

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

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

Editorial: Rückblick auf unser Motto 2024



gt/ In wenigen Wochen erscheint unsere jährliche Publikation „Märkte und Trends 2025“ mit einem neuen Motto. Deshalb verzichte ich in diesem Editorial auf einen Ausblick. Vielmehr ist nun der richtige Zeitpunkt, um unsere Prognosen für das Jahr 2024 „Weltwirtschaft im Umschaltspiel“ zu evaluieren.

Für das Jahr 2024 folgte der Konjunktur- und Kapitalmarktausblick der Helaba dem Motto Fußball. Flexibilität und Anpassungsfähigkeit sind sowohl im Fußball als auch in der Wirtschaft von entscheidender Bedeutung. Dies gilt für die Geld- und Fiskalpolitik auf der taktischen Seite, aber ebenso für strukturelle Faktoren. Denn diese helfen, die Wirtschaft anpassungsfähig zu machen. Wie erfolgreich war das wirtschaftspolitische Umschaltspiel?

2024: Umschalten der Geldpolitik wie erwartet eingetreten

Die von uns erwarteten rückläufigen Inflationsraten machten den Spielraum für Zinssenkungen frei. Die konjunkturelle Erholung fand zwar in der Welt, aber nicht in Deutschland statt. Hierzulande war zum zweiten Mal in Folge kein Wachstum zu verzeichnen, während sich die USA wieder dynamisch zeigten. Trotz der rückläufigen Inflationsraten sprang in Deutschland auch der Konsum nicht an. Zur umfassenden Verunsicherung trug auch das mangelnde Zusammenspiel der fiskalpolitischen Akteure bei.

Vermögensklassen wie erwartet

Aktien – auch der DAX – und Gold legten noch etwas stärker zu als von uns prognostiziert. Das geldpolitische Umschalten hat wie vorausgesagt dazu geführt, dass die Trendwende bei Wohnimmobilien eingeläutet werden konnte. Auch die von uns erwartete leichte Abschwächung des US-Dollar hat sich materialisiert. Soweit der Rückblick.

Seien Sie gespannt auf unseren Ausblick und das Motto für 2025. Am 21. November ist es so weit.

Ihre

Dr. Gertrud R. Traud

Chefvolkswirtin/Managing Director

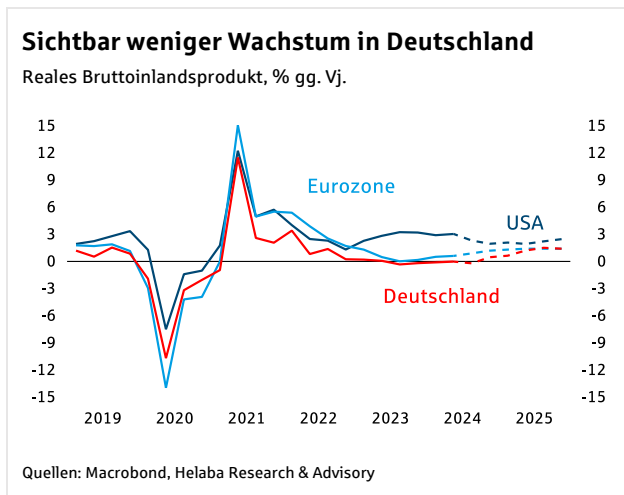
Konjunktur: Wurde das Stimmungstief in Deutschland erreicht?



- Zuletzt keine klare Richtung für die globale Konjunktur
- US-Wirtschaft überrascht im Schnitt weiterhin positiv, Wahlen im Fokus
- Debatte über Stimulusmaßnahmen in China intensiviert sich – Hoffnungen für 2025
- Konjunkturerwartungen in Deutschland verbesserten sich jüngst wieder
- Starker Rückgang der Inflationsraten in Deutschland und Eurozone (September: 1,6 % bzw. 1,8 %)
- US-Teuerungsrate sank im September nur leicht auf 2,4 %

pf/ Die globale Konjunktur hat in den vergangenen Wochen wohl weder an Fahrt aufgenommen noch verloren. Nach einer temporären Panikattacke im Sommer hat sich der Datenfluss zu den **USA** zuletzt wieder stabilisiert. Im Schnitt überraschen die Indikatoren dort positiv – im dritten Quartal könnte das (annualisierte) Wachstum erneut näher bei 3 % als bei 2 % liegen. Die Zahlen zum Arbeitsmarkt fielen ebenfalls besser als erwartet aus. Für 2025 fokussiert sich die Diskussion zunehmend auf den Ausgang der Wahlen im November und mögliche folgende Änderungen in der Handels-, Ausgaben- und Steuerpolitik.

In **China** stehen die Wachstumswahlen für das dritte Quartal erst am 18. Oktober zur Verfügung. Daher konzentriert sich die Debatte über die Konjunktur dort aktuell auf die Frage, ob die neuen Stimulusmaßnahmen der Regierung zielführend und ausreichend dimensioniert sind. Bislang deutet vieles darauf hin, dass die Dynamik in China 2025 kaum nennenswert anziehen wird.



Die zusätzlichen Instrumente der Regierung begrenzen aus unserer Sicht hauptsächlich die Abwärtsrisiken für Immobilienmarkt und Binnenkonjunktur. Die außenwirtschaftliche Flanke bleibt im Zusammenhang mit den Spannungen mit den westlichen Industrieländern ebenfalls verwundbar.

saz/ Das dritte Quartal verzeichnete bei allen deutschen Stimmungsindikatoren Verschlechterungen in jedem Monat. Im Oktober hingegen fiel sowohl der sentix- als auch der ZEW-Index der Konjunkturerwartungen besser aus. Dass die wirtschaftliche Lage Deutschlands in sechs Monaten besser sein wird als

aktuell, denkt nicht nur ein größerer Anteil der Befragten, sondern wird auch von den führenden deutschen Wirtschaftsforschungsinstituten prognostiziert. Für das kommende Jahr rechnen wir ebenfalls mit einem Aufschwung. Unsere **Prognose für das deutsche Wirtschaftswachstum 2024** liegt hingegen bei **0,0 %**.

