



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

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

Editorial: Geldpolitik braucht ruhige Hand



gt/ „Geldpolitik ist eine Kunst.“ An diese Aussage hat sich auch EZB-Präsidentin Christine Lagarde schon einmal gewagt. Sie wollte offensichtlich darauf hinweisen, dass es nicht so einfach sei, die richtigen geldpolitischen Entscheidungen zu treffen. Wenn man jedoch dem Ursprung des Wortes folgt, wird klar, dass Kunst von Können kommt – worauf der deutsche Dichter Johann Gottfried Herder schon im Jahr 1800 hingewiesen hat.

Das Mandat der EZB ist eindeutig: Preisniveaustabilität und eine Politik, die dies mittelfristig garantiert. Es hat eine Weile gedauert, bis das in den Köpfen vieler angekommen ist. Selbst als die Inflationsraten 2021 die Marke von 5 % überschritten, gab es Stimmen aus dem EZB-Direktorium, die keinerlei Hinweise auf die Verletzung des Ziels Preisniveaustabilität zu erkennen vermochten. Der erste Zinsschritt erfolgte erst im Juli 2022, als die Inflationsrate bereits bei über 8 % stand. Ein bisschen spät – wenn ich das hier mal so erwähnen darf.

Ich denke, auch die EZB hat verstanden, dass sie damals zu spät reagiert hat und damit ihre Glaubwürdigkeit gefährdete. Deshalb ist die neue Rhetorik genau umgekehrt. Die Gefahren steigender Preise werden in den Mittelpunkt gerückt – und das ist auch gut so. Mit 5,2 % liegt die Inflationsrate in der Eurozone immer noch weit über dem mittelfristigen Ziel von 2 %, allerdings bewegt sich jetzt die Rate in die andere Richtung. Die Höchstwerte von 10,6 % wurden im Oktober 2022 erreicht und unsere Prognosen weisen darauf hin, dass sich der Rückgang der Inflationsraten in den nächsten Monaten fortsetzen wird. Die Preise auf den Vorstufen fallen sogar und die Geldmenge bewegt sich seit mehreren Monaten im tiefroten Bereich. Die Indikatoren sind eindeutig und gerade die Geldmenge sollte als Warnhinweis gelesen werden. Lieferte sie doch auch in den Jahren des Inflationsanstiegs in Folge der Corona-Maßnahmen klare Hinweise auf eine sich beschleunigende Inflation.

Warum also der jüngste Schritt der EZB auf einen Reposatz von 4,5 %? Wäre es nicht an der Zeit gewesen, Ruhe zu bewahren und sich bewusst zu machen, dass Geldpolitik nur mit Verzögerung wirkt? Die Zinsen sind zwar nicht auf dem Niveau der 70er Jahre oder der Wiedervereinigung, als die Bundesbank die Inflation bekämpfte. Aber die restriktive Wirkung einer Erhöhung um 450 Basispunkte ist stärker als damals. Gut gemeint ist also nicht immer gut gemacht. Eine ruhige Hand wäre diesmal das bessere Signal der EZB gewesen. Die nächsten Inflationsdaten werden dies bestätigen.

Ihre

Dr. Gertrud R. Traud

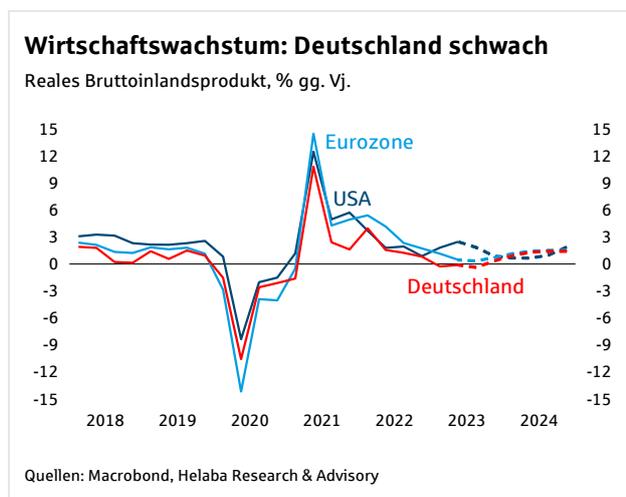
Chefvolkswirtin/Head of Research & Advisory

Konjunktur: Schwächephase noch nicht überwunden



- Weltwirtschaft gewinnt erst Anfang kommenden Jahres wieder an Schwung
- US-Wirtschaft kann voraussichtlich Rezession vermeiden
- Während Deutschland 2023 leicht schrumpft, wächst die Eurozone um 0,7 %
- Verarbeitendes Gewerbe und deutscher Bau bremsen
- Höhere Löhne und sinkende Inflationsraten stabilisieren Konsum
- Inflationsraten 2024 noch bei 3,3 % in der Eurozone und 2,7 % in den USA

smi/ Die Weltwirtschaft befindet sich in einer Schwächephase und sollte erst im kommenden Jahr wieder an Schwung gewinnen. Vor allem im Verarbeitenden Gewerbe läuft es nicht rund. In China hatte das Ende der Null-Covid-Politik im ersten Quartal nur kurzfristig zu einer Erholung geführt, bevor sich das Exportwachstum beruhigte und der private Konsum schwächelte – vor allem wegen der Probleme im Immobiliensektor. Auch die geo- und handelspolitischen Spannungen mit vielen Industrieländern belasten die Stimmung dort. Dank verstärkter staatlicher Unterstützung dürfte die Konjunktur in China aber wieder Fahrt aufnehmen. Zumindest die jüngsten Daten zu Industrieproduktion und Einzelhandel haben positiv überrascht.



In den USA wirkt die restriktive Geldpolitik vor allem im Bausektor, jedoch kann die Gesamtwirtschaft bis zuletzt mit solidem Wachstum aufwarten. Wir rechnen gleichwohl mit einer konjunkturellen Abkühlung in den kommenden Monaten, jedoch nicht mit einer Rezession. Die Stimmung der Unternehmen in der Industrie ist getrübt, im Servicesektor signalisieren die Umfragen bei den Einkaufsmanagern allerdings weiterhin ein solides Wachstum. Der Arbeitsmarkt zeigt sich robust, auch wenn die Beschäftigungszuwächse nun im Trend niedriger ausfallen. Trotz des jüngsten

Anstiegs liegt die Arbeitslosenquote mit 3,8 % auf Vollbeschäftigungsniveau. Im Jahresdurchschnitt 2023 dürften die USA um 1,7 % wachsen. Obwohl die Dynamik im Verlauf von 2024 anziehen sollte, wird das BIP wegen des mäßigen Starts im kommenden Jahr nur um rund 1 % zulegen.

smü/ Die **deutschen Frühindikatoren** fallen weiterhin **schwach** aus. Das ifo Geschäftsklima ist bereits vier Mal in Folge gesunken. Die Industriebestellungen waren zuletzt stark von Großaufträgen geprägt. Rechnet man diese heraus, ist die Nachfrage nach Produkten des Verarbeitenden Gewerbes vom niedrigem Niveau im Juli immerhin leicht gestiegen. Bislang profitierten die Unternehmen von ihren hohen Auftragsbeständen, so dass die Produktion stabil ausfiel. Im Einzelhandel haben die deutlichen Verkaufszuwächse vom Frühjahr nicht angehalten: In realer Rechnung sanken die Umsätze im Juli um 1 % gegenüber dem Monat zuvor. Eine konjunkturelle Trendwende ist in Deutschland noch nicht zu erkennen. Sie sollte um die Jahreswende 2023/2024 mit einer etwas besseren Weltkonjunktur einsetzen. Die deutsche Wirtschaft dürfte damit 2023 kalenderbereinigt leicht schrumpfen. 2024 fällt das Plus mit 1,3 % überschaubar aus.

