gold eine Atempause nehmen



höht hat. Auf Monatssicht legte das Edelmetall fast **10 % in Dollar-**, sowie **8 % in Eurorechnung** zu, mit einem neuen Allzeithoch von **3.134 Euro je Feinunze**.

Wenig wahrscheinlich ist, dass Gold dieses Rekordtempo abseits von Krisen durchhält. Insofern sollte eine Atempause in den kommenden Wochen nicht überraschen, auch wenn die Rekordjagd damit noch nicht beendet ist.

cw/ Gold hat seine **Rekordjagd** wieder eindrucksvoll aufgenommen. Schwankte das Edelmetall im August noch um 3.350 US-Dollar je Feinunze, ging es seit Monatsbeginn **rasch und kontinuierlich aufwärts** bis zum jüngsten Rekordwert von knapp 3.700 US-Dollar je Feinunze. Vordergründig sind es die erwarteten **US-Zinssenkungen**, die für das aktuelle Hoch verantwortlich waren. Daneben sorgen die bekannten Einflussfaktoren für Auftrieb: der Anstieg der **globalen Staatsverschuldung**, was den Rentenmarkt – siehe Frankreich – in Mitleidenschaft zieht, die zunehmende **Politisierung der Geldpolitik** in den USA und eine **chinesische Notenbank**, die im August ihre **Goldbestände** erneut er-

Preis / Feinunze	aktuell*	Q3/25	Q4/25	Q1/26	Q2/26
Gold in Euro	3.098	2.957	3.043	3.043	3.000
Gold in US-Dollar	3.660	3.400	3.500	3.500	3.600

* 17.09.2025

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Rohöl: OPEC+ kämpft um Marktanteile und erhöht Produktion erneut



- OPEC+ setzt Politik der Produktionsausweitung fort - Marktanteilsicherung im Fokus
- Schwache Industriedynamik in den USA und in Europa lastet auf der Ölnachfrage
- China importiert wieder mehr Rohöl – anhaltender Reserveaufbau in den USA
- Keine Entspannung im Krieg gegen die Ukraine – weiterhin Risiko zusätzlicher Sanktionen



zu einem Preisverfall kommt. Zudem drohen neue **Sanktionen** gegen die russische Ölindustrie. Per saldo haben wir unseren Prognosepfad gesenkt.

ru/ Die seit Monaten dominierende **Politik der OPEC+**, die Produktionskürzungen der letzten Jahre zurückzunehmen, setzt sich fort. Zu Beginn des Monats wurde beschlossen, die Produktion im Oktober um rund 140 Tsd. Barrel/Tag auszuweiten. Die Erdölexporture verfolgen damit spätestens seit Mitte des Jahres die Strategie, **Marktanteile zu sichern**, anstatt wie bisher das Preisniveau. Vor allem der starke Anstieg der US-Produktion seit Mitte des letzten Jahrzehnts hat die OPEC+ Marktanteile gekostet. Die in diesem Jahr gesunkenen Ölpreise führen in den USA inzwischen zu einer **Anpassung der Produktion** nach unten. Der Break-even für die Erschließung neuer Bohrlöcher liegt nur knapp unter dem aktuellen Preis. Derweil stocken die USA ihre **strategische Reserve** wieder auf und auch **China** hat zuletzt mehr Öl importiert, sodass es nicht

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

* 17.09.2025

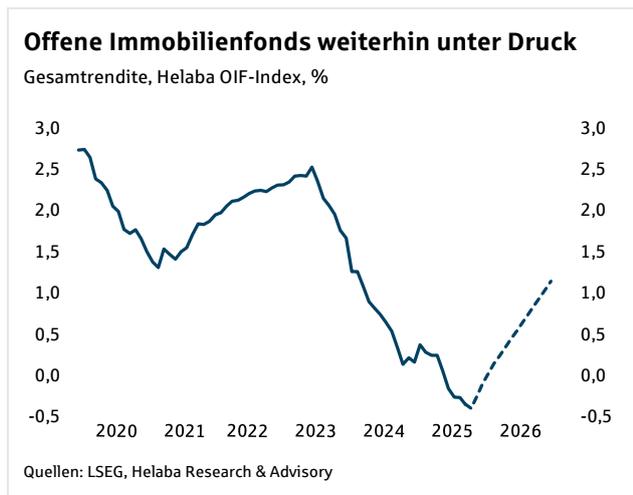
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Immobilien: Vergabe von Wohnimmobilienkrediten nimmt zu