Die mit der größten Unsicherheit behaftete BIP-Komponente war bislang der private Konsum, denn hier stand für lange Zeit die Entwicklung der Einzelhandelsumsätze ab Mai nicht zur Verfügung. Diese machen rund ein Drittel der **privaten Konsumausgaben** aus. Inzwischen wurden sie bis einschließlich August veröffentlicht. Von April bis Juni fielen die Verkaufserlöse im Einzelhandel (ohne Handel mit Kraftfahrzeugen) insgesamt um 0,3 % höher aus als im Vorquartal, während die privaten Konsumausgaben um 0,2 % zurückgegangen sind. Eine Revision der privaten Konsumausgaben im zweiten Quartal ist dementsprechend gut vorstellbar. Doch vor allem im Juli und August wurden deutliche Absatzsteigerungen im Einzelhandel erzielt. Dies könnte ein erster Indikator für den Beginn einer seit langem erwarteten Belebung der Konsumtätigkeit sein. Weiterhin gehen wir davon aus, dass von den privaten Konsumausgaben in diesem Jahr ein moderater Wachstumsbeitrag ausgehen wird, der im kommenden Jahr deutlicher ausfallen dürfte.

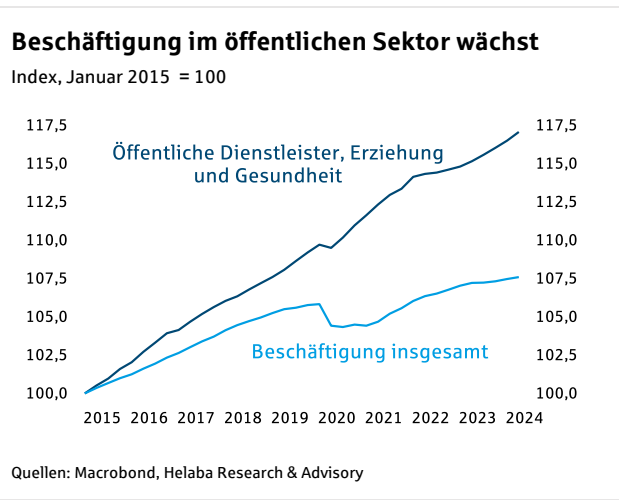
Die Konsumausgaben des Staates stiegen im ersten Halbjahr deutlich. Es ist davon auszugehen, dass der **Staatskonsum** auch in der zweiten Jahreshälfte zunehmen wird. Der Stellenaufbau im Bereich „Öffentliche

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

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

Dienstleister, Erziehung und Gesundheit“ erfolgt schon seit 2015 deutlich stärker als in allen anderen Wirtschaftsbereichen insgesamt (siehe Schaubild). Somit steigen die Personalausgaben des Staates – welche zum Staatskonsum zählen – Jahr für Jahr. Auch 2025 dürften die Konsumausgaben des Staates weiter zunehmen. Dafür spricht unter anderem, dass die geplante Erhöhung der Beitragsbemessungsgrenzen der Sozialversicherungen für 2025 stärker ausfällt als üblich.

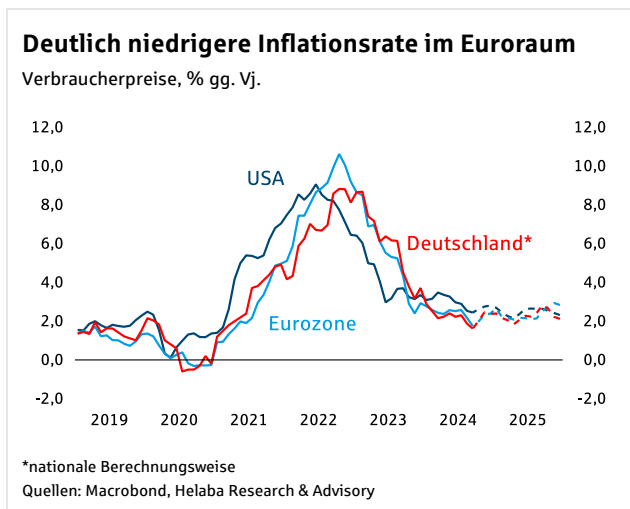
Mehr als drei Viertel des Jahres sind bereits vergangen und es zeichnet sich ab, dass die sehr schlechte Entwicklung der Investitionstätigkeit hauptverantwortlich für das enttäuschende deutsche Wirtschaftswachstum ist. Die **Ausrüstungsinvestitionen** lagen im zweiten Quartal 7,2 % unter dem Niveau des Vorjahreszeitraums. Bei den **Bauinvestitionen** sieht es mit -4,4 % kaum besser aus. Dass diese beiden BIP-Komponenten das Wirtschaftswachstum in 2024 deutlich ausbremsen werden, ist also bereits in Stein gemeißelt.



Die jüngsten Zahlen zum deutschen Außenhandel

zeigen, dass die Exporte im August um 1,3 % gegenüber Juli zunahmen, während die Importe um 3,4 % gesunken sind. Daraus resultiert ein deutlicher Anstieg des Außenhandelsbeitrags. Dies war der zweite Anstieg der Exporte in Folge – erfreuliche Nachrichten, nachdem diese von April bis Juni abnahmen. Demnach ist der deutsche Außenhandel gut in die zweite Jahreshälfte gestartet. Für das gesamte Jahr gehen wir davon aus, dass der Außenhandel auch in realer Rechnung einen positiven Wachstumsbeitrag liefern wird.

Die **Eurozone** wird 2024 mit einem Wachstum von voraussichtlich 0,8 % zum vierten Mal in Folge stärker zulegen als Deutschland. Allerdings sind in Frankreich und Italien die öffentlichen Haushalte äußerst angespannt. In beiden Länder sind deswegen zurzeit Steuererhöhungen und Ausgabensenkungen in der Planung. Dies dürfte im nächsten Jahr zu einem Belastungsfaktor werden, so dass sich bei etwas stärkerer Dynamik in Deutschland die Wachstumsraten im gemeinsamen Währungsraum annähern dürften.



Die **deutsche Inflationsrate** sank im September auf 1,6 %. Die Verbraucherpreise blieben gegenüber dem Vormonat unverändert. In der Eurozone nahmen die Verbraucherpreise gegenüber dem Vormonat sogar um 0,1 % ab. Die Preissteigerungsrate lag hier im Vorjahresvergleich mit 1,7 % deutlich niedriger als noch im August, während die Kernrate nur einen leichten Rückgang auf 2,7 % verzeichnete (August: 2,8 %). Ein Grund für den starken Rückgang der Inflationsraten war der deutlich geringere Ölpreis. Da dieser im aktuellen Monat wieder sichtbar angestiegen ist, erwarten wir sowohl für Deutschland als auch für die Eurozone u.a. hierdurch eine höhere Inflationsrate im Oktober.