Die **privaten Konsumausgaben** haben nach zwei deutlichen Rückgängen im Frühjahrsquartal stagniert. Der Verbrauch dürfte sich dank rückläufiger Inflationsraten nun erholen. Durch die höheren Lohnsteigerungen nehmen die realen Einkommen der privaten Haushalte wieder zu. Obwohl die deutsche Wirtschaft seit drei Quartalen nicht mehr gewachsen ist, hat die Beschäftigung zugenommen. Von der Sparquote sind nur kleine Impulse zu erwarten, da sie das Vorkrisenniveau wieder erreicht hat. Die Konsumausgaben der privaten Haushalte dürften somit nach einem kleinen Rückgang in diesem Jahr von schätzungsweise 0,3 % 2024 mit etwa 1 ½ % stärker zulegen als das Bruttoinlandsprodukt.

Bruttoinlandsprodukt, real % gg. Vorjahr	2020	2021	2022	2023p	2024p
Deutschland	-4,2	3,1	1,9	-0,1	1,3
Eurozone	-6,3	5,6	3,4	0,7	1,4
USA	-2,8	5,9	2,1	1,7	1,0
Welt	-3,1	6,3	3,0	2,7	2,9

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

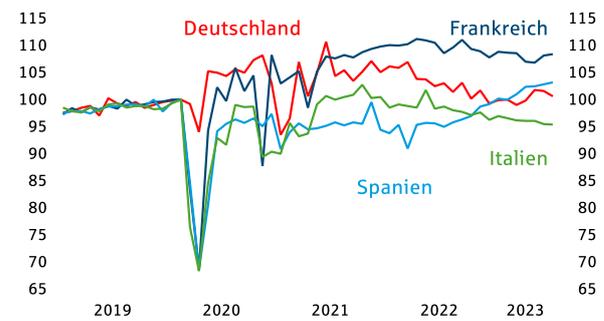
Die **Ausrüstungsinvestitionen** haben sich angesichts der schwachen Industriekonjunktur bislang überraschend gut entwickelt. Sie sind im zweiten Quartal um 0,6 % gestiegen, nachdem sie bereits zu Jahresbeginn deutlich um 2,1 % gegenüber den drei Monaten zuvor zugelegt hatten. Die wirtschaftliche Unsicherheit bei gleichzeitig gestiegenen Kapitalmarktzinsen werden sich allerdings dämpfend auswirken. Die Auftragseingänge für inländische Kapitalgüter sind schwach. Aufgrund des hohen Ausgangsniveaus dürften die Investitionen in Maschinen, Anlagen und Fahrzeuge 2023 allerdings um etwa 3 % zulegen. Die bremsenden Effekte führen zu einer niedrigeren Rate von rund 1 % im nächsten Jahr.

Die **Bauinvestitionen** waren hingegen bereits 2022 zum zweiten Mal in Folge gesunken. Sie dürften 2023 um schätzungsweise 1 ½ % erneut niedriger ausfallen. 2024 wird sich der Rückgang wohl abgeschwächt fortsetzen. Gestiegene Baukosten und vor allem höhere Zinsen belasten die Kalkulationen. Die öffentliche Förderung im Neubau ist reduziert worden. Die realen Auftragseingänge haben sich 2023 auf sehr niedrigem Niveau immerhin stabilisiert. Die Wohnungsbaugenehmigungen sind hingegen weiterhin im massiven Abwärtstrend. Dagegen sollten sich die **Exporte** allmählich erholen. Der Wachstumsbeitrag des Außenhandels war im vergangenen Jahr negativ. Hier ist nun mit einer leichten Verbesserung zu rechnen.

Deutschlands Wirtschaftsentwicklung bleibt 2023 hinter der **Eurozone** mit einem Wachstum von 0,7 % deutlich zurück. Die hohe Bedeutung der aktuell in der Rezession verharrenden Industrie ist zu einem Belastungsfaktor geworden. Auch helfen die umfangreichen Finanzmittel aus Brüssel vor allem Italien und Spanien. Frankreich profitiert von den strukturellen Reformen der Vorjahre und wächst stärker als Deutschland. 2024 sollten sich mit einer Besserung der Industriekonjunktur die Wachstumsunterschiede egalisieren.

Stabilisierung im deutschen Einzelhandel

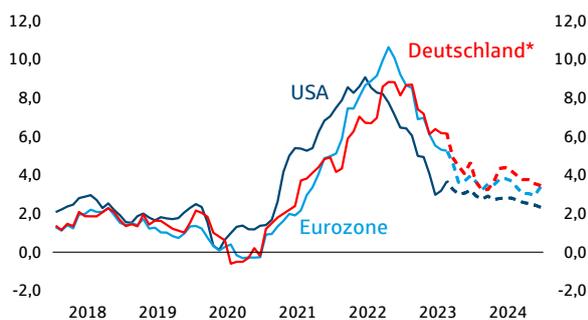
Real, Februar 2020 = 100



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Inflationsrückgang setzt sich erstmal fort

Verbraucherpreise, % gg. Vj.



*nationale Berechnungsweise

Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

als im Juli mit 3,3 % - vor allem wegen des kräftigen Anstiegs der Energiepreiskomponente. Die Entwicklung auf den Vorstufen lässt aber darauf hoffen, dass der Inflationsdruck im Trend der kommenden Monate nachlassen wird. Die Kernteuerung befindet sich mit 4,3 % trotz des Rückgangs noch auf einem hohen Niveau. Für den Jahresdurchschnitt rechnen wir 2023 mit einem Anstieg der Verbraucherpreise um 4 %, für das kommende Jahr mit einem Plus von 2,7 %.

