



→ [Konjunktur](#)

→ [Geldpolitik](#)

→ [Staatsanleihen](#)

→ [Aktien](#)

→ [Gold](#)

→ [Rohöl](#)

→ [Immobilien](#)

→ [Devisen](#)

→ [Prognosetabelle BIP und Inflation](#)

→ [Kapitalmarktprognosen](#)

### Editorial: Wer senkt wann die Leitzinsen?



gt/ Bereits in unserer Publikation Märkte und Trends 2024 vom 9. November 2023 waren wir davon ausgegangen, dass das neue Jahr die Leitzinswende der großen Notenbanken Fed und EZB bringen wird. Damit sind sie nicht die ersten im internationalen Konzert. So wie bereits im Zinserhöhungszyklus gibt es Länder, die deutlich früher erkannten, dass ein Umschalten bei der geldpolitischen Ausrichtung angemessen ist. Dazu zählen Ungarn, Tschechien und Polen, die ihren Zinserhöhungszyklus rund ein Jahr vor der Europäischen Zentralbank starteten. Umgekehrt sind auch diese Länder wieder schneller und haben bereits in der zweiten Jahreshälfte 2023 mit den Zinssenkungen begonnen.

Wann genau erwarten wir jetzt den ersten Zinssenkungsschritt von Fed und EZB? In unserem Jahresausblick war zwar bereits die Rede von Mitte des Jahres 2024, allerdings gingen wir damals noch davon aus, dass es Anfang des dritten Quartals werden würde. In den letzten drei Monaten haben sich jedoch die Rahmenbedingungen etwas verändert. Nicht nur, dass die Kapitalmärkte stark umschwenkten und die Aktien- und Rentenmärkte eine Rally hinlegten. Ursächlich waren die geänderten Zinssenkungserwartungen. Teilweise wurden für 2024 dies- und jenseits des Atlantiks sechs Zinsschritte zu 25 Basispunkten eingepreist. Ausgelöst wurde dies durch eine deutliche Entspannung an der Inflationsfront.

Seit Jahresanfang hat diese Euphorie etwas abgenommen. Auch hat die EZB signalisiert, dass Zinssenkungen im Frühjahr verfrüht seien. EZB-Präsidentin Christine Lagarde hat aber explizit den Sommer als geeigneten Zeitpunkt ins Spiel gebracht. Innerhalb der EZB wird wohl noch gerungen, ob damit der Spätsommer, also das dritte Quartal, oder bereits der Juni gemeint sein könnte.

Wir halten mittlerweile die EZB-Sitzung im Juni für den wahrscheinlichsten Termin. Auch die Fed wird voraussichtlich schon im Juni ihren ersten Schritt tun. Damit erwarten wir für 2024 bei beiden Notenbanken insgesamt je drei Zinsschritte mit 25 Basispunkten. Die Konjunktur sollte dadurch einen wesentlichen Impuls erhalten. In diesem Umfeld gibt es dann auch weiteren Spielraum für Aktien.

Ihre

**Dr. Gertrud R. Traud**

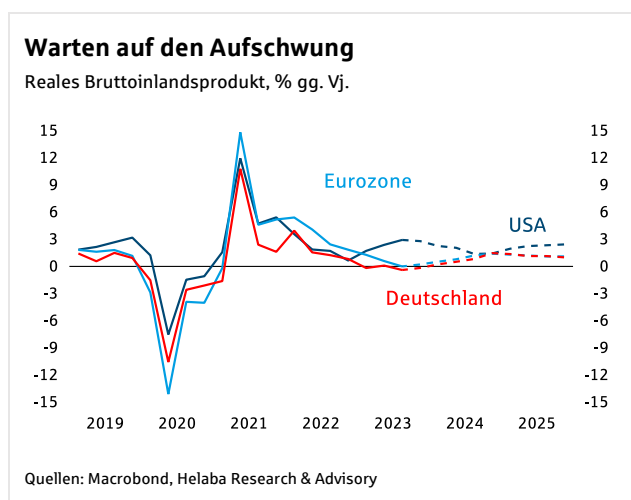
Chefvolkswirtin/Managing Director

## Konjunktur: Gelingt die weiche Landung?



- Weltkonjunktur läuft noch immer eher schleppend – mit einigen Lichtblicken
- USA wohl auch Ende 2023 auf Expansionskurs, China scheint sich zu stabilisieren
- BIP-Prognose 2024 für Deutschland auf 0,8 % (von 1,3 %); Eurozone: 1,0 % (1,3 %) gesenkt
- Steigende reale Einkommen dürften deutschen Konsum ankurbeln
- Eurozone weiterhin mit etwas stärkerem Wachstum als Deutschland
- Inflationsraten zuletzt bei 2,9 % in der Eurozone, 3,7 % in Deutschland und 3,4 % in den USA

pf/ Restriktive Geldpolitik und geopolitische Unsicherheit, seit einigen Wochen verstärkt aus dem Nahen Osten, belasten derzeit die Stimmung. Der globale Industriezyklus ist noch immer nicht auf Aufschwung umgesprungen. Zwar hoffen die Finanzmärkte auf **kräftige Zinssenkungen** durch die Notenbanken, aber es bleibt unklar, wie viel diese liefern können: Die Inflation klingt ab, ist aber noch nicht „erledigt“.