Eurozone höher. Im September lag die Gesamtrate bei 2,4 % sogar leicht auf 3,3 % an. Der grundsätzliche Disinflationstrend hält aber trotz der in den letzten zwei Monaten enttäuschenden Daten an. Im Jahresschnitt 2024 rechnen wir für die USA weiterhin mit einer Teuerung von 3,0 % (Kernrate: 3,4 %). 2025 dürfte die Inflation, auch in der Kernrate, auf 2,5 % zurückgehen.

Die US-Teuerung bleibt verglichen mit der Lage in der

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

Geldpolitik: Zinssenkungen kommen – aber in welchem Tempo?



- Zum dritten Mal in diesem Jahr senkte die EZB den Einlagensatz um 25 Basispunkte
- Die Konjunktur spricht für eine EZB-Lockerung im Dezember, die Inflation wohl dagegen
- Das Zielniveau für den Einlagensatz liegt bei etwa 2,5 % – ist aber auf dem Prüfstand
- Die EZB dürfte im nächsten Jahr ausloten, ob niedrigere Werte möglich sind
- Fed lockert weiter, aber mit vermindertem Tempo – Kurs auf neutrale Geldpolitik 2025
- Schon ein weniger restriktiver US-Leitzins wird positiv auf die Konjunktur wirken

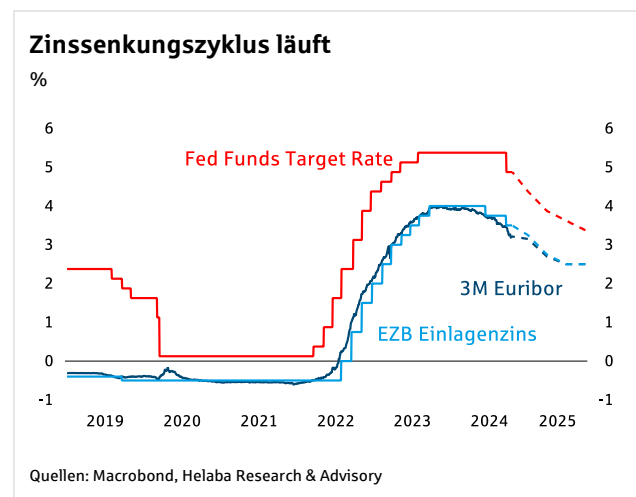
uk/ Den deutlichen Rückgang der Inflation im Euroraum auf 1,8 % im September nahm die EZB zum Anlass, ihre Geldpolitik weiter zu lockern. Der Rat senkte den Einlagensatz von 3,5 % auf 3,25 %. Allerdings ist in den kommenden Monaten mit einer gewissen **Gegenbewegung bei der Inflation** zu rechnen, was den Elan der EZB bremsen könnte.

Kritisch ist unter anderem, dass die Vorjahresrate der **Dienstleistungspreise** im Euroraum seit Monaten bei rund 4 % verharrt. Auch der jüngste Anstieg der langfristigen **Inflationserwartungen** im Zuge des Rohölpreisanstiegs dürfte von der EZB nicht außer Acht gelassen werden.

Ein **vierter Zinsschritt** in diesem Jahr ist jedoch nicht auszuschließen, zumal im ersten Quartal 2025 nur zwei Sitzungstermine des EZB-Rats anstehen. Wie schnell die EZB das Zinsniveau letztlich auf ein **neutrales Niveau** führen wird, hängt maßgeblich von der Entwicklung der **Rezessionswahrscheinlichkeit** im Euroraum ab. Diese ist derzeit zwar noch als gering einzustufen. Die EZB dürfte aber im kommenden Jahr ausloten, ob sie in eine expansive Geldpolitik wechseln muss.



pf/ In den USA ist die **Fed** mittlerweile ebenfalls auf einen Lockerungskurs eingeschwenkt und hat mit ihrem 50-Basispunkte-Schritt Mitte September bei vielen für Verwirrung gesorgt – auch, weil der Datenfluss zuletzt sowohl



2025 nicht. Daher wird die Fed den Zielkorridor für die Federal Funds Rate voraussichtlich bis auf 3,25 % bis 3,50 % senken, bevor sie in Wartestellung geht. Die US-Konjunktur wird dann aber dennoch von einem rund 200 Basispunkte niedrigeren Leitzins als in der Spitze 2024 profitieren.

von der Inflations- wie der Arbeitsmarktseite damit gar nicht in Einklang zu stehen scheint. Den Startschuss für eine weniger restriktive Geldpolitik kann man begründen. Aber wo der Druck zu einem größeren Schritt und einer neuerlichen spürbaren Änderung der Leitzinsprojektionen – der zweiten in diesem Jahr – herkam, bleibt unklar.

Da der Prozess nun gestartet ist, dürfte die Fed auch im November und Dezember „nachlegen“, diesmal aber wohl mit 25er Schritten. Da nach wie vor eine „weiche Landung“ das wahrscheinlichste Szenario für die US-Konjunktur darstellt, sollte der Lockerungsprozess in den USA aber im **neutralen Bereich** enden – ein expansives Niveau erwarten wir für den Leitzins

%	aktuell*	Q4/24	Q1/25	Q2/25	Q3/25
3M Euribor	3,21	3,15	2,70	2,50	2,50
EZB Einlagensatz	3,50	3,25	2,75	2,50	2,50
Fed Funds Rate	4,88	4,38	3,88	3,63	3,38

* 16.10.2024

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Staatsanleihen: Renditen mit wenig Spielraum nach unten

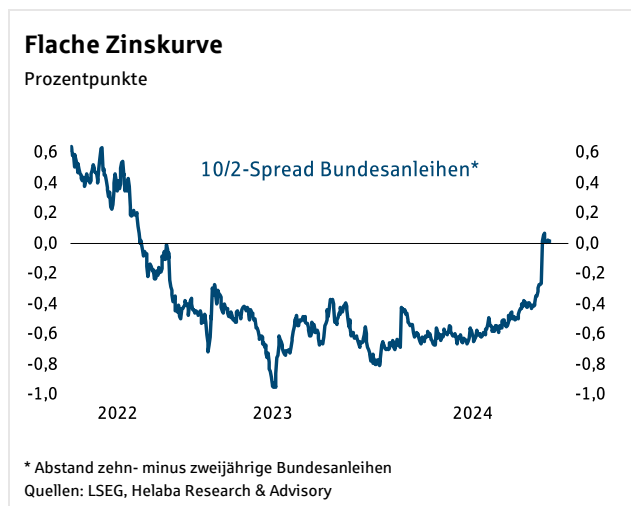


- Nach Erreichen der 2 %-Marke drehte die Bund-Rendite wieder nach oben
- Steigende Inflationserwartungen und höhere US-Renditen waren die Ursachen
- Spielraum für niedrigere Renditen wohl erst bei zunehmender Rezessionswahrscheinlichkeit
- Die Zinsstrukturkurven bei Treasuries und Bundesanleihen dürften vorerst sehr flach bleiben
- 10-jährige US-Treasuries zum Jahresende wieder unter der 4 %-Marke
- 10-jährige Bunds zum Jahresende nahe 2 % erwartet