Die **Inflationsraten** sanken im August in Deutschland auf 6,1 % (Juli: 6,2 %) und in der Eurozone auf 5,2 % (Juli: 5,3 %) nur leicht. Der Abwärtstrend wird sich in den nächsten Monaten beschleunigen, da das Preisniveau Ende 2022 besonders hoch war. In Deutschland läuft darüber hinaus im September der verzerrende Effekt des 9-Euro-Tickets aus. Allerdings sind in den letzten Wochen die Sprit- und Heizölpreise deutlich gestiegen. Bei einzelnen Dienstleistungen sind zudem hohe Preissteigerungen auch aufgrund zunehmend überwältigter Lohnkosten an der Tagesordnung. Die Kernraten dürften deswegen weniger dynamisch zurückkommen.

Die **US-Teuerung** fiel im August mit 3,7 % höher aus als im Juli mit 3,3 % - vor allem wegen des kräftigen Anstiegs der Energiepreiskomponente. Die Entwicklung auf den Vorstufen lässt aber darauf hoffen, dass der Inflationsdruck im Trend der kommenden Monate nachlassen wird.

Verbraucherpreise, % gg. Vorjahr	2020	2021	2022	2023p	2024p
Deutschland*	0,5	3,1	6,9	6,0	3,5
Eurozone	0,3	2,6	8,4	5,7	3,3
USA	1,2	4,7	8,0	4,0	2,7

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

Geldpolitik: Notenbanken gehen in Warteposition



- Mit der zehnten Zinserhöhung in Folge hat die EZB den Einlagensatz auf 4 % angehoben
- Damit dürfte der Zinsgipfel im Euroraum erreicht sein
- Die EZB wird die Leitzinsen voraussichtlich für mehrere Quartale auf hohem Niveau halten
- US-Notenbank lässt in der September-Sitzung die Leitzinsen unverändert
- Straffung der US-Geldpolitik entfaltet Wirkung
- Erwartung bald wieder sinkender Leitzinsen in den USA überzogen

uk/ Mit einem Refinanzierungssatz von 4,5 % scheint aus Sicht der Währungshüter in der Eurozone nun ein **ausreichend restriktives Niveau** erreicht zu sein, um eine Rückkehr zum Inflationsziel zu ermöglichen. Wichtig ist in diesem Zusammenhang der Einschub in der Pressemitteilung: „Wenn es lange genug aufrechterhalten wird“, was auf ein eher **breiteres Leitzinsplateau** hindeutet. Wir haben unsere Zinsprognosen nach dem jüngsten Schritt der EZB angepasst.

Zur Untermauerung der diesmal im EZB-Rat nicht unumstrittenen Zinserhöhung wurden die **Inflationsprojektionen** für 2023 auf 5,6 % und für 2024 auf 3,2 % leicht angehoben. Der Wert für 2025 wurde dagegen auf 2,1 % gesenkt. Die größten Korrekturen gab es bei den **Wachstumsprognosen**: Der Wert für 2023 wurde auf 0,7 % reduziert und für das kommende Jahr wird nur noch mit 1,0 % statt bisher 1,5 % gerechnet.

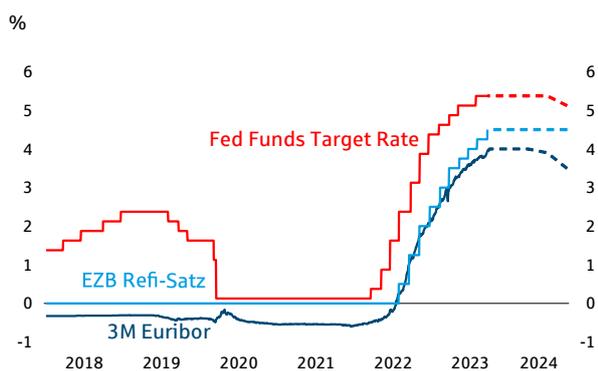
Anleger rechnen nicht mit weiteren Anhebungen



Quellen: Refinitiv, Helaba Research & Advisory

Eine Warnung ging an die Regierungen im Euroraum, ihre Stützungsmaßnahmen weiter zu reduzieren, da sonst **Inflationsrisiken** entstünden, die weitere Straffungsmaßnahmen der EZB nach sich ziehen würden. Damit verbunden ist die Aufforderung, in der derzeitigen eher schwachen Konjunkturphase mit nachfragewirksamen **fiskalpolitischen Impulsen** zurückhaltend zu sein.

Fed und EZB haben Zielniveau vermutlich erreicht



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

schrittes in den USA ein, zuletzt mit einer Wahrscheinlichkeit von rund 50 %. Gleichzeitig erwartet der Markt einen zügigen Übergang zu Zinssenkungen. Beides zusammen erscheint uns wenig wahrscheinlich. Wir erwarten ein **längeres Pausieren** auf dem erreichten Niveau.

ru/ Die **US-Notenbank** hat das Leitzinsniveau erwartungsgemäß bei 5,25 bis 5,50 % belassen. Die Fed nimmt sich Zeit, um die Wirkung der bisherigen Zinserhöhungen von 525 Basispunkten zu beurteilen. Argumente für ein Zuwarten auf dem restriktiven Niveau dürfte die Entwicklung der Preise auf den Vorstufen bieten. Diese deuten mittelfristig eine nachhaltige **Entspannung an der Inflationsfront** an.

Zudem weisen die gestiegenen Kreditvergabestandards darauf hin, dass die Straffung der Geldpolitik Wirkung entfaltet, sowohl konjunkturell als auch mit Blick auf die Teuerung. Die Marktteilnehmer preisen jedoch weiterhin das Risiko eines nochmaligen Zins-

%	aktuell*	Q4/23	Q1/24	Q2/24	Q3/24
3M Euribor	3,93	4,00	4,00	3,90	3,50
EZB Refi-Satz	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
Fed Funds Rate	5,38	5,38	5,38	5,38	5,13

* 20.09.2023

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Staatsanleihen: Entspannung gegen Jahresende



- Aussicht auf Erreichen des Zinsgipfels im Euroraum sorgte nur kurzfristig für bessere Stimmung
- Immer wieder aufflammende Nervosität bei US-Renten belastet Bundesanleihen
- Auch gestiegene Inflationserwartungen sorgen für Unsicherheit
- Deutlicher Inflationsrückgang im kommenden Quartal sollte jedoch eine Entspannung bringen
- Unterstützung dürfte auch von schwächeren US-Konjunkturdaten kommen
- Rendite 10-jähriger Bunds zum Jahresende bei 2,3 % erwartet

uk/ Am deutschen Rentenmarkt wurde das absehbare **Ende der Zinserhöhungsphase** im Euroraum mit Erleichterung aufgenommen. Der Bund-Future stieg zeitweise deutlich. Der anschließende rasche Richtungswechsel zeigte jedoch erneut, dass sich die Rentenmärkte in einer **kritischen Phase** befinden.