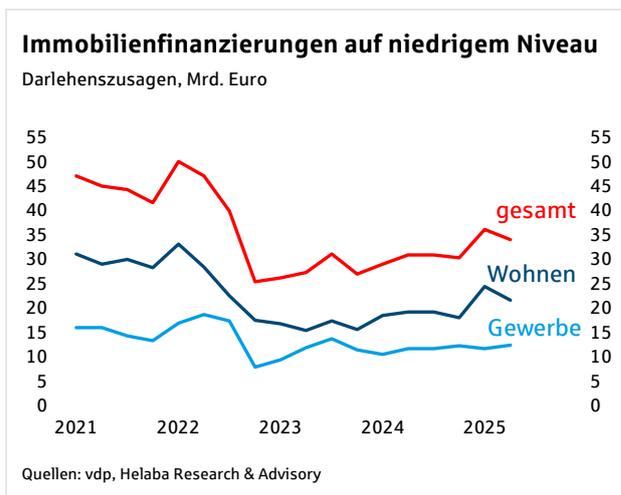
- Durchschnittliche Jahresperformance offener Immobilienfonds zuletzt bei -0,4 %
- Ausmaß und Dauer der Abwertungen übertreffen Erwartungen – Renditeprognose gesenkt
- Nettomittelabflüsse offener Fonds halten an und stiegen im Juli auf 889 Mio. Euro
- Gewerbeimmobilienfinanzierung ausgehend von niedrigem Niveau leicht belebt
- Neugeschäft von Wohnimmobilienfinanzierung nimmt deutlich zu
- Investoren und Haushalte gewöhnen sich zunehmend an höheres Zinsniveau

pr/ Die Performance **offener Immobilienfonds**, gemessen am „Helaba OIF-Index“, lag zuletzt bei -0,4 % und verzeichnete damit einen leichten Rückgang im Vergleich zum Vormonat. Der Index bildet die durchschnittliche Wertentwicklung von neun großen offenen Immobilienpublikumsfonds ab. Trotz des starken Zinsanstiegs im Sommer 2022 und der schwachen Konjunktur in Deutschland konnten einige Fonds ihre Performance stabil halten. Andere hingegen mussten Abwertungen hinnehmen. Da Ausmaß und Dauer der Abwertungen unsere Erwartungen übertroffen haben und weiterhin Abwertungsrisiken bestehen, wurde die **Renditeprognose nach unten korrigiert**. Für 2026 rechnen wir jedoch nach wie vor mit einer leichten Erholung durch das Auslaufen der negativen Bewertungsanpassungen.



Die angespannte Lage am Fondsmarkt spiegelt sich auch in den **Mittelabflüssen** wider, welche im Juni mit 889 Millionen Euro einen neuen Höchststand erreichten. Ein Auslöser war die starke Abwertung eines offenen Immobilienfonds im Juni des Vorjahres. Diese dürfte zu vermehrten Verkäufen von Anteilsscheinen geführt haben, deren Auswirkungen aufgrund der einjährigen Kündigungsfrist nun zeitverzögert sichtbar werden. Trotzdem sollten die Fonds weiterhin über ausreichend Liquidität verfügen, um künftige Abflüsse zu bedienen.

Für **Gewerbeimmobilien**, die einen wichtigen Bestandteil in den Portfolios der offenen Immobilienfonds ausmachen, zeigen die aktuellen Darlehenszusagen laut Verband deutscher Pfandbriefbanken (vdp) eine **leichte Belebung im Finanzierungsgeschäft**. Im ersten Halbjahr 2025 summieren sich die Darlehen für Gewerbeimmobilien auf 24,1 Mrd. Euro, was einen Zuwachs von 8,6 % gegenüber dem Vorjahreshalbjahr entspricht. Jedoch liegt das Transaktionsvolumen weiterhin deutlich unter dem Niveau während der Niedrigzinsphase. Besonders deutlich fiel der Anstieg bei Einzelhandelsimmobilien (13,6 %) aus, während Büroimmobilien (1,7 %) nur leicht zulegen.



Dagegen verzeichnete die **Wohnimmobilienfinanzierung** im ersten Halbjahr 2025 ein kräftiges Wachstum. Mit einem Volumen von 46 Mrd. Euro stieg die Vergabe von Darlehen gegenüber dem Vorjahreszeitraum um 22 %.

% 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

Besonders stark stieg die Nachfrage nach Finanzierungen für Mehrfamilienhäuser (30,3 %). Die Zahlen spiegeln eine anhaltend hohe Wohnraumnachfrage wider und zeigen, dass sich Haushalte und Investoren auf das höhere Zinsniveau eingestellt haben.