**Positive Überraschungen**, wie in den **USA**, kommen daher derzeit mit dem potenziellen Pferdefuß höherer Inflationsrisiken. Ein wohl unerwartet starkes viertes Quartal und wenig Anzeichen für eine spürbare Abschwächung Anfang 2024 haben uns veranlasst, unsere Prognose für das US-BIP für 2024 **von 1,3 % auf 1,8 % anzuheben**. Der Fed scheint also tatsächlich eine „weiche Landung“ zu gelingen, denn viele Indikatoren sprechen dafür, dass die Bremswirkung der US-Geldpolitik bereits ihren Höhepunkt überschritten hat. **Chinas** Wirtschaft expandierte Ende 2023 mit einer soliden Rate – wir bleiben hier bei unserer Prognose von 5 % Wachstum 2024.

saz/ Die deutsche Wirtschaft ist **2023** in realer Rechnung um **kalenderbereinigt 0,1 % geschrumpft** und hat damit schlechter abgeschnitten als wichtige vergleichbare Länder. Nach ersten Berechnungen des Statistischen Bundesamtes ist die Wirtschaftsleistung im Endquartal um 0,3 % geschrumpft. Immerhin scheint das dritte Quartal mit einer Stagnation etwas günstiger ausgefallen zu sein. Trotzdem war die Entwicklung schwächer als bislang von uns erwartet. Zudem haben sich die **Rahmenbedingungen nochmals verschlechtert**. So belasten die jüngsten Haushaltsbeschlüsse aufgrund des Urteils des Bundesverfassungsgerichtes das Wachstum 2024 leicht. Auch führt die unsichere Lage im Roten Meer erneut zu Lieferkettenproblemen, beispielsweise bei Tesla in Grünheide, wo die Produktion für zwei Wochen gestoppt werden muss. Allerdings sind die Kapitalmarktzinsen zurückgekommen. Trotzdem ist das ifo Geschäftsklima im Januar zum zweiten Mal in Folge gefallen. Wir passen unsere Prognose für Deutschland an und erwarten nun für **2024 ein Wirtschaftswachstum von 0,8 % (zuvor: 1,3 %)**.

Die **privaten Konsumausgaben** dürften sich nach einem Rückgang 2023 von 0,8 % im aktuellen Jahr erholen. Aufgrund der gesunkenen Inflationsrate und der damit steigenden Reallöhne erhöht sich die Kaufkraft im Verlauf des Jahres. Leistungen wie das Bürgergeld wurden deutlich angehoben und die Beschäftigung steigt. Bei nahezu unveränderter Sparquote dürften die Konsumausgaben schätzungsweise so stark wie die gesamtwirtschaftliche Leistung zulegen. Die saisonbereinigte Arbeitslosigkeit stieg zwar zuletzt; dies ist allerdings auch durch die starke Zuwanderung bedingt.

Der **Staatskonsum** verzeichnete im vergangenen Jahr zum ersten Mal seit 20 Jahren einen Rückgang (-1,7 %). Dies ist primär durch den Wegfall der Corona-Hilfen wie Impfungen und dem Vorhalten von Bettenkapazitäten zu erklären. Dieser Sondereffekt fällt 2024 weg. Damit sollte diese Komponente mit einem Anteil von rund einem

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

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

Fünftel am Bruttoinlandsprodukt wieder zulegen. Die zurückhaltendere Haushaltspolitik aufgrund des Urteils des Bundesverfassungsgerichts dürfte sich eher bei den Investitionen auswirken.

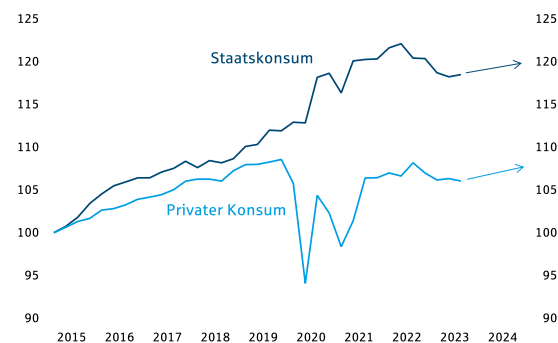
Die **Ausrüstungsinvestitionen** legten 2023 mit 3,0 % noch überraschend stark zu. Die mittlerweile beendete Förderung elektrisch betriebener Pkw hat hierzu beigetragen. Allerdings ist das Zinsumfeld 2024 freundlicher für Investitionen. Gleichwohl werden die Ausrüstungen 2024 nur noch wenig zulegen. Die **Bauinvestitionen** entwickelten sich im letzten Jahr wie erwartet negativ (-2,1 %). Trotz gesunkener Hypothekenzinsen und weniger stark steigender Baukosten dürften die Aktivitäten in diesem Jahr nochmals leicht zurückgehen.

Sowohl die Ausfuhren als auch die Einfuhren waren 2023 rückläufig, wobei die Importe stärker abnahmen. Daraus ergab sich ein positiver Außenbeitrag. **2024** sollte sich der **Außenhandel erholen und wiederum leicht zum Wachstum beitragen**.

Für die **Eurozone** haben wir unsere Wachstumsprognose für 2024 leicht auf 1 % gesenkt (1,3 %). Damit dürfte Deutschland zum vierten Mal in Folge langsamer expandieren als der gemeinsame Währungsraum. Wichtige Länder wie Italien und Spanien profitieren noch von umfangreichen europäischen Transfers. Zudem ist der Anteil der Industrie, die global nur zögerlich aus der Rezession kommt, in vielen europäischen Ländern kleiner als in Deutschland und bremst daher dort weniger die wirtschaftliche Aktivität.

### Positive Impulse für den Konsum

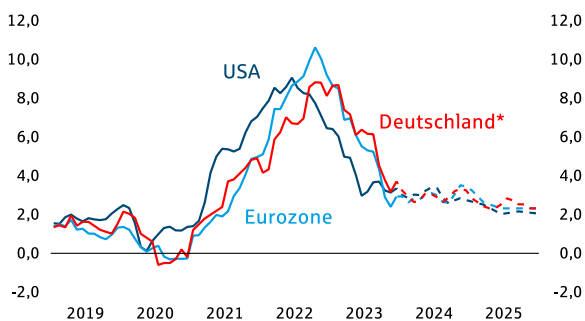
Reale Konsumausgaben, Index: Q1 2015 = 100



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

### Inflationsrückgang in Europa setzt sich fort

Verbraucherpreise, % gg. Vj.