Unsicherheit geht vor allem vom US-Rentenmarkt aus. Die Rendite 10-jähriger **US-Treasuries** kletterte zuletzt bis auf 4,4 %. Bundesanleihen zogen mit und notieren nahe der Jahreshöchststände bei 2,75 %. Entlastung für **Bundesanleihen** sollte daher vor allem vom US-Rentenmarkt kommen. Im Fokus vieler Investoren stehen derzeit die überraschend robusten US-Wachstumsdaten und der jüngste Anstieg der US-Inflation. Obwohl die **US-Notenbank** die Leitzinsen zuletzt nicht angehoben hat, bleibt die Unsicherheit über den geldpolitischen Kurs bestehen.

Hinzu kommen **höhere Risikoaufschläge** aufgrund steigender Staatsverschuldung und Kapitalmarktzinsen. Die CDS-Sätze für US-Staatsanleihen haben mit knapp 60 Basispunkten den höchsten Stand seit über zehn Jahren erreicht. Die Prämien für Bundesanleihen sind zwar nur halb so groß, zeigen aber ebenfalls nach oben.

Auch die **Inflationserwartungen** im Euroraum sind aufwärtsgerichtet. Die 5Y5Y-Inflation Forward-Sätze sind zuletzt wieder über 2,6 % gestiegen. Bemerkenswert ist, dass diese Entwicklung in einer Phase rückläufiger Inflation bei gleichzeitig entschlossenem Handeln der EZB stattfindet. Allerdings liegen einige der strukturellen Einflussfaktoren auf die Inflation wie Demografie, Klimawandel und geopolitische Konflikte außerhalb des Einflussbereichs der Notenbanken.

Zuletzt dürfte auch der **steigende Ölpreis** für Nervosität gesorgt haben, zumal diese Entwicklung vor dem Hintergrund einer erhöhten globalen Konjunkturunicherheit eingetreten ist. Für die kommenden Monate ist gleichwohl aufgrund von starken **Basiseffekten** mit deutlich rückläufigen Teuerungsdaten und mit einer gewissen Beruhigung bei den Inflationserwartungen zu rechnen.

Das **Risiko eines nachhaltigen Ausbruchs** 10-jähriger US-Treasuries aus ihrem seit fast einem Jahr bestehenden Renditeseitwärtsband dürfte erst mit einer spürbaren **Abkühlung der US-Konjunktur** gebannt werden. In Kombination mit abebbenden Inflationssorgen erwarten wir die Rendite 10-jähriger Bunds zu Jahresende bei 2,3 %.



%	aktuell*	Q4/23	Q1/24	Q2/24	Q3/24
10j. Bundesanl.	2,70	2,30	2,30	2,20	2,30
10j. US-Treasuries	4,41	3,70	3,70	3,50	3,50

* 20.09.2023
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Aktien: Gute Chancen für Jahresendspurt

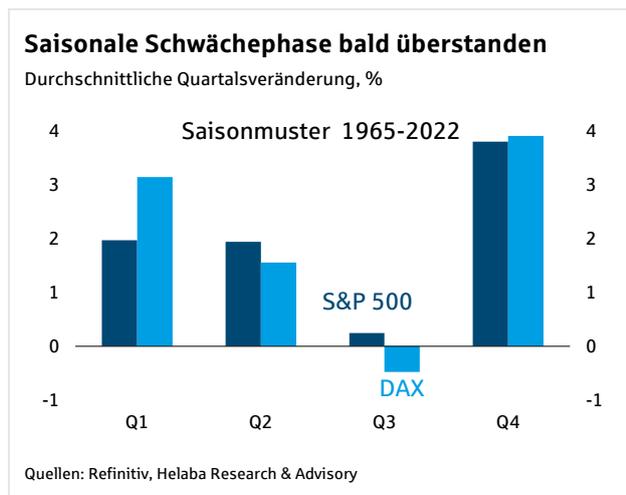


- Aktien tun sich im saisonal schwierigen dritten Quartal bislang sichtlich schwer
- Negative Konjunkturüberraschungen im Euroraum und China lassen nach
- Globaler Zinserhöhungszyklus scheint sein Ende erreicht zu haben
- Deutsche und europäische Aktien sind attraktiv bewertet
- Zutrauen hiesiger Anleger in Aktien hat inzwischen den Tiefpunkt durchschritten
- Im traditionell starken vierten Quartal dürften Aktien spürbar zulegen

mr/ Das Jahr 2023 ist für Aktien bislang überdurchschnittlich gut verlaufen. Daran ändert auch die magere Performance im dritten Quartal nichts. Im langjährigen Durchschnitt ist diese Phase die schwierigste Zeit des Jahres. Zudem führten **Unsicherheiten** hinsichtlich der (globalen) **Wachstumsperspektiven** und des weiteren Vorgehens

der **Notenbanken** zu Gewinnmitnahmen bzw. Kaufzurückhaltung bei den Anlegern. Die für den mittelfristigen Aufwärtstrend wichtige 200-Tage-Linie beim DAX (derzeit bei rund 15.500 Punkten) wurde dabei mehrfach auf ihre Tragfähigkeit getestet und hat gehalten.

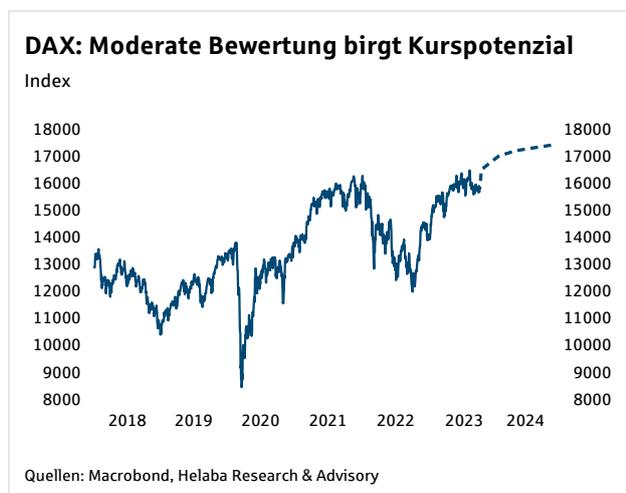
Zuletzt signalisierte die EZB, dass der Zinserhöhungszyklus abgeschlossen ist. Die US-Notenbank hat wohl ebenfalls ihren Job erledigt. Damit entfällt künftig ein gewichtiger Bremsfaktor für Aktien. Zudem haben die negativen **Konjunkturüberraschungen** im Euroraum und in China deutlich nachgelassen. Die US-Daten überraschen ohnehin mehrheitlich positiv. Damit dürften sich auch die Wachstumszweifel allmählich zurückbilden.



Indexpunkte	aktuell*	Q4/23	Q1/24	Q2/24	Q3/24
DAX	15.782	17.000	17.200	17.300	17.400
Euro Stoxx 50	4.276	4.600	4.650	4.700	4.750
S&P 500	4.402	4.700	4.730	4.750	4.780

* 20.09.2023 Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Die Chancen, dass nach einem traditionell schwachen dritten Quartal Aktien gegen Jahresende noch einmal kräftig zulegen, stehen somit nicht schlecht. Die durchschnittliche **DAX-Performance im vierten Quartal** seit 1965 beträgt knapp 4 %. Für Jahre, in denen der DAX nach den ersten drei Quartalen eine positive Performance aufwies, ergibt sich sogar ein Q4-Durchschnitt von 5,6 %.