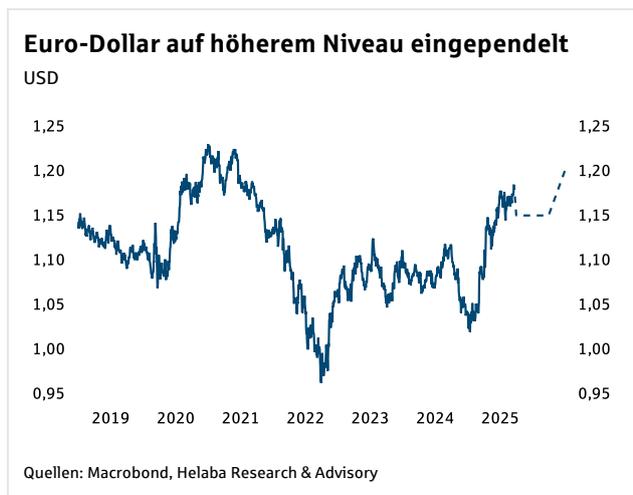
Devisen: US-Dollar bleibt unter Druck



- US-Dollar bleibt in schwierigem Fahrwasser, Trump-Unsicherheit dauert an
- Zinssenkungen der Fed bzw. schrumpfender US-Zinsvorteil belasten Greenback auch fundamental
- Euro-Dollar-Kurs hat einiges vorweggenommen, deutlicher Anstieg erst 2026
- Britisches Pfund besitzt trotz vorsichtiger Bank of England nur begrenztes Aufwertungspotenzial
- Schweizer Franken trotz manchem Gegenwind und wird allenfalls leicht nachgeben
- Japanischer Yen kommt nicht vom Fleck, könnte mittelfristig jedoch spürbar gewinnen

ca/ Der **US-Dollar** hat zwar seinen Abwärtstrend zunächst einmal gestoppt, von einer nennenswerten Erholung kann aber nicht die Rede sein. Der Greenback bleibt der große Verlierer 2025. Die Dollar-Schwäche war dabei weniger in den makroökonomischen Entwicklungen, sondern mehr in den politischen Unsicherheiten begründet. Die Trump-Regierung irritiert insbesondere mit ihrer Zollpolitik, den Angriffen auf Justiz, Medien, Behörden und Wissenschaft, den steigenden Haushaltsdefiziten sowie ihrer Außenpolitik. Die wichtigsten Faktoren – die Strafzölle und das Fiskalpaket – scheinen fürs Erste geklärt zu sein, wobei Trumps Zollpolitik immer für Überraschungen gut ist. Die Risikoprämie, die seitdem auf dem Dollar lastet, ist recht stabil. Für ein schnelles Verschwinden spricht wenig. Trumps Angriffe auf die US-Notenbank könnten sogar die Risikoprämie erhöhen.

Die **US-Wirtschaft schlug sich** trotz des Trump-Chaos bislang **ordentlich**. Auch die jüngeren Konjunkturdaten fielen trotz ein paar Schwächesignalen insgesamt solide aus. Da allerdings die Inflation nach den Zollerhebungen noch nicht wie befürchtet gestiegen ist, sieht die US-Notenbank Spielraum für Lockerungen und hat die Zinssenkungen wieder aufgenommen. Als Einknicken vor Trump ist dies nicht unbedingt zu werten. Denn manche Daten insbesondere vom Arbeitsmarkt rechtfertigen die Lockerung. Zu beachten ist jedoch auch, wie es angesichts des Drucks von Präsident Trump personell bei der Fed weitergeht und ob künftige Zinsentscheide fundamental nachvollziehbar sein werden. Von dieser Seite bestehen also weitere – politische – Abwertungsrisiken für den US-Dollar.



Die früheren Zinssenkungen der Fed sind grundsätzlich negativ für den Dollar. Zuletzt sank der US-Renditevorteil gegenüber dem Euro, d.h. die Lockerungen werden eingepreist. Zudem hat die EZB ihre Zinssenkungen vermutlich beendet, obwohl die Konjunkturdaten aus Europa noch nicht die Hoffnung auf kräftigeres Wachstum untermauern. In der Erwartung einer **stabilen Risikoprämie und eines nachlassendes US-Zinsvorteils** sollte der Euro-Dollar-Kurs also zulegen.