\*nationale Berechnungsweise

Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Nach einem starken Inflationsrückgang im Herbst erhöhte sich die **Konsumentenpreissteigerung in Deutschland** im Dezember mit 3,7 % wieder stärker (November: 3,2 %). In der Eurozone stieg der Wert auf 2,9 % (zuvor: 2,4 %). Die Inflation war hierzulande u.a. höher, weil die Bundesregierung vor einem Jahr einmalig die Kosten für Gas und Wärme übernahm. Die Kernrate der Eurozone lag zuletzt bei 3,4 %. Der weitere Rückgang dürfte sich zäh gestalten. Im Januar ist in Deutschland die Mehrwertsteuer in der Gastronomie und die CO<sub>2</sub>-Steuer gestiegen. Auch könnten die hohen Tarifsteigerungen insbesondere bei Dienstleistungen den weiteren Rückgang der Inflationsrate bremsen. Insgesamt wird die Inflationsrate mit jahresdurchschnittlich 3 % aber deutlich niedriger liegen als im Vorjahr mit 5,9 %.

Die Verbraucherpreise in den **USA** stiegen 2023 um rund 4 %. Im Dezember lag die Teuerung noch bei 3,4 %, die Kernrate sogar bei 3,9 %. Außerhalb des Energiebereichs sieht es auch bei der kurzfristigen Dynamik nicht so gut aus: In den drei Monaten bis Dezember legte der Kernindex mit einer aufs Jahr hochgerechneten Rate von 3,3 % zu, wieder ein ganzes Stück mehr als noch im Sommer 2023 (2,4 %). Da wir für die kommenden Monate mit einem Anstieg des Ölpreises rechnen, wird die Disinflation von dieser Seite zunächst ebenfalls gebremst. Wir heben unsere Inflationsprognose für 2024 wegen dieses Effekts und der wohl auch im ersten Quartal etwas höheren Kernteuerung von 2,7 % auf 3,0 % an.

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

p=Prognose, \*nationale Abgrenzung

Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

## Geldpolitik: Zinswende wahrscheinlich im Juni



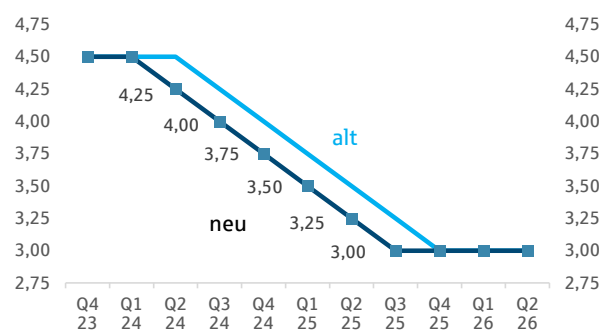
- Wir haben unseren EZB-Zinssenkungspfad um ein Quartal vorgezogen
- Der schwächere Konjunkturausblick gibt für 2024 Spielraum für drei kleine Zinsschritte
- Die nach wie vor vorhandenen Inflationsrisiken sprechen jedoch gegen eine schnelle Aktion
- Wahrscheinlichster Zeitpunkt für die Zinswende der EZB ist der Juni
- Auch Fed ist am Zinsgipfel angekommen, erste Zinssenkung ebenfalls zur Jahresmitte
- Ende des Jahres sollte der Leitzinszielkorridor in den USA 75 Basispunkte niedriger sein als jetzt

uk/ Die zeitweise deutliche **Entspannung** an der Inflationsfront hat zur Stimmungsverbesserung der Mitglieder des EZB-Rats geführt. Eine Zinssenkung im weiteren Jahresverlauf wurde bereits avisiert. Angesichts kurzfristig noch bestehender **Inflationsrisiken** ist aber nicht mit einer schnellen Aktion der EZB zu rechnen. Die jüngsten Signale aus dem EZB-Rat deuten auf eine Präferenz für den **Sommer** hin. Die Falken dürften den September, die Tauben den Juni bevorzugen.

Für die Entscheidung spielen auch die Termine der insgesamt **acht Sitzungen** 2024 eine Rolle. Bedeutend sind dabei die Treffen zum Quartalsende, bei denen die neuen Inflations- und Wachstumsprojektionen vorgestellt werden. Die September-Sitzung käme für viele im EZB-Rat vermutlich zu spät, zumal **Wirkungsverzögerungen** zu berücksichtigen sind. Den von uns im Jahresausblick im November prognostizierten Zinssenkungspfad ziehen wir um **ein Quartal vor**, was auch bedeutet, dass es 2024 **drei statt zwei Zinssenkungen** um jeweils 25 Basispunkte geben dürfte.

### Zinssenkungspfad um ein Quartal vorgezogen

EZB-Refinanzierungssatz, Helaba-Prognose, %



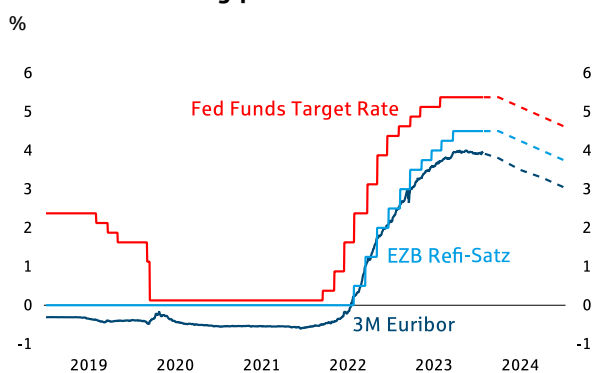
Quelle: Helaba Research & Advisory

pf/ In den **USA** hat die Fed auf ihrer Sitzung im Dezember den Leitzins unverändert gelassen. Auf mehr Interesse stießen an den Märkten die Projektionen der FOMC-Mitglieder. Die sehen nämlich nun bis Dezember 2024 eine

**Absenkung** des Zielkorridors für die Federal Funds Rate von aktuell 5,25 % bis 5,50 % auf 4,50 % bis 4,75 % als wahrscheinlich an. Während die Fed betont, dass nur eine wie erwartet fortschreitende Disinflation und ein sich abkühlender Arbeitsmarkt dies ermöglichen werden, setzt der Future-Markt auf eine noch viel stärkere Lockerung: Mitte Januar waren bis Ende 2024 mehr als 125 Basispunkte Zinssenkung eingepreist.