uk/ Der in der letzten Ausgabe von Märkte & Trends geäußerte Verdacht „**Vieles ist bereits eingepreist**“ hat sich weitgehend bestätigt. Zwischenzeitlich hatten die Investoren die Terminmarktzinsen zwar deutlich nach unten

gedrückt: Schwache Konjunkturdaten in Verbindung mit rückläufiger Inflation sorgten hier für Renditen bei 10-jährigen Bundesanleihen nahe der **2 %-Marke**. Aktuell liegen sie allerdings wieder rund einen Viertelprozentpunkt höher, was vor allem auf die **negativen US-Vorgaben** zurückzuführen ist.

Dort haben die Zinssenkungserwartungen zuletzt einen deutlichen Dämpfer erhalten. Der überraschend **große Zinsschritt der Fed** scheint nach den verbesserten Arbeitsmarktdaten eher die Ausnahme als die Regel im Zinssenkungszyklus zu werden. Die 10-jährigen US-Treasuries gaben bis auf 3,6 % nach, wobei es eher zu einer Korrektur um rund einen halben Prozentpunkt kam.



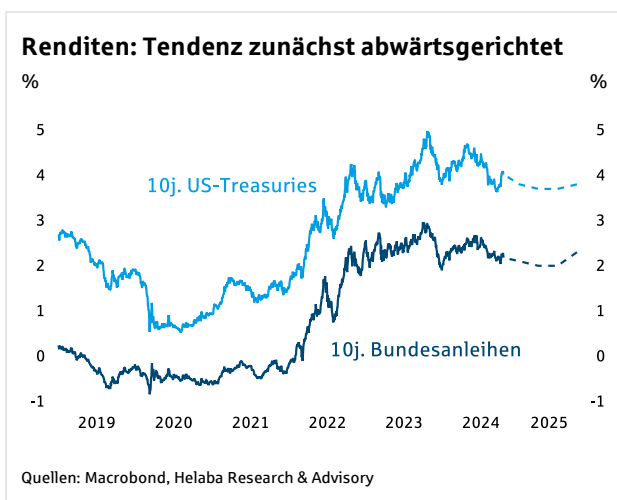
10/2-Spread (10-jährige minus 2-jährige Anleihen) liegt aber immer noch im positiven Bereich. Die Zinsstrukturkurve für **Bundesanleihen** ist noch flacher. Der 10/2-Spread liegt bei null. Vor einem Monat lag er noch bei -0,4 Prozentpunkten. Das zyklische Tief lag Mitte 2023 bei rund -1,0 Prozentpunkten.

Während die schwachen **Konjunkturindikatoren** grünes Licht für wieder tiefere Renditen geben, stehen auf der **Inflationsseite** Fragezeichen. Ausgehend vom Krieg im Nahen Osten und dem Szenario einer Verknappung des **Rohöls** ist der Preis für die Sorte Brent von rund USD 70 pro Barrel auf rund USD 80 gestiegen. Die **Inflationserwartungen** diesseits und jenseits des Atlantiks stiegen in der Folge um rund einen Viertelprozentpunkt.

Bis zum Jahresende erwarten wir die Rendite 10-jähriger US-Treasuries bei rund **3,8 %**. Die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen dürfte dann im Bereich von **2,1 %** liegen. Die letzten Wochen haben gezeigt, dass die **noch niedrigen Niveaus** nur schwer zu erreichen sind. Dazu müsste sich ein klareres Bild der Konjunkturaus-

sichten für das kommende Jahr abzeichnen: Und dieses Bild müsste sehr **pessimistisch** ausfallen. Das Inflationsthema würde dann deutlich in den Hintergrund treten und die Geldpolitik könnte spürbar gelockert werden, um die Wirtschaft im Euroraum wieder anzukurbeln.

Die **US-Zinsstrukturkurve** flachte zwar etwas ab. Der



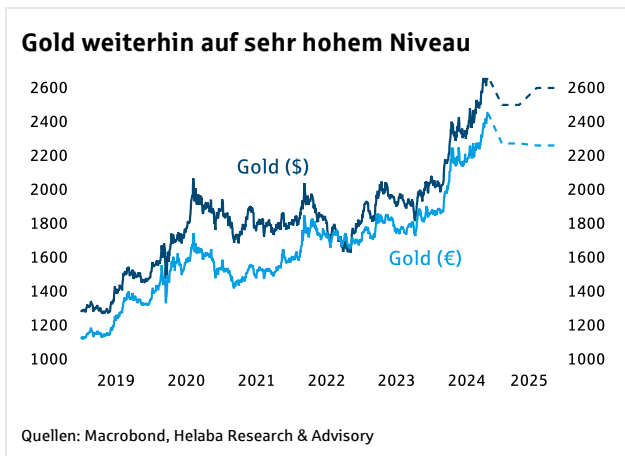
%	aktuell*	Q4/24	Q1/25	Q2/25	Q3/25
10j. Bundesanl.	2,18	2,10	2,00	2,00	2,30
10j. US-Treasuries	4,01	3,80	3,70	3,70	3,80

* 16.10.2024
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Gold: Zinspolitischer Gegenwind und geopolitischer Rückenwind



- Zinseuphorie mit leichtem Rückschlag wegen US-Inflationsnachrichten
- Rekordserie von Gold in Dollarrechnung wird dadurch zunächst ausgebremst
- Geopolitischer Risikoaufschlag auf Goldpreis bildet aber ein Gegengewicht
- Gold bleibt in Eurorechnung auf Rekordkurs



ren. Besonders deutlich zeigt sich dies in **Eurorechnung**, wo die Rekordserie weiterläuft, zuletzt mit **2.460 Euro je Feinunze**. Solange die geldpolitischen Spekulationen keine weiteren, noch stärkeren Enttäuschungen erfahren, dürfte Gold seine jetzigen hohen Niveaus gut halten können.