Ganz so schnell wird es mit dem Euro-Anstieg aber wohl nicht gehen. Zum einen sind die Fed-Senkungen schon teilweise vorweggenommen. Zum anderen gibt es auch in Europa Probleme, u.a. die politische Situation in Frankreich. Außerdem sind die Anleger bereits

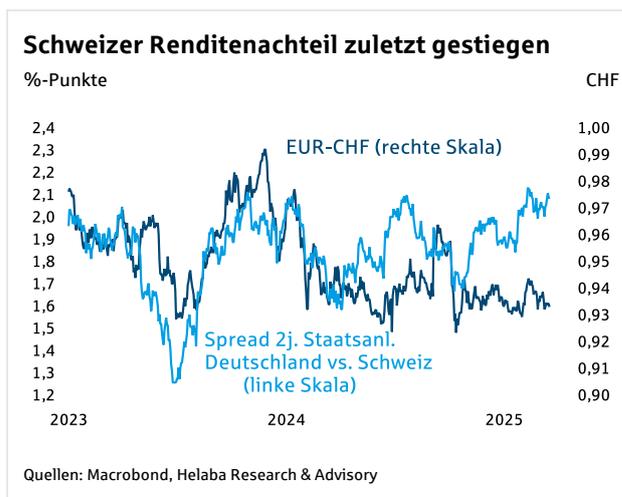
klar gegen den Dollar positioniert, was das Abwertungspotenzial kurzfristig begrenzt. In den kommenden Monaten wird der Euro-Dollar-Kurs wohl um 1,15 notieren. Mit **Kursen um 1,20 rechnen wir eher für 2026**, wenn zudem angesichts einer sich aufhellenden Konjunktur in der Eurozone der US-Wachstumsvorteil erheblich schrumpfen dürfte.

Das **Britische Pfund** konnte gegenüber Euro und US-Dollar zuletzt nicht zulegen. Dabei bot das makroökonomische Umfeld etwas Rückenwind. Allerdings leidet die britische Währung in Phasen global steigender Renditen. Angesichts der Verschuldungssituation gaben langfristige Staatsanleihen zeitweise nach. Großbritannien ist da stets anfällig, da die Regierung nach wie vor Haushaltslöcher stopfen muss. Dieser Unsicherheitsfaktor bleibt wohl zumindest bis zum Herbstbudget Ende November bestehen.

Das britische Wachstum fiel im ersten Halbjahr recht kräftig aus. Die Dynamik wird zwar im zweiten Halbjahr abflauen, dennoch bleiben die Zahlen solide. Zudem ist die Inflation mit rund 4 % erhöht. Damit ist der Spielraum für weitere geldpolitische Lockerungen zunächst eingeschränkt, die Zinssenkung im Schlussquartal gilt nicht mehr als gesichert. Spätestens 2026 dürfte die **Bank of England** jedoch ihre Lockerungen fortsetzen, da dann die Teuerung wieder nachlässt. Das Britische Pfund wird daher höchstens zeitweise zulegen. Vermutlich wird der **Euro-Pfund-Kurs auch mittelfristig um 0,86** notieren.

Der **Schweizer Franken** erweist sich im laufenden Jahr als sehr stabil. Die erhöhte Risikoneigung an den Finanzmärkten belastete die Schweizer Fluchtwährung kaum. Selbst US-Strafzölle in Höhe von 39 % auf Exporte aus der Schweiz ließen den Franken eher kalt. Dabei sollten die US-Zölle der Schweizer Konjunktur durchaus schaden. Das BIP wird 2025 nach einem kräftigen Wachstum im ersten Halbjahr insgesamt dennoch solide zulegen.

Die **Schweizer Notenbank** senkte bereits im Juni ihren Leitzins auf null. **Negativzinsen** sind zwar möglich, aber keine ausgemachte Sache. Da die EZB ihre Geldpolitik vermutlich nicht mehr lockert, wird der Schweizer Zinsnachteil in ähnlichem Ausmaß bestehen bleiben. Allerdings deuten die gegenwärtigen Renditedifferenzen auf einen höheren Euro-Franken-Kurs. Sofern nicht neue Unsicherheiten den Bedarf nach sicheren Anlagehäfen vergrößern, spricht mehr für einen höheren Euro-Franken-Kurs. Das **Anstiegspotenzial ist jedoch begrenzt**.



den, bewegen sich die **Renditedifferenzen zu Gunsten des Yen**. Auch wenn der Devisenmarkt dies zuletzt ignorierte, wird die japanische Währung spätestens mittelfristig davon profitieren, sowohl gegenüber dem US-Dollar als auch dem Euro.

Der **Japanische Yen** tut sich vergleichsweise schwer. In den ersten Phasen war der Yen noch ein Hauptprofiteur der Dollar-Schwäche. Mittlerweile zogen andere Währungen davon. Der Zollkonflikt belastet auch die japanische Wirtschaft, die Exporte in die USA sind wichtiger als in die Eurozone. Die japanische Konjunktur lief bislang nicht überzeugend. Die Bank of Japan zögert daher, ihre Zinserhöhungen fortzusetzen.