Eine so schnelle und kräftige geldpolitische Wende in den USA würde jedoch wohl eine **drastische konjunkturelle Abschwächung** voraussetzen, die es der Fed angezeigt erscheinen lässt, sich zügig von einer restriktiven Geldpolitik zu verabschieden. Wir gehen nicht davon aus, dass Wachstum, Arbeitsmarkt und Inflation diesem Skript folgen werden.

### Fed und EZB: Zinsgipfel erreicht



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Wir rechnen aufgrund unserer Makroprognosen damit, dass der in den Projektionen zum Ausdruck kommende „Fahrplan“ auch so umgesetzt werden kann. Bis Ende 2024 dürfte der Leitzins also um **75 Basispunkte** fallen.

%	aktuell*	Q1/24	Q2/24	Q3/24	Q4/24
3M Euribor	3,93	3,80	3,50	3,30	3,05
EZB Refi-Satz	4,50	4,50	4,25	4,00	3,75
Fed Funds Rate	5,38	5,38	5,13	4,88	4,63

\* 24.01.2024

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

## Staatsanleihen: Prognoseadjustierung – Spielraum bei Renditen überschaubar

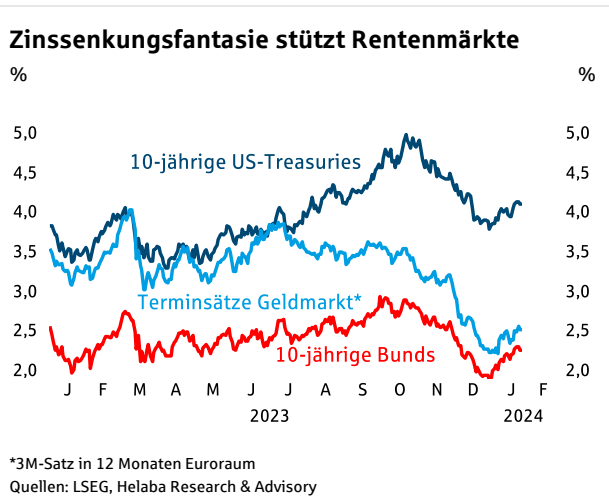


- Der Jahresendspurt brachte 2023 deutliche Ertragszuwächse bei Staatsanleihen
- Das Umfeld bleibt angesichts der sich abzeichnenden Zinswende freundlich
- Vieles ist jedoch bereits durch den starken letztjährigen Renditerückgang eskomptiert
- Aufgrund der veränderten Leitzinserwartungen haben wir die Renditeprognosen angepasst
- Der Gravitationswert 10-jähriger Bunds liegt nun am Jahresende bei 2,1 %
- Mit einem nachhaltigen Absinken unter die 2-Prozentmarke ist 2024 nicht zu rechnen

uk/ Die Anleger starteten ungeduldig ins neue Jahr. Anfang Januar lag der Dreimonatssatz an den Terminmärkten auf Sicht von zwölf Monaten nur noch bei rund 2,2 %, im November notierte er noch rund einen Prozentpunkt höher. Die Renditen 10-jähriger Bundesanleihen fielen kurzzeitig unter die 2 %-Marke, was auf die ebenfalls gestiegenen Zinssenkungserwartungen in den USA zurückzuführen war. Dort unterschritt die Rendite 10-jähriger Staatsanleihen erstmals seit Juli wieder die 4 %-Marke.

Rückblickend auf 2023 verzeichneten Anleihe-Investoren aufgrund des kräftigen Zinsrückgangs zum Jahresende Ertragszuwächse von rund 5,5 % – gerechnet auf alle Bundesanleihen. Dies war immerhin die beste Performance seit 2014. Im Oktober wurde noch ein Verlust von rund 1 % ausgewiesen, was erneut gezeigt hat, welche volatile Zeiten die Anleger durchleben.

Dieses Jahr sollte die Marktentwicklung etwas ruhiger verlaufen, wobei es aufgrund der weiterhin angespannten geopolitischen Lage viele Unwägbarkeiten gibt. Im Fokus der Anleger steht vor allem die Zinswende, die erfahrungsgemäß Anleihen ein freundliches Umfeld verschafft.



Allerdings haben die letzten Wochen gezeigt, dass hier bereits sehr viel eingepreist ist. Der **Abbau der Wertpapierbestände** bei den Notenbanken bei gleichzeitig relativ hoher staatlicher **Emissionstätigkeit** verengt den Spielraum, so dass bei Bundesanleihen mit nachhaltigen Zinsniveaus von unter 2 % trotz etwas schwächerer Konjunktorentwicklung nicht zu rechnen ist.

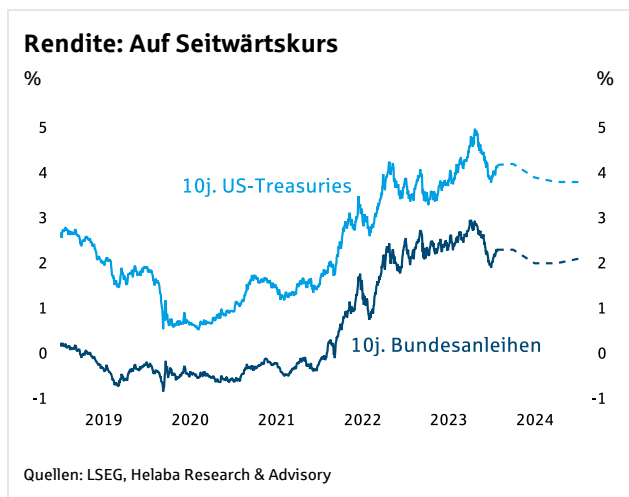
Der von uns vorgezogene EZB-Zinssenkungspfad bedeutet, dass die Leitzinsen 2024 um 75 Basispunkte gesenkt werden dürften. Da auch die US-Notenbank etwas früher als erwartet aktiv werden könnte und damit ebenfalls einen Zinsschritt mehr in diesem Jahr machen sollte, ergibt sich für den Rentenmarkt Anpassungsbedarf: Für 10-jährige US-Staatsanleihen erwarten wir nun für das Jahresende einen Wert von 3,8 % statt 4,0 %.