Das aus fundamentaler Sicht stärkste Argument für deutsche Aktien ist die ausgesprochen **moderate Bewertung**. Auf Basis der wichtigsten Kennziffern (Kurs-Gewinn-, Kurs-Dividenden-, Kurs-Cashflow- und Kurs-Buchwert-Verhältnis) liegt der faire DAX-Wert derzeit bei rund 17.500 Punkten. Entsprechend generierte unser **Helaba-BEST-Indikator**¹ ein Kaufsignal.

Zugegebenermaßen gibt es noch viele Fragezeichen, was die Konjunktur betrifft. Die Phasen hoher Unsicherheit bieten allerdings erfahrungsgemäß die größten Renditechancen. Nur wer bereit ist, Risiken einzugehen und den richtigen Riecher hat, kommt in den Genuss einer Prämie.

¹ Vgl. dazu unsere Publikation **Im Fokus: Aktien** vom 4. September 2023

Gold: Stabil zwischen Dollarstärke und geldpolitischen Hoffnungen



- Geldpolitik bleibt zentrale Einflussgröße auf Gold
- Geldpolitischer Zinsgipfel ist nahe oder sogar erreicht
- Selbst Dollarstärke konnte das Edelmetall nicht mehr ausbremsen
- Nachlassende Opportunitätskosten dürfte Gold Richtung 2.000 US-Dollar schieben

Goldpreis etabliert sich über 1.900 US-Dollar



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Edelmetall dürfte sich deshalb in Richtung 2.000 US-Dollar festigen und im weiteren Jahresverlauf sein Allzeithoch in Angriff nehmen.

cw/ Gold präsentierte sich zuletzt trotz **Gegenwind** von **Geldpolitik** und **US-Dollar** fester. Das Edelmetall verzeichnete auf Monatssicht ein Plus von gut 2 % in Dollar- und knapp 3 ½ % in Eurorechnung. Die relative Robustheit ist insofern überraschend, da das **zinslose Gold** aufgrund der steigenden Zinsen dies- und jenseits des Atlantiks gegen höhere **Opportunitätskosten** bestehen muss. Doch die Anleger blicken bereits über die jüngsten geldpolitischen Entscheidungen hinaus. Fed und EZB befinden sich nahe oder bereits auf ihrem **Leitzinshoch**. Im kommenden Jahr dürften die Notenbanker in den Senkungsmodus wechseln, der Abstieg vom Zinsgipfel steht dann an. Dies wird zu einem Rückgang der Opportunitätskosten für Gold beitragen. Das

Preis / Feinunze	aktuell*	Q4/23	Q1/24	Q2/24	Q3/24
Gold in Euro	1.811	1.727	1.818	1.818	1.913
Gold in US-Dollar	1.930	1.900	2.000	2.000	2.200

* 20.09.2023

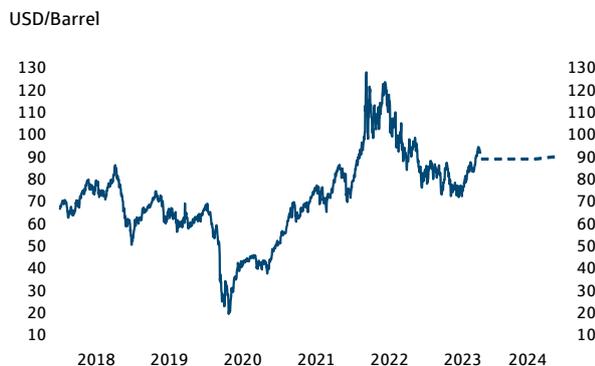
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Rohöl: Spekulationen treiben Ölpreis



- Saudi-Arabien und Russland verlängern Produktions- und Exportbeschränkungen bis Jahresende
- Spekulative Marktteilnehmer gehen zunehmend Long-Positionen ein
- Industrie-Lagerbestände in den USA sinken – Abbau der strategischen Reserve ausgelaufen
- China-Daten schüren Konjunkturoffnungen

Ölpreis: Höchstes Niveau seit Herbst 2022



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Dennoch bleiben wir vorsichtig, insbesondere auch wegen der jüngsten spekulativen Dynamik.

ru/ Nachdem im Mai und Juni die **Bodenbildung** knapp oberhalb von 70 USD/Fass gelungen ist, haben die Brent-Notierungen um über 20 USD zugelegt. Zuletzt wurde mit rund 95 USD/Fass das höchste Niveau seit Herbst 2022 erreicht. Zunehmend gehen **spekulative** Marktteilnehmer dabei Long-Positionen ein. Vor allem die Tatsache, dass die wichtigsten OPEC+-Mitglieder, Saudi-Arabien und Russland, die bestehenden **Produktions- und Exportreduzierungen** bis Jahresende fortgeschrieben haben, sorgte für Unterstützung, aber auch sinkende Lagerbestände und die Hoffnung auf eine Wiederbelebung der chinesischen Wirtschaft. Konjunktursorgen in Europa dagegen hatten keinen nachhaltigen Einfluss auf die Preisentwicklungen, ebenso wenig der gestärkte US-Dollar. Der Anstieg auf höhere Niveaus kam schneller als von uns erwartet.

Preis / Barrel	aktuell*	Q4/23	Q1/24	Q2/24	Q3/24
Rohöl Brent	94	89	89	89	90

* 20.09.2023

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

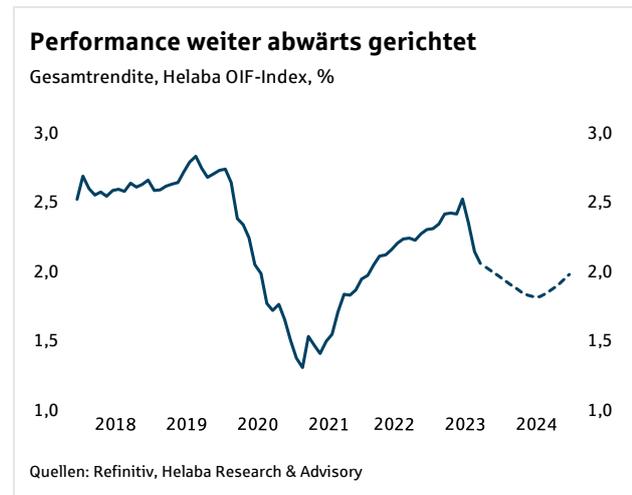
Immobilien: Rückgang der Hauspreise bald beendet