Die Inflation liegt mit gut 3 % noch recht hoch, wenngleich sie durch Sonderfaktoren etwas verzerrt ist. Dennoch spricht die Teuerung für eine restriktivere Geldpolitik. Deshalb dürfte die Bank of Japan um den Jahreswechsel ihren Leitzins erneut anheben. Da insbesondere in den USA die Zinsen aber gesenkt wer-

gg. Euro	aktuell*	Q3/25	Q4/25	Q1/26	Q2/26
US-Dollar	1,18	1,15	1,15	1,15	1,20
Jap. Yen	174	168	165	160	162
Brit. Pfund	0,87	0,86	0,85	0,85	0,86
Schw. Franken	0,93	0,94	0,94	0,95	0,95

* 17.09.2025 Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory



Prognosetabelle BIP und Inflation

	Bruttoinlandsprodukt				Verbraucherpreise			
	reale Veränderung gg. Vorjahr, %				Veränderung gg. Vorjahr, %			
	2023	2024	2025p	2026p	2023	2024	2025p	2026p
Eurozone	0,7	0,9	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	-0,8	-1,1	0,0	1,3	7,8	2,9	3,0	2,3
Schweden	0,0	1,0	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	0,4	1,1	1,3	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	1,7	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 Stand**	Helaba-Prognosen			
	31.12.2024	Vormonat*		Q3/2025	Q4/2025	Q1/2026	Q2/2026
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	-69	0	2,02	2,00	2,00	2,00	2,00
6M Euribor	-49	1	2,08	2,05	2,10	2,10	2,10
2j. Bundesanleihen	-8	3	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
5j. Bundesanleihen	13	-4	2,28	2,30	2,40	2,40	2,40
10j. Bundesanleihen	31	-8	2,68	2,70	2,80	2,80	2,80
2j. Swapsatz	-6	3	2,14	2,10	2,10	2,10	2,10
5j. Swapsatz	10	-2	2,35	2,40	2,50	2,50	2,50
10j. Swapsatz	27	-7	2,63	2,70	2,80	2,80	2,80
20j. Swapsatz	50	-9	2,87	2,90	3,00	3,00	3,00
30j. Swapsatz	69	-9	2,84	2,90	3,00	3,00	3,00
Fed Funds Target Rate	-25	-25	4,13	4,13	3,88	3,63	3,38
10j. US-Treasuries	-48	-24	4,09	4,20	4,30	4,30	4,30
Aktien	Landeswährung, %						
DAX	17,3	-3,8	23.359	23.600	23.000	23.500	24.000
Euro Stoxx 50	9,7	-1,7	5.370	5.300	5.200	5.280	5.360
Dow Jones	8,2	2,8	46.018	44.400	43.500	44.100	44.700
S&P 500	12,2	3,6	6.600	6.300	6.150	6.240	6.330
Nikkei 225	12,3	5,1	44.790	41.700	40.500	41.300	42.100
Gold und Brentöl	%						
Gold €/Unze	22,2	7,7	3.098	2.957	3.043	3.043	3.000
Gold \$/Unze	39,5	9,6	3.660	3.400	3.500	3.500	3.600
Brentöl \$/Barrel	-9,0	0,4	68	65	65	65	68
Devisen	jeweils gg. Euro, %		jeweils gg. Euro				
US-Dollar	-12,4	-1,8	1,18	1,15	1,15	1,15	1,20
Japanischer Yen	-6,3	-0,8	174	168	165	160	162
Britisches Pfund	-4,6	-0,2	0,87	0,86	0,85	0,85	0,86
Schweizer Franken	0,9	0,7	0,93	0,94	0,94	0,95	0,95

* 21.08.2025 ** 17.09.2025

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory



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

Wir sind für Sie da:

Themengebiete

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

Autoren/-innen

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

Durchwahl 069/9132-

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

Herausgeber und Redaktion

Helaba Research & Advisory

Redaktion:

Dr. Stefan Mitropoulos

Verantwortlich:

Dr. Gertrud Rosa Traud
Chefvolkswirtin/
Head of Research & Advisory

Neue Mainzer Str. 52-58
60311 Frankfurt am Main
Tel. 069/91 32-20 24
Internet: <http://www.helaba.de>

Disclaimer

Die Publikation ist mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Sie enthält jedoch lediglich unverbindliche Analysen und Prognosen zu den gegenwärtigen und zukünftigen Marktverhältnissen. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wir aber keine Gewähr übernehmen können. Sämtliche in dieser Publikation getroffenen Angaben dienen der Information. Sie dürfen nicht als Angebot oder Empfehlung für Anlageentscheidungen verstanden werden.



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