Bei Bundesanleihen sinkt der entsprechende Gravitationswert von 2,3 % auf 2,1 %. Die Prognosen der Vorquartale wurden entsprechend angepasst. Der Spread zwischen Bundesanleihen und Swapsätzen hat zuletzt wieder die langjährigen Mittelwerte bei knapp über 40 Basispunkten erreicht. Hier reduzieren wir den Aufschlag gegenüber Bunds auf 45 Basispunkte.

%	aktuell*	Q1/24	Q2/24	Q3/24	Q4/24
10j. Bundesanl.	2,34	2,30	2,00	2,00	2,10
10j. US-Treasuries	4,18	4,20	3,90	3,80	3,80

\* 24.01.2024

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

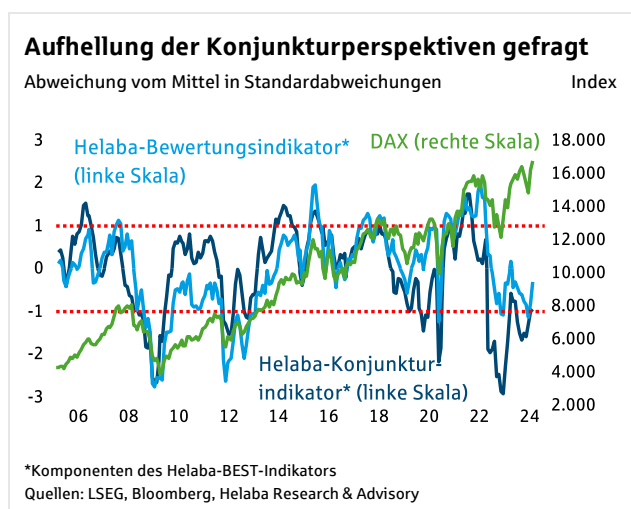


## Aktien: Nach dem Spiel ist vor dem Spiel



- Aktien sind sehr unterschiedlich ins neue Jahr gestartet: Nikkei 225 bärenstark, DAX zieht nach
- Zinssenkungserwartungen als wichtiger Kurstreiber vermutlich etwas überzogen
- Konjunkturperspektiven im Verarbeitenden Gewerbe weltweit hellen sich nur zögerlich auf
- Störungen der Lieferketten könnten den Erholungsprozess behindern bzw. verzögern
- Aktien haben bereits einen kräftigen Schluck aus der Pulle genommen
- US-Titel sind inzwischen recht hoch bewertet, Nikkei 225 und DAX fair gepreist

mr/ Nach einem **beeindruckenden Jahresendspurt** verlief der Start ins neue Börsenjahr sehr unterschiedlich. Der japanische Nikkei 225 wies gegenüber dem Jahresultimo zeitweilig ein Plus von sagenhaften 9 % auf. Die US-Indizes folgen mit deutlichem Abstand. Immerhin markierte der S&P 500 aber bereits ein Allzeithoch. Nach gewissen Startschwierigkeiten konnte auch der DAX auf Schlusskursbasis einen neuen Rekordwert erklimmen.



Aktien haben in den letzten Monaten schon einen kräftigen Schluck aus der Pulle genommen. Ein **wichtiger Treiber waren Zinssenkungserwartungen** dies- und jenseits des Atlantiks, die unseres Erachtens inzwischen etwas über das Ziel hinausgeschossen sind. Von dieser Seite könnte es in den kommenden Monaten zu Enttäuschungen kommen, zumal wenn eine Aufhellung der Konjunkturperspektiven unterstellt wird. Die **Bewertung** des DAX hat sich zwar etwas erhöht, ist aber immer **noch moderat**. Allerdings wurde der jüngste Anstieg nicht ausreichend durch eine entsprechende Verbesserung der Konjunkturerwartungen untermauert, so dass die jüngste Zurückhaltung der Anleger durchaus nachvollziehbar ist.

das während der Corona-Pandemie Hochkonjunktur hatte: **Lieferkettenengpässe!** Nach den terroristischen Angriffen auf Frachtschiffe im Roten Meer haben viele Reeder die Transportrouten zwischen Europa und Asien geändert. Dies führt zu Preissteigerungen sowie längeren Transportzeiten und damit zu möglichen Störungen der Lieferketten. Bislang zeigt der Global Supply Chain Pressure Index noch keine Verspannungen.

Zur Verunsicherung trägt auch wieder ein Thema bei,

Indexpunkte	aktuell*	Q1/24	Q2/24	Q3/24	Q4/24
DAX	16.890	16.400	16.800	17.200	17.500
Euro Stoxx 50	4.564	4.500	4.600	4.700	4.800
S&P 500	4.869	4.580	4.650	4.730	4.800

\* 24.01.2024

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory



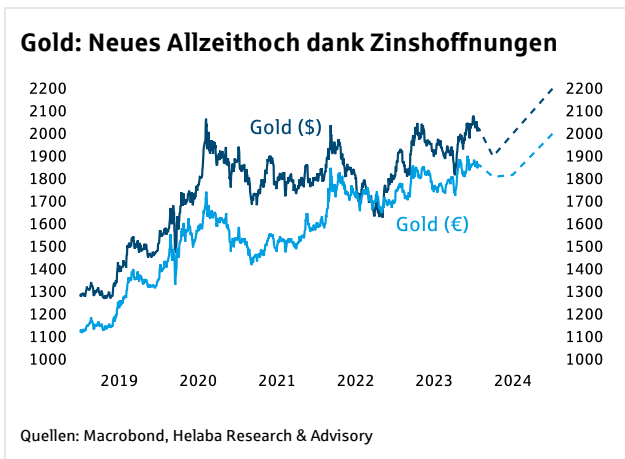
Der Kurs von **Schiffahrtsaktien**, der in den letzten Jahren eine relativ gute Indikation für Lieferkettenprobleme lieferte und einen Vorlauf von rund sechs Monaten aufweist, ist angesichts der jüngsten Ereignisse gestiegen. Die Unsicherheit könnte also zunächst anhalten.