- Jahresperformance offener Immobilienfonds zuletzt bei 2 %, Abwertungen drücken die Rendite
- Nettomittelaufkommen offener Fonds Jan.-Juli um 60 % unter dem Vorjahreszeitraum
- Weiterhin hohe Nachfrage und zu geringes Angebot am deutschen Wohnungsmarkt
- Preise für Wohnimmobilien dürften sich bis Ende 2023 stabilisieren
- Höhere Finanzierungskosten haben die Erschwinglichkeit von Wohneigentum verschlechtert
- Gesunkene Hauspreise und bald wieder steigende Realeinkommen versprechen Erleichterung

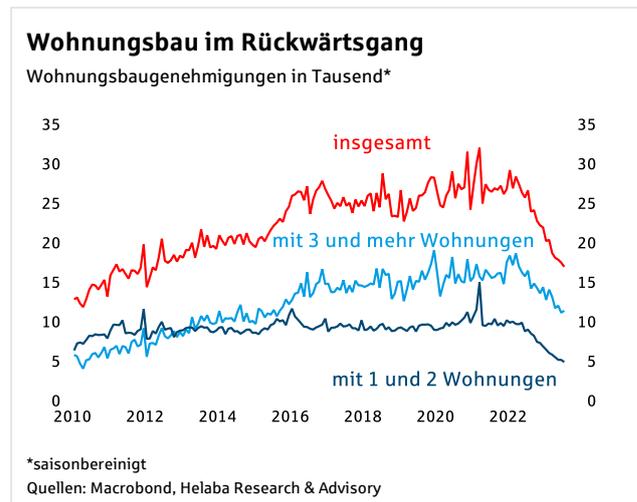
smi/ Die Performance **offener Immobilienfonds**, gemessen am „Helaba OIF-Index“, lag zuletzt mit 2 % geringfügig unter der des Vormonats und damit so niedrig wie zuletzt im März 2022. Der Index bildet die durchschnittliche **Wertentwicklung** von neun großen Immobilienpublikumsfonds der vier führenden Anbieter ab. Dabei zeigen sich auf der Ebene der einzelnen Fonds deutliche Unterschiede: zwei Produkte weisen nur eine geringfügig positive

Performance auf, während eines mit 3,5 % noch deutlich über der Rendite 10-jähriger Bundesanleihen von rund 2,7 % liegt.



Für die kommenden Monate erwarten wir trotz solider Mietentwicklung der Objekte in den Fonds **weitere Abwertungen** in den Portfolios, die die Rendite drücken dürfte. Erst im Verlauf des kommenden Jahres sollte die durchschnittliche Performance leicht zulegen können und in etwa das gegenwärtige Niveau wieder erreichen. Die insgesamt seit drei Monaten sinkende Rendite der offenen Fonds spiegelt sich auch im **rückläufigen Nettomittelaufkommen** der Fondskategorie wider. Dies lag im Juli nur bei 90 Mio. Euro und ist in den ersten sieben Monaten des Jahres mit insgesamt 1,5 Mrd. Euro um mehr als 60 % zurückgegangen.

Am deutschen **Wohnungsmarkt** sorgt die hohe Nachfrage weiterhin für kräftig steigende Mieten. Das Angebot ist zu gering und angesichts der stark rückläufigen Bautätigkeit wird die Knappheit hier noch zunehmen. Dafür sprechen z.B. die Wohnungsbaugenehmigungen, die von Januar bis Juli um etwa 28 % unter dem Vorjahreszeitraum lagen. Diese fundamentalen Daten am Wohnungsmarkt sprechen für eine baldige **Stabilisierung der Hauspreise**. Hauptproblem für den privaten Wohneigentumserwerb sind die kräftig gestiegenen Finanzierungszinsen.



Perspektivisch dürfte sich die **Erschwinglichkeit von Wohneigentum** zumindest etwas verbessern. So sind die Immobilien inzwischen etwas weniger teuer, die Zinsen dürften allmählich ihren Höhepunkt erreicht

% gg. Vorjahr	2020	2021	2022	2023p	2024p
Helaba OIF-Index*	1,5	2,0	2,3	2,0	2,0
Wohnimmobilien**	6,8	10,3	7,2	-4,0	2,0
Gewerbeimmobilien**	3,1	-0,8	-0,4	-8,5	0,0

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

haben und könnten wieder leicht zurückgehen. Die Realeinkommen werden bei sinkender Inflation bald wieder zunehmen und die staatlichen Fördermaßnahmen am Wohnungsmarkt werden vermutlich ausgeweitet. Alles in allem erwarten wir für 2024 wieder leicht steigende Wohnimmobilienpreise.

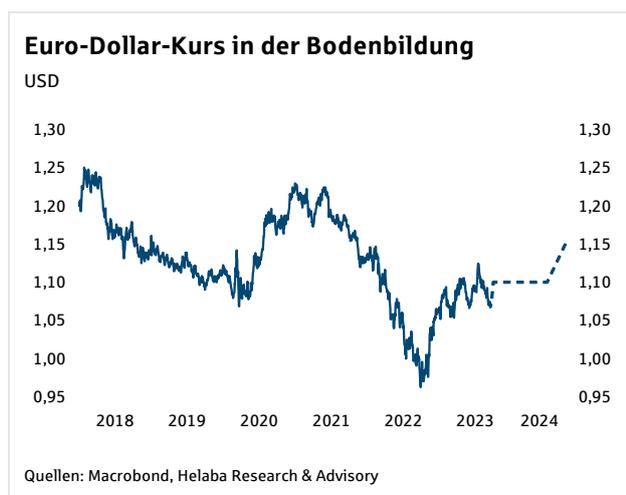
Devisen: US-Dollar vor Schwungverlust



- Dollar-Stärke setzte sich dank konjunkturellen Rückenwinds fort
- Nachlassender US-Renditevorteil mahnt jedoch zur Vorsicht, zumal Zinsgipfel wohl erreicht ist
- Euro-Dollar-Kurs dürfte von positiverer Euro-Konjunktur profitieren und bis auf 1,10 steigen
- Britisches Pfund litt wegen schwacher Konjunktur und rückläufiger Inflation zu sehr
- Schweizer Franken könnte wegen nachlassender SNB-Unterstützung leicht abwerten
- Japanisches Yen nach weiteren Verlusten mit sehr positivem Chance-Risiko-Verhältnis

ca/ Der **US-Dollar** konnte erneut zulegen. Seit dem kurzen Schwächeanfall im Juli hat die US-Währung sukzessive aufgewertet, deren Index stieg fast auf ein neues Jahreshoch. Der Euro-Dollar-Kurs sank entsprechend bis auf 1,06 – das Jahrestief lag übrigens bei 1,05. Gestützt wird der Greenback einmal mehr von einer nach wie vor erstaunlich robusten US-Konjunktur. Im Zuge dessen zogen die Dollar-Renditen an, was die Währung attraktiver macht. Bei genauerer Betrachtung stellt sich die Situation jedoch als weniger eindeutig dar.