cw/ Die **Rekordserie** von Gold ist noch nicht beendet, auch wenn sie gerade in US-Dollarrechnung etwas erlahmt ist. Im vergangenen Monat erreichte das Edelmetall mit gut **2.683 US-Dollar je Feinunze** ein weiteres Rekordhoch, bevor Daten zur US-Lohn- und Verbraucherpreisentwicklung den eingepreisten **Zinssenkungskurs der Fed** in Frage stellten. Bis Jahresende rechnen Anleger nun mit weniger Leitzinssenkungen der US-Notenbank, was im Gegenzug den **US-Dollar** hat aufwerten lassen. Das hätte dem **Goldpreis** aber stärker zusetzen müssen, als es gegenwärtig der Fall ist. Vermutlich profitiert das Edelmetall als sicherer Hafen, aufgrund der jüngsten Zuspitzung des Konflikts zwischen Iran und Israel. Gold dürfte bis auf Weiteres von einem **geopolitischen Risikoaufschlag** profitieren

Preis / Feinunze	aktuell*	Q4/24	Q1/25	Q2/25	Q3/25
Gold in Euro	2.461	2.273	2.273	2.261	2.261
Gold in US-Dollar	2.674	2.500	2.500	2.600	2.600

* 16.10.2024

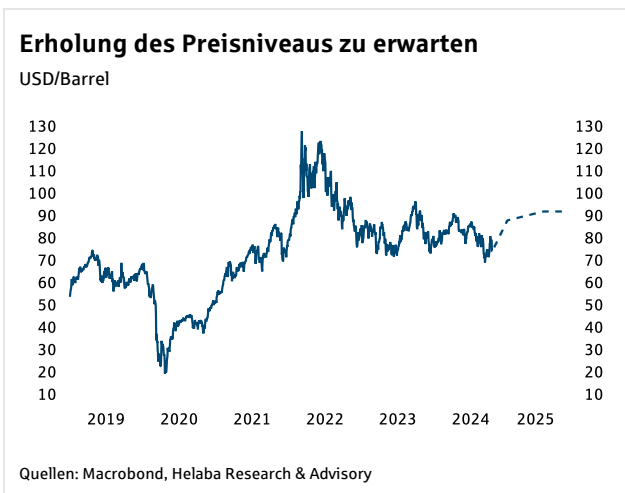
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Rohöl: Nahost-Risiko beendet Preisverfall



- Sorgen vor anhaltender militärischer Auseinandersetzung zwischen Iran und Israel dominieren
- Brent-Öl seit dem Tief im September kräftig gestiegen – Sprung über 80 USD/Fass nur kurzzeitig
- US-Wirtschaft weiterhin auf Wachstumskurs, Arbeitsmarkt und Dienstleistungsindex stark
- China beschließt Stimuluspakete für Wirtschaft, die vor allem Immobiliensektor stützen sollen

ru/ Zuletzt war es vor allem die Sorge vor einer **Eskalation im Nahost-Konflikt**, die die Ölnotierungen (Brent) zwischenzeitlich bis über 80 US-Dollar pro Fass getrieben haben. Ein Angriff Israels auf iranische Ölförder- und Exportanlagen könnte rund drei Prozent der weltweiten Fördermenge vom Markt nehmen und durch die Straße von Hormus werden immerhin etwa 20 % des globalen Ölangebots verschifft. Derweil gibt es zwar Lebenszeichen der deutschen Industrie, insgesamt befindet sich aber die hiesige Wirtschaft nach wie vor in einer schwachen Verfassung. Demgegenüber scheinen die **USA auf Wachstumskurs** zu bleiben, auch wenn dort die Industrie ebenfalls Schwächen zeigt. In **China** haben zuletzt beschlossene **Stimuluspakete** der Regierung und der Notenbank Hoffnungen geschürt, die Talfahrt der Bau- und Immobilienbranche könne beendet werden. Eine tatsächlich erhöhte Ölnachfrage dürfte sich aber erst in den kommenden Monaten einstellen.



ru/ Zuletzt war es vor allem die Sorge vor einer **Eskalation im Nahost-Konflikt**, die die Ölnotierungen (Brent) zwischenzeitlich bis über 80 US-Dollar pro Fass getrieben haben. Ein Angriff Israels auf iranische Ölförder- und Exportanlagen könnte rund drei Prozent der weltweiten Fördermenge vom Markt nehmen und durch die Straße von Hormus werden immerhin etwa 20 % des globalen Ölangebots verschifft. Derweil gibt es zwar Lebenszeichen der deutschen Industrie, insgesamt befindet sich aber die hiesige Wirtschaft nach wie vor in einer schwachen Verfassung. Demgegenüber scheinen die **USA auf Wachstumskurs** zu bleiben, auch wenn dort die Industrie ebenfalls Schwächen zeigt. In **China** haben zuletzt beschlossene **Stimuluspakete** der Regierung und der Notenbank Hoffnungen geschürt, die Talfahrt der Bau- und Immobilienbranche könne beendet werden. Eine tatsächlich erhöhte Ölnachfrage dürfte sich aber erst in den kommenden Monaten einstellen.

Preis / Barrel	aktuell*	Q4/24	Q1/25	Q2/25	Q3/25
Rohöl Brent	74	88	90	92	92

* 16.10.2024

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

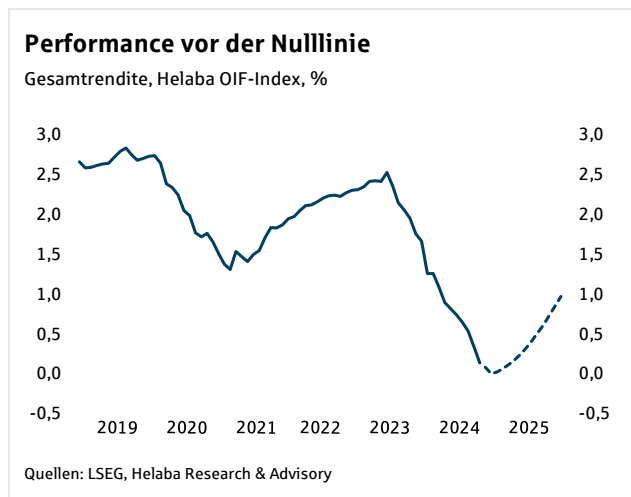
Immobilien: Europäische Hauspreise erholen sich