Die **US-Berichtssaison** ist sehr **erfreulich gestartet**. Von den bislang vorliegenden knapp 20 % konnten 80 % positiv überraschen. Eine fundamentale Untermauerung durch Unternehmensgewinne ist gerade für die inzwischen recht hoch bewerteten US-Indizes auch dringend geboten, um Kursrücksetzer zu vermeiden. Hierzulande läuft dagegen die Zwischenberichterstattung gerade erst an.

## Gold: Zeit für eine Atempause nach einem erfolgreichen Jahr



- Für Gold sowohl in Dollar- als auch in Eurorechnung war 2023 ein voller Erfolg
- Hoffnung auf kräftige Leitzinssenkungen beförderten das Edelmetall auf ein neues Allzeithoch
- Erwartungen an die Geldpolitik stehen derzeit auf dem Prüfstand, was zu Preisabschlägen führt
- Gold wird erst bei geldpolitischer Sicherheit wieder mehr Schwung erfahren



cw/ Für Gold war 2023 mit einer **Jahresperformance** von gut **15 %** ein außerordentlich erfolgreiches Jahr. Sogar in Eurorechnung können die Investoren mit einem Plus von rund **8 %** zufrieden sein. Dabei lief es nicht durchweg rund für das Edelmetall. Insbesondere **steigende Zinsen** setzten den Preis unter Druck. Erst als die Geldpolitik ihr Zinshoch erreicht hatte, wendete sich das Blatt. Gold profitierte massiv von den zum Teil **übertriebenen Zinssenkungsspekulationen**. Diese beförderten das Edelmetall sogar auf ein **neues Allzeithoch** von 2.135 US-Dollar je Feinunze. Allerdings konnte dieser Wert nicht gehalten werden. Vielmehr stellen die Anleger seit Jahresbeginn ihre geldpolitischen Erwartungen auf den Prüfstand.

Damit fehlt es dem Edelmetall an Impulsen für eine weitere Aufwärtsbewegung. Diese dürfte erst mit **geldpolitischer Klarheit** erfolgen. Gold bleibt vorerst anfällig, was aber Einstiegsmöglichkeiten bietet.

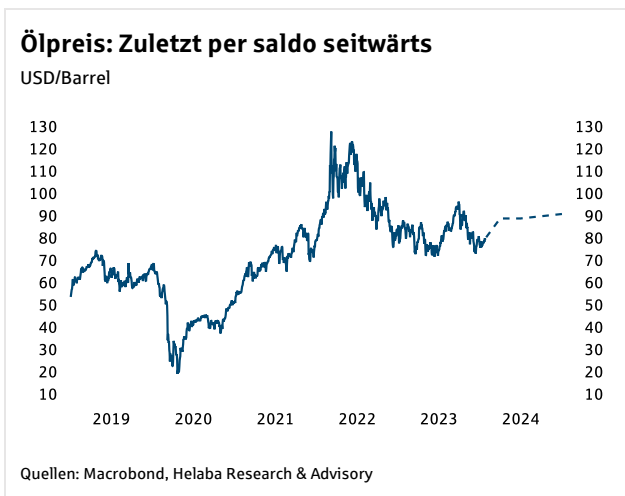
Preis / Feinunze	aktuell*	Q1/24	Q2/24	Q3/24	Q4/24
Gold in Euro	1.849	1.810	1.818	1.909	2.000
Gold in US-Dollar	2.014	1.900	2.000	2.100	2.200

\* 24.01.2024 Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

## Rohöl: Zwischen Konjunktursorgen und Risikoauflägen



- Geopolitische Risiken bleiben präsent – Huthis sorgen für Störung des Schiffsverkehrs
- Laut Angebots- und Nachfrageprognosen ist der Markt in Unterversorgung
- Lagerbestände weiterhin niedrig – OPEC hat dennoch weniger Einfluss auf den Markt
- US-Produktion erreicht Rekordstand



ru/ An den Ölmärkten herrscht ein Patt und der Brent-Preis schwankt seit November um 77 USD/Barrel. Die Preis-Optimisten, zu denen wir vor allem wegen der Wachstumserwartungen gehören, verweisen neben den **geopolitischen Risiken** in Nahost auf die **Unterversorgung** des Marktes und die geringen **Lagerbestände** in den USA und Europa. Vor allem die Bestrebungen der OPEC, angeführt von Saudi-Arabien, durch Produktionskürzungen die Preise zu erhöhen, werden genannt. Unklar ist derweil die Lage in China. Starke Öl-Importe hatten 2023 die Notierungen über weite Strecken gestützt. Inzwischen hat sich die Situation dort beruhigt. Die Preis-Pessimisten heben hervor, dass Saudi-Arabien die Hauptlast verringerter Produktionsquoten in der OPEC trägt und die Solidarität im Kartell bröckelt, auch wenn Russland im Rahmen der OPEC+

an der Seite der Saudis steht. Zudem ist die **US-Produktion** auf Rekordniveau gestiegen, sodass die **Preissetzmacht** des Kartells geringer geworden ist.