Die Abschwächung der US-Wirtschaft lässt auf sich warten. Sicherlich gab es auch ein paar enttäuschende Zahlen, aber im Großen und Ganzen erweisen sich der Arbeitsmarkt wie auch der private Konsum weiter als robust. Die Stimmungsindikatoren bei den Unternehmen, die zeitweise schon am Abkippen waren, haben sich zuletzt wieder gefangen. Allerdings verschlechtert sich wegen der gestiegenen Zinsen die Laune im Bausektor. Es ist weiter davon auszugehen, dass die Bremsspuren in der US-Wirtschaft noch deutlicher zu Tage treten. Die Kerninflation sank trotz des besseren Wachstums eher plangemäß. Die **Fed** ging zunächst wieder **in den Wartemodus**. Ob die Notenbank doch noch einmal ihren Leitzins anheben wird, hängt nicht zuletzt davon ab, wie sehr die Konjunktur tatsächlich nachlässt. Sollte dies entsprechend eintreten, wäre der Zinsgipfel bereits erreicht.



Anders als die Fed hat die EZB nochmals reagiert und den Leitzins angehoben. Damit ist ihr Erhöhungszyklus zwar mutmaßlich beendet, der Euro wertete ab. Da der Schritt aber nicht klar erwartet wurde, stiegen die kurzfristigen Renditen dennoch, sogar mehr als in den USA. Der etwas **verringerte US-Renditevorteil** spricht daher wieder für einen etwas höheren Euro-Dollar-Kurs. Gegenwärtig ist die wirtschaftliche Lage in der Eurozone zweifellos schwieriger als in den USA. Das ist allerdings auch bekannt. Die Konjunkturüberraschungen scheinen in der Eurozone immerhin das Tal durchschritten zu haben. Freundlichere Wachstumszahlen würden dem Euro sicherlich helfen.

Der US-Dollar konnte in den letzten Wochen auch von **Auflösungen von Short-Positionen** profitieren. Dass das Pendel noch mehr auf die Gegenseite schwingt, ist

angesichts einer nachlassenden Dynamik und verhalten gepreister Risk Reversals nicht wahrscheinlich. Jüngst verlor der Dollar sogar gegenüber einigen Rohstoffwährungen, gegen die er zuvor viel mehr als gegenüber dem Euro gewonnen hatte. Vermutlich wird die aktuelle Dollar-Stärke allmählich auslaufen. Der **Euro-Dollar-Kurs** dürfte sich dann wieder **in Richtung 1,10** orientieren.

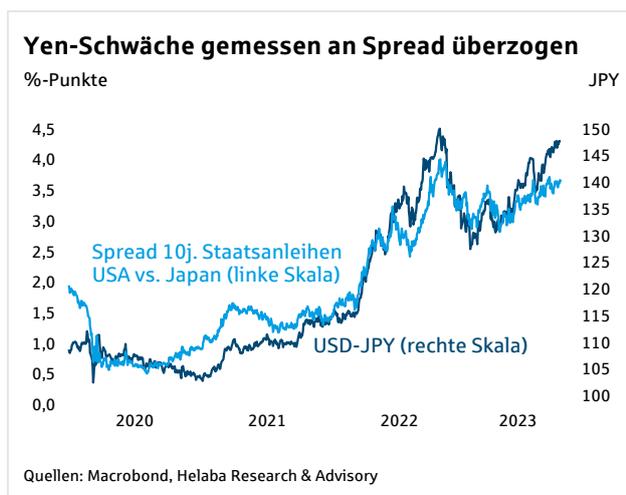
Das **Britische Pfund** zählte zuletzt zu den Verlierern, auch gegenüber dem Euro. Nachdem sich die britische Wirtschaft im laufenden Jahr zunächst besser als befürchtet schlug, gab es jüngst doch einige Hiobsbotschaften. Das Bruttoinlandsprodukt für Juli schrumpfte deutlich, so dass ein geringfügiger Rückgang im dritten Quartal realistisch erscheint. Die Arbeitslosenquote zog in den letzten Monaten merklich an. Der sich schon erholende Wohnimmobilienmarkt erlitt einen erheblichen Dämpfer aufgrund der höheren Kapitalmarktzinsen. Nun sank sogar die Kernrate der Inflation erstmals deutlich, wenngleich sie mit 6,2 % noch sehr hoch ist. Allerdings birgt das kräftige Lohnwachstum weiter Inflationsrisiken.

Die **Bank of England** ließ unerwartet ihren Leitzins in einem knappen Entscheid bei 5,25 %, weitere Anhebungen sind abhängig von der Datenlage. Vor nicht allzu langer Zeit wurden an den Terminmärkten Zinsen bei 6,5 % eingepreist. Diese Übertreibung ist korrigiert, worunter das Pfund auch gelitten hat. Kurzfristig könnten die Erwartungen ein wenig ins Gegenteil überzogen haben, so dass die britische Währung dann auch etwas aufwerten würde. Der Euro-Pfund-Kurs dürfte daher in den kommenden Monaten mit 0,85 wieder leicht niedriger notieren.

Der **Schweizer Franken** zeigte sich zuletzt lange reigungslos. Nun behielt die SNB – überraschend – ihren Leitzins von 1,75 % bei, was wohl auch der Zinsgipfel sein wird. Der Euro-Franken-Kurs kletterte daraufhin über 0,96. Im Gegensatz zu anderen Währungshütern kann die SNB schon von einer „erfüllten Mission“ sprechen. Schließlich befindet sich die Teuerung in der Schweiz mit 1,6 % – Kernrate 1,5 % – auf komfortablem Niveau. Die Schweizer Wirtschaft aber sieht kaum besser als die der Eurozone aus. Im zweiten Quartal stagnierte das BIP. Die Stimmungsindikatoren deuten nicht auf eine Besserung.



Der Renditenachteil des Frankens gegenüber dem Euro ist nach wie vor stark ausgeprägt bzw. hat sogar noch leicht zugenommen. Dies spricht ebenso wie die nur moderate Risikoaversion mehr für den Euro. Kurzfristig ist aber wichtiger, inwiefern die SNB weiter ihre Devisenreserven verringert. Das fundamentale Umfeld rechtfertigt nur bedingt Marktinterventionen, zumal die Bestände bereits deutlich zurückgegangen sind. Sofern die SNB ihren Griff lockert, dürfte der **Euro-Franken-Kurs** allmählich wieder in Richtung Parität klettern.



ner Aufhebung der Zinskurvensteuerung. Bei später rückläufigen US-Renditen würde sich das ganze klar zu Gunsten des Yen entwickeln. Der Dollar-Yen-Kurs könnte dann in Richtung 140 bzw. sogar darunter fallen, der Euro-Yen-Kurs entsprechend in Richtung 150.