- Jahresperformance offener Immobilienfonds zuletzt nur noch bei 0,1 %
- Nettomittelabflüsse offener Fonds im August mit 725 Mio. Euro etwa wie im Vormonat
- Performancespanne der einzelnen offenen Immobilienfonds zwischen -7,2 % und 2,7 %
- Erholung der Hauspreise in Europa, kräftigere Dynamik in osteuropäischen Volkswirtschaften
- Europäische Länder mit zuvor kräftigem Hauspreisanstieg und Einbruch erholen sich langsamer
- Moderater Preisanstieg bei deutsche Wohnimmobilien im kommenden Jahr

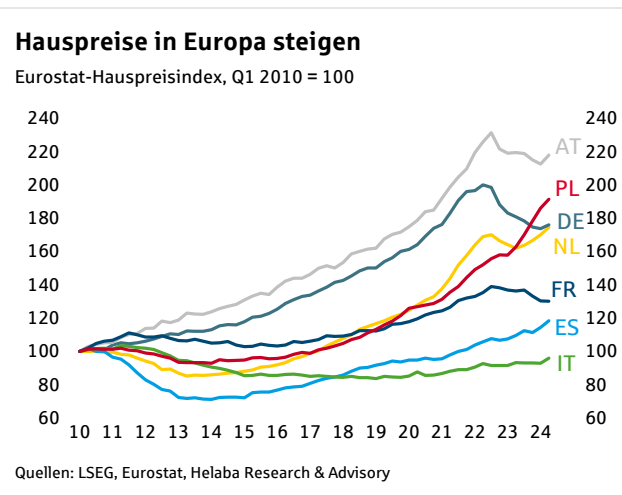
pr/ Die Performance **offener Immobilienfonds**, gemessen am „Helaba OIF-Index“, lag zuletzt mit 0,1 % nur noch knapp über der Nulllinie. Der Index bildet die durchschnittliche Wertentwicklung von neun großen Immobilien-

publikumsfonds der vier führenden Anbieter ab. Dabei ist zu beachten, dass die Bandbreite der Performance der einzelnen Fonds von -7,2 % bis 2,7 % reicht und nach wie vor nur zwei der neun Fonds negative Jahresrenditen ausweisen.



Die **Nettomittelabflüsse** der offenen Immobilienfonds waren im August mit 725 Mio. Euro ähnlich stark wie im Vormonat. Damit summieren sich diese in den letzten zwölf Monaten auf 4,3 Mrd. Euro. Die Abflüsse sind angesichts der gesunkenen relativen Attraktivität gegenüber festverzinslichen Wertpapieren nachvollziehbar. Auch weitere Leitzinssenkungen der EZB werden daran grundsätzlich nichts ändern, da sich diese nur geringfügig auf die Kapitalmarktzinsen auswirken sollten.

Nicht nur bei gewerblichen Immobilien, dem Anlageschwerpunkt der offenen Fonds, hatten die kräftig gestiegenen Finanzierungszinsen eine Korrektur ausgelöst. Bei **Wohnimmobilien** fielen die Preisrückgänge in Deutschland und Österreich stärker aus als beispielsweise in Frankreich, Italien oder Spanien, in denen die Entwicklung in den Jahren zuvor weniger dynamisch war. Die jüngst vom europäischen Statistikkamt vorgelegten Daten zur Entwicklung der **Hauspreise in den EU-Ländern** für das zweite Quartal zeigen eine sanfte Erholung. Die EU als Ganzes verzeichnete einen Preisanstieg von 1,9 % zum Vormonat und 2,9 % gegenüber dem Vorjahr. Die Dynamik der deutschen Hauspreise ordnet sich mit Zuwächsen von 1,3 % zum Vorquartal und -2,6 % zum Vorjahr neben Frankreich am unteren Rand des europäischen Durchschnitts ein, der insbesondere durch den stärkeren Anstieg in osteuropäischen Volkswirtschaften wie Polen (+18 %), Bulgarien (+15 %) und Kroatien (+10 %) getrieben wird.



% gg. Vorjahr	2021	2022	2023	2024p	2025p
Helaba OIF-Index*	2,0	2,3	1,5	0,0	1,0
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

Nach der diesjährigen Bodenbildung erwarten wir bei **deutschen Wohnimmobilien** für das kommende Jahr einen **moderaten Hauspreisanstieg** und eine zunehmende Marktaktivität. Begünstigt werden diese vor allem durch die sich allmählich erholende Konjunktur, die steigenden Reallöhne und die anhaltende Wohnungsknappheit.

Devisen: Dollar-Erholung



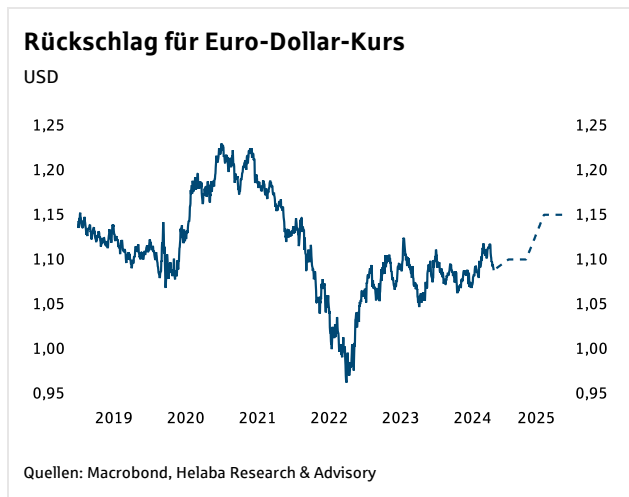
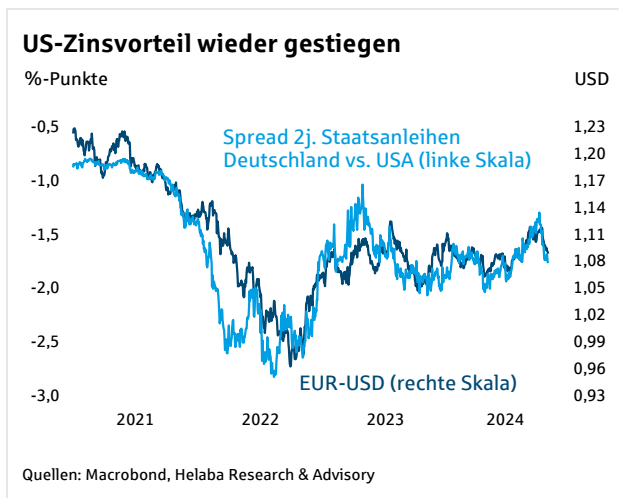
- US-Dollar profitierte von besseren Konjunkturdaten und rückläufigen Zinssenkungserwartungen
- Schwäche in der Eurozone begrenzt derzeit Anstiegspotenzial für den Euro-Dollar-Kurs
- US-Präsidentenwahlen sorgen für Unsicherheit, aber wohl keine massiven Kursbewegungen
- Britisches Pfund dürfte Aufwertung nicht fortsetzen, sondern mit BoE-Zinssenkungen nachgeben
- Schweizer Franken als sicherer Hafen gefragt, dennoch überwiegen die Risiken die Chancen
- Japanischer Yen durch Zinsanstieg unter Druck, geldpolitische Trends geben jedoch Rückenwind