Preis / Barrel	aktuell*	Q1/24	Q2/24	Q3/24	Q4/24
Rohöl Brent	80	89	89	90	91

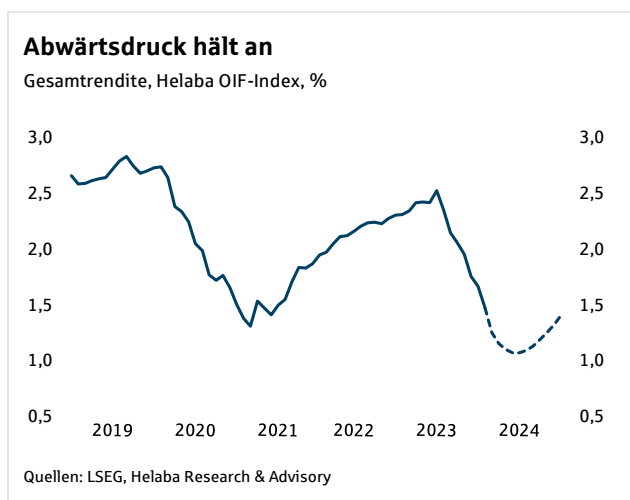
\* 24.01.2024 Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

## Immobilien: Schwacher Jahresbeginn



- Jahresperformance offener Immobilienfonds von zuletzt 1,5 % dürfte im Januar erneut sinken
- Abschreibungen auf Immobilienwerte werden Performance einzelner Fonds weiter drücken
- Spürbare Mittelabflüsse für das Gesamtjahr erwartet
- Transaktionsvolumina am Immobilienmarkt dürften sich von niedrigem Niveau aus erholen
- Im gewerblichen Segment vor allem Büroimmobilien weiter schwach
- Trendwende am deutschen Wohnungsmarkt in der zweiten Jahreshälfte wahrscheinlich

smi/ Die **Performance offener Immobilienfonds**, gemessen am „Helaba OIF-Index“, lag zu Jahresbeginn bei etwa 1,5 % und dürfte im Januar weiter sinken. Der Index bildet die durchschnittliche Wertentwicklung von neun deutschen Immobilienpublikumsfonds der vier führenden Anbieter ab. Offensichtlich belasten verstärkte **Abwertungen** in den Immobilienbeständen stärker als die positiven Effekte der wieder höher verzinsten liquiden Mittel oder der überwiegend positiven Mietentwicklung. Dabei ist die Entwicklung der einzelnen Portfolien recht unterschiedlich – für die Rückgänge im OIF-Index sind bisher vor allem auf zwei Fonds mit negativer Performance verantwortlich, während sich die anderen zwischen 1 % und 3 % bewegen. Wir rechnen für die kommenden Monate mit einem negativen Effekt weiterer Abwertungen im Bestand und haben deshalb unsere **Renditeprognose leicht gesenkt**.



Die **Nettomittelzuflüsse** der offenen Fonds waren nach Angaben der Deutschen Bundesbank im November bereits den vierten Monat in Folge **negativ**, mit zunehmender Tendenz. Insgesamt flossen bisher

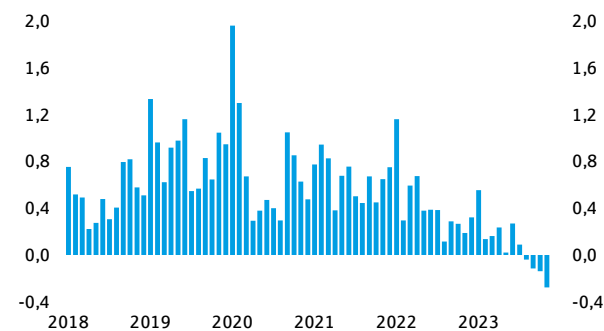
570 Mio. Euro ab – bei einem Fondsvermögen von insgesamt rund 128 Mrd. Euro. Wegen der 12-monatigen Kündigungsfrist kommt es bei dieser Fondskategorie meist erst mit zeitlicher Verzögerung zu Abflüssen – wobei bei Fondsanteilen, die vor 2013 erworben wurden, sogar bis zu 30.000 Euro pro Halbjahr ohne Wartezeit abgezogen werden können.

Dank der zuletzt wieder gesunkenen Zinsen und der bereits erfolgten Preisrückgänge dürfte das **Transaktionsvolumen am Investmentmarkt** im Verlauf des Jahres den Boden ausbilden, nachdem es sich 2023 im Vergleich zum Jahr zuvor mehr als halbiert hatte.

Hinsichtlich der **Immobilienpreise** sind wir für den Wohnungsmarkt am optimistischsten. Dank weiterhin hoher Nachfrage und stark sinkender Bautätigkeit sollte es im Jahresverlauf zu einer Trendwende kommen. Hierzu dürfte auch die verbesserte Erschwinglichkeit des Wohneigentums dank niedrigerer Finan-

### Nettomittelabflüsse nehmen zu

Monatliche Nettomittelzuflüsse offener Immobilienfonds, Mrd. Euro



zierungszinsen, steigender Reallöhne und gesunkener Hauspreise beitragen. Auch Einzelhandelsimmobilien dürften nach mehrjähriger Talfahrt bald zumindest einen Boden ausbilden. Dagegen gibt es derzeit trotz weiter steigender Mieten noch keine Hinweise darauf, dass der Rückgang der Büroimmobilienpreise in den nächsten Quartalen ausläuft.

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

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



## Devisen: Dollar-Schwäche vorerst ausgelaufen

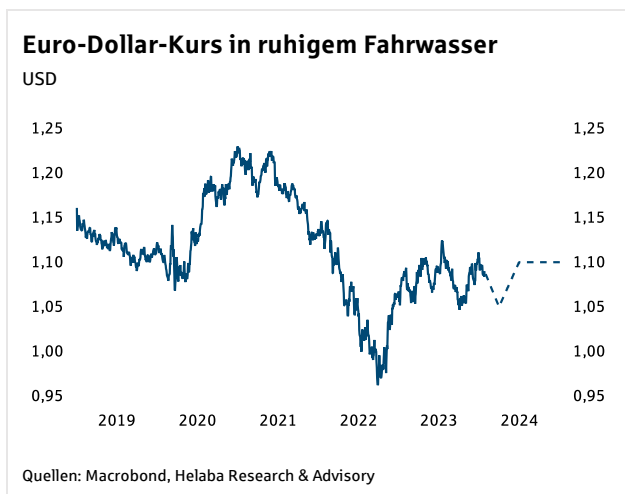
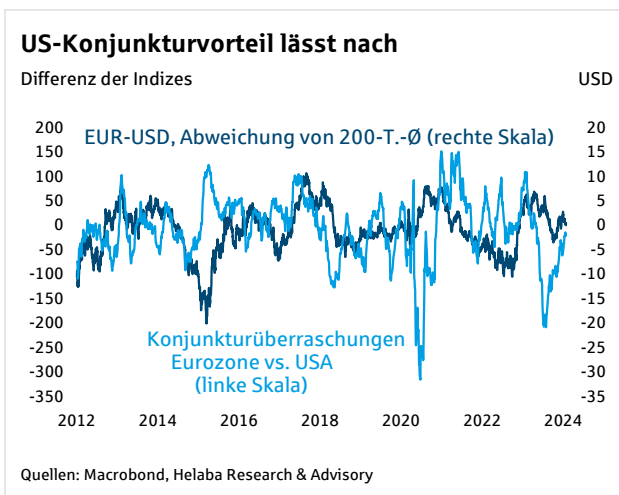