Der **Japanische Yen** neigte erneut zur Schwäche, nicht nur gegenüber dem US-Dollar, sondern selbst gegenüber dem Euro. Trotz des Anstiegs blieb der Dollar-Yen-Kurs mit 148 hinter dem Vorjahreshoch von 150 zurück. Die Argumente für die Dollar-Stärke gelten gegenüber dem Yen eigentlich umso mehr. Der US-Renditevorteil nahm aber nur leicht zu, da selbst in Japan die Zinsen anzogen. Schon hieran gemessen erscheint der Yen als zu schwach.

Die Bank of Japan wird an ihrer expansiven Politik vorerst kaum rütteln. Das **Überraschungspotenzial** liegt aber sehr einseitig zu Gunsten einer Straffung wie ein-

gg. Euro	aktuell*	Q4/23	Q1/24	Q2/24	Q3/24
US-Dollar	1,07	1,10	1,10	1,10	1,15
Jap. Yen	158	152	150	148	148
Brit. Pfund	0,86	0,85	0,85	0,85	0,87
Schw. Franken	0,96	0,98	1,00	1,00	1,03

* 20.09.2023
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory



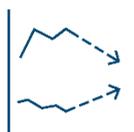
Prognosetabelle BIP und Inflation

	Bruttoinlandsprodukt				Verbraucherpreise			
	reale Veränderung gg. Vorjahr, %				Veränderung gg. Vorjahr, %			
	2021	2022	2023p	2024p	2021	2022	2023p	2024p
Eurozone	5,6	3,4	0,7	1,4	2,6	8,4	5,7	3,3
Deutschland	3,1	1,9	-0,1	1,3	3,1	6,9	6,0	3,5
Frankreich	6,4	2,5	0,8	1,5	2,1	5,9	5,5	3,0
Italien	7,0	3,8	1,0	1,4	1,9	8,7	6,6	3,5
Spanien	5,5	5,5	2,3	2,0	3,0	8,3	3,5	3,3
Niederlande	4,9	4,5	0,8	1,6	2,8	11,6	6,0	4,0
Österreich	4,7	4,9	0,3	1,5	2,8	8,6	7,6	3,3
Schweden	5,9	2,9	-0,8	0,5	2,2	8,4	8,5	3,5
Polen	6,9	5,5	0,4	2,5	5,1	14,4	12,2	6,0
Tschechien	3,5	2,4	0,2	2,4	3,8	15,1	11,0	2,5
Ungarn	7,2	4,6	-0,5	3,2	5,1	14,5	17,6	4,5
Großbritannien	8,7	2,5	0,3	1,0	2,6	9,1	7,4	3,5
Schweiz	3,9	2,0	1,0	1,5	0,6	2,8	2,2	1,5
USA	5,9	2,1	1,7	1,0	4,7	8,0	4,0	2,7
Japan	2,3	1,0	2,0	1,0	-0,2	2,5	3,0	1,6
Asien ohne Japan	7,1	3,7	4,7	4,7	2,4	3,7	2,4	2,5
China	8,2	3,1	5,3	5,0	0,9	1,9	1,0	2,2
Indien*	9,1	7,2	6,0	5,6	5,1	6,7	5,7	4,5
Russland	5,6	-2,1	-2,2	2,1	6,7	13,7	7,0	5,5
Türkei	11,1	5,6	3,0	2,8	19,6	72,4	37,0	20,0
Lateinamerika**	7,0	3,7	1,7	2,3	10,3	14,9	16,7	13,0
Brasilien	4,6	2,9	2,6	2,2	8,3	9,0	5,0	3,5
Welt	6,3	3,0	2,7	2,9	3,7	7,0	5,1	3,7

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, Refinitiv, Helaba Research & Advisory



Kapitalmarktprognosen

	Veränderung seit ...		aktueller Stand**	Helaba-Prognosen			
	31.12.2022	Vormonat*		Q4/2023	Q1/2024	Q2/2024	Q3/2024
Zinsen	Basispunkte		%				
EZB Refi-Satz	200	25	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
EZB Einlagenzins	200	25	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00
Tagesgeldsatz €STR	201	25	3,90	4,00	4,00	4,00	4,00
3M Euribor	180	15	3,93	4,00	4,00	3,90	3,50
6M Euribor	138	14	4,07	4,05	4,05	3,95	3,55
2j. Bundesanleihen	50	30	3,26	2,80	2,80	2,60	2,40
5j. Bundesanleihen	16	22	2,73	2,40	2,40	2,35	2,40
10j. Bundesanleihen	13	19	2,70	2,30	2,30	2,20	2,30
2j. Swapsatz	42	16	3,82	3,50	3,40	3,10	2,90
5j. Swapsatz	10	13	3,34	3,10	3,05	3,00	3,00
10j. Swapsatz	3	11	3,23	3,00	3,00	2,85	2,90
20j. Swapsatz	23	13	3,16	2,90	2,90	2,75	2,80
30j. Swapsatz	40	17	2,93	2,70	2,70	2,60	2,70
Fed Funds Target Rate	100	0	5,38	5,38	5,38	5,38	5,13
10j. US-Treasuries	53	17	4,41	3,70	3,70	3,50	3,50
Aktien	Landeswährung, %						
DAX	13,3	1,0	15.782	17.000	17.200	17.300	17.400
Euro Stoxx 50	12,7	1,0	4.276	4.600	4.650	4.700	4.750
Dow Jones	3,9	1,0	34.441	36.500	36.900	37.250	37.700
S&P 500	14,7	0,6	4.402	4.700	4.730	4.750	4.780
Nikkei 225	26,6	2,3	33.024	35.000	35.300	35.500	35.800
Gold und Brentöl	%						
Gold €/Unze	6,3	2,3	1.811	1.727	1.818	1.818	1.913
Gold \$/Unze	5,8	0,7	1.930	1.900	2.000	2.000	2.200
Brentöl \$/Barrel	8,9	12,2	94	89	89	89	90
Devisen	jeweils gg. Euro, %		jeweils gg. Euro				
US-Dollar	0,4	1,4	1,07	1,10	1,10	1,10	1,15
Japanischer Yen	-11,2	-0,3	158	152	150	148	148
Britisches Pfund	2,5	-0,7	0,86	0,85	0,85	0,85	0,87
Schweizer Franken	3,3	-0,2	0,96	0,98	1,00	1,00	1,03

* 24.08.2023 ** 20.09.2023

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory



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

Wir sind für Sie da:

Themengebiete

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

Autoren/-innen

Dr. Gertrud R. Traud (gt) 20 24
Ulf Krauss (uk) 47 28
Markus Reinwand (mr), CFA 47 23
Christian Apelt (ca), CFA 47 26
Claudia Windt (cw) 25 00
Dr. Stefan Mitropoulos (smi) 46 19
Ralf Umlauf (ru) 11 19
Dr. Stefan Mütze (smü) 38 50
Patrick Franke (pf) 47 38

Durchwahl 069/9132-

Herausgeber und Redaktion

Helaba Research & Advisory

Redaktion:

Dr. Stefan Mitropoulos
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:

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/>