ca/ Der **US-Dollar** war in den letzten Wochen der große Gewinner unter den führenden Währungen. Der handelsgewichtete Dollar-Index machte etwa die Hälfte seiner Verluste seit Anfang Juli wett. Der Euro-Dollar-Kurs rutschte von 1,12 auf unter 1,09. Nachdem noch im September die überraschend kräftige Fed-Zinssenkung den Greenback geschwächt hatte, ließen freundlichere US-Konjunkturdaten die Zinssenkungserwartungen schrumpfen.

Die jüngsten US-Arbeitsmarktzahlen konnten – anders als im Vormonat – überzeugen. Auch andere **Konjunkturindikatoren überraschten positiv**, so dass die Rezessionsorgen wieder in den Hintergrund rückten. Zudem fiel die Inflation ein wenig höher als erwartet aus. Damit scheint klar, dass die Fed ihr Lockerungstempo reduzieren wird. Die **Treasury-Renditen nahmen zu** und entsprechend der Zinsvorteil gegenüber dem Euro und anderen Währungen. Damit spiegelt der Euro-Dollar-Kurs einmal mehr die Zinsdifferenzen wider.

Die Entwicklung in der Eurozone gab der Dollar-Stärke zusätzlich Auftrieb. Erneut enttäuschten die hiesigen Konjunkturdaten. Zudem gab die Teuerung weiter nach, so dass die **EZB mehr Spielraum für Zinssenkungen** erhielt. Zwar atmen die europäischen Zinserwartungen mit den US-Spekulationen mit, so dass sich per saldo gar nicht so viel bewegte. Dennoch trugen europäische Daten zur Ausweitung des Zinsspreads bei.

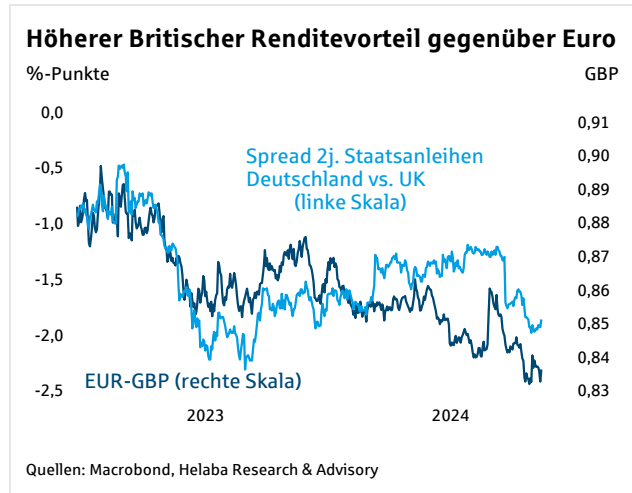
Die veränderten geldpolitischen Perspektiven sind jedoch in den Kursen nun weitgehend eingearbeitet und dürften den Euro allenfalls marginal belasten. Spannender ist die Frage, wie weit Fed und EZB tatsächlich senken. Das größere Lockerungspotenzial besitzt die US-Notenbank. Das gegenwärtige Makroumfeld spricht sogar für mehr Zinsschritte seitens der EZB, was an den Terminmärkten eingepreist ist. Nur kann sich die **konjunkturelle Lage in den nächsten Monaten durchaus ändern**. Ein zeitweise schwächeres US-Wachstum ist nicht auszuschließen. Umgekehrt könnte in der Eurozone, insbesondere in Deutschland, die Schwäche abebben und das Wachstum an Fahrt gewinnen. Hiervon hängen die Perspektiven für den Euro-Dollar-Kurs 2025 ab.



Rückenwind erhalten und eher leicht **unterhalb der Marke von 1,10** notieren.

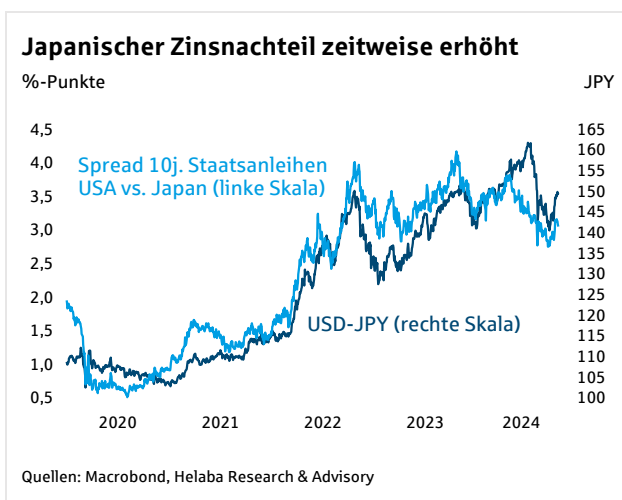
Das **Britische Pfund** gab zwar gegenüber dem US-Dollar ebenfalls nach, verzeichnete jedoch ein Plus gegenüber dem Euro. Anders als Fed und EZB ließ die Bank of England (BoE) ihren Leitzins zuletzt unverändert. Folglich sind die Zinssenkungserwartungen für Großbritannien nicht so ausgeprägt wie bei der EZB. Daher weitete sich der britische Renditevorteil gegenüber dem Euro merklich aus, was das Pfund beflügelte.

Allerdings **verlor die britische Konjunktur an Fahrt**. Nach dem kräftigen Wachstum im ersten Halbjahr wird das zweite wohl deutlich flauer ausfallen. Zudem sorgt der anstehende Haushaltsentwurf der neuen Labour-Regierung für Verunsicherung. Der Arbeitsmarkt zeigt sich stabil, der Lohnanstieg ließ aber nach. Die Inflation ging im September auf 1,7 % zurück. Daher dürfte die Bank of England ihre Geldpolitik zunehmend lockern. Ob sie viel weniger senkt als die EZB, ist keinesfalls ausgemacht. Daher wird der **Euro-Pfund-Kurs mittelfristig vermutlich wieder höher notieren**.



Der **Schweizer Franken** legte gegenüber dem Euro etwas zu. Dabei hatten sich, ausgehend von den USA, die globalen Renditen wieder erholt, was wiederum den Schweizer Zinsnachteil gegenüber dem Euro vergrößerte. Eine erhöhte Nervosität angesichts der Situation im Nahen Osten sollte jedoch der Schweizer Fluchtwährung geholfen haben, denn ungeachtet neuer Allzeithochs bei manchen Aktienindizes legten die Risikoindikatoren zu.

Die **Schweizer Notenbank (SNB)** senkte erneut ihren Leitzins auf 1,0 %. Die Inflation rutschte mit 0,8 % auf den niedrigsten Stand seit drei Jahren, was auch für eine weitere Lockerung spricht. Wenigstens überraschten jüngst einige Konjunkturindikatoren positiv. Die SNB steht weiterhin für Devisenmarktinterventionen bereit. Zuletzt könnte sie am Markt auch eingegriffen haben. Dies deckelt das Potenzial für den Franken. Zinsdifferenzen legen sogar einen höheren Euro-Franken-Kurs nahe. Die Schweizer Währung dürfte daher nachgeben, wenn die Risikoaversion nachlässt.



Der **Japanische Yen** war der große Verlierer am Devisenmarkt. Nach der kräftigen Aufwertung im Sommer gab er deutlich nach, der Dollar-Yen-Kurs kletterte fast bis auf 150. Die Aussicht auf weniger US-Zinssenkungen und der damit einhergehende größere Renditevorteil belasteten den Yen. Außerdem äußerte sich der neue Premierminister Shigeru Ishiba skeptisch gegenüber einer weiteren geldpolitischen Straffung in Japan. Am 27. Oktober steht übrigens die vorgezogene Neuwahl des Unterhauses an. Die Bank of Japan zeigte sich zuletzt auch abwartend.

Allerdings dürfte die japanische Notenbank ihren Leitzins letztlich weiter anheben, wenn auch behutsam. Die Inflation liegt in Japan höher als in den USA und der Eurozone. Dies rechtfertigt, dass die Bank of Japan

das Gegenteil von Fed und EZB macht. Die **Zinsdifferenzen sollten sich daher weiter einengen**. Ohnehin steht der Yen gemessen an den aktuellen Spreads eigentlich zu schlecht da. Die japanische Währung ist aus langfristiger Perspektive sowieso unterbewertet. Dies spricht dafür, dass der Dollar-Yen- und der Euro-Yen-Kurs mittelfristig wieder niedriger notieren.

gg. Euro	aktuell*	Q4/24	Q1/25	Q2/25	Q3/25
US-Dollar	1,09	1,10	1,10	1,15	1,15
Jap. Yen	163	158	154	155	155
Brit. Pfund	0,84	0,87	0,88	0,88	0,88
Schw. Franken	0,94	0,97	0,97	0,97	0,98

* 16.10.2024

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory



Prognosetabelle BIP und Inflation

	Bruttoinlandsprodukt reale Veränderung gg. Vorjahr, %				Verbraucherpreise 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	1,4	-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	6,2	2,7	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	1,6	-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	4,3	-0,8	1,5	3,0	14,5	17,6	4,0	4,0
Großbritannien	4,8	0,3	1,0	1,2	9,1	7,3	2,5	2,5
Schweiz	2,9	1,2	1,5	1,4	2,8	2,1	1,2	1,2
USA	2,5	2,9	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	0,6	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	1,8	2,4	14,9	18,3	25,8	8,1
Brasilien	2,9	2,9	2,8	2,5	9,0	4,6	4,0	3,5
Welt	3,2	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*		Q4/2024	Q1/2025	Q2/2025	Q3/2025
Zinsen	Basispunkte		%				
EZB Refi-Satz	-85	0	3,65	3,40	2,90	2,65	2,65
EZB Einlagenzins	-50	0	3,50	3,25	2,75	2,50	2,50
Tagesgeldsatz €STR	-47	0	3,41	3,20	2,75	2,50	2,50
3M Euribor	-70	-25	3,21	3,15	2,70	2,50	2,50
6M Euribor	-81	-18	3,05	3,05	2,70	2,55	2,55
2j. Bundesanleihen	-23	-5	2,17	2,20	2,10	2,10	2,20
5j. Bundesanleihen	9	-1	2,04	2,15	2,05	2,05	2,20
10j. Bundesanleihen	16	-1	2,18	2,10	2,00	2,00	2,30
2j. Swapsatz	-43	-10	2,36	2,50	2,40	2,40	2,50
5j. Swapsatz	-15	-6	2,28	2,50	2,40	2,40	2,55
10j. Swapsatz	-11	-7	2,38	2,50	2,40	2,40	2,70
20j. Swapsatz	-9	-8	2,43	2,50	2,40	2,40	2,70
30j. Swapsatz	-8	-9	2,26	2,25	2,15	2,15	2,45
Fed Funds Target Rate	-50	0	4,88	4,38	3,88	3,63	3,38
10j. US-Treasuries	13	30	4,01	3,80	3,70	3,70	3,80
Aktien	Landeswährung, %						
DAX	16,0	2,3	19.433	19.000	19.300	19.500	19.750
Euro Stoxx 50	8,6	-0,7	4.909	5.050	5.100	5.150	5.200
Dow Jones	14,3	2,5	43.078	41.500	41.800	42.100	42.400
S&P 500	22,5	2,3	5.842	5.650	5.700	5.750	5.800
Nikkei 225	17,1	5,5	39.180	40.500	40.900	41.300	41.700
Gold und Brentöl	%						
Gold €/Unze	31,7	6,2	2.461	2.273	2.273	2.261	2.261
Gold \$/Unze	29,6	3,4	2.674	2.500	2.500	2.600	2.600
Brentöl \$/Barrel	-3,7	-0,9	74	88	90	92	92
Devisen	jeweils gg. Euro, %		jeweils gg. Euro				
US-Dollar	1,6	2,8	1,09	1,10	1,10	1,15	1,15
Japanischer Yen	-4,2	-2,1	163	158	154	155	155
Britisches Pfund	3,7	0,5	0,84	0,87	0,88	0,88	0,88
Schweizer Franken	-1,2	0,7	0,94	0,97	0,97	0,97	0,98

* 19.09.2024 ** 16.10.2024

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 Mütze

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/>