- US-Dollar kann Verluste aufgrund nachlassender Zinssenkungserwartungen etwas wettmachen
- Beginn der Fed-Zinssenkungen wird dem Dollar wohl leichten Gegenwind bescheren
- Euro-Dollar-Kurs dürfte Ende 2024 um 1,10 notieren, wengleich beidseitige Risiken bestehen
- Britisches Pfund konnte zwar zulegen, wird aber im Jahresverlauf ein wenig nachgeben
- Schweizer Franken dürfte aufgrund geringerer Unterstützung durch die SNB mittelfristig abwerten
- Japanischer Yen hat trotz jüngster Verluste aufgrund der Geldpolitik klares Erholungspotenzial

ca/ Nach einer Schwächephase Ende 2023 startete der US-Dollar mit Gewinnen ins neue Jahr. Allerdings sind beim Greenback Verluste im Dezember und ein Anstieg im Januar/Februar **saisonal durchaus nicht ungewöhnlich**. Steuerliche Effekte erklären dieses Marktverhalten. Eine andere Ursache für den positiven Auftakt waren die **rückläufigen US-Zinssenkungserwartungen**. Gerade gegen Ende letzten Jahres wurde an den Terminmärkten eine immer deutlichere Lockerung unterstellt. Hier kam es nun zu einer Gegenbewegung, wengleich die Hoffnungen auf Zinsreduktionen weiterhin ziemlich ambitioniert sind.

Der US-Renditevorteil bei zweijährigen Laufzeiten hat sich seit Jahresbeginn dennoch verringert, denn für die Eurozone reduzierten sich die Zinssenkungsspekulationen sogar noch etwas markanter. Dem Euro hat es trotzdem nicht geholfen. Dies unterstreicht einmal mehr, dass vor allem die US-Entwicklung den Devisenmarkt prägt. Sollten hinsichtlich der Fed die Erwartungen auf zügige Zinsreduktionen in naher Zukunft enttäuscht werden, könnte dies den Dollar stärken, selbst wenn mit Blick auf die EZB mit einem ähnlichen Verlauf zu rechnen wäre. Zusammen mit den saisonalen Faktoren sollte eine **weitere Dollar-Aufwertung in den nächsten Wochen** nicht überraschen. Zudem könnte zeitweise die Risikoneigung an den Finanzmärkten nachlassen, was die US-Fluchtwährung unterstützen würde.

Irgendwann wird die Fed mit den Zinssenkungen aber beginnen – wir gehen aktuell vom Juni aus. Spätestens dann dürfte die US-Währung einen gewissen Gegenwind erhalten. Da die EZB vermutlich in ähnlichem Ausmaß und Tempo ihre Leitzinsen verringern wird, werden sich wohl die **Dollar-Verluste in Grenzen halten**.

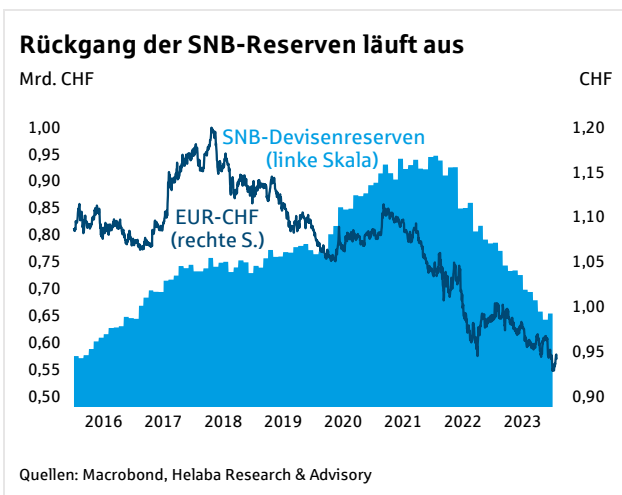
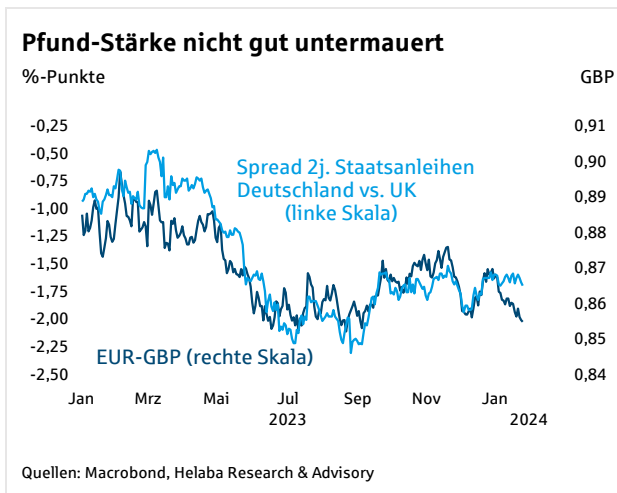


Konjunkturell hat die US-Wirtschaft bislang die Nase vorn. Auch Ende 2023 ist sie eindeutig stärker als die Eurozone gewachsen. Allerdings scheint sich das Momentum zu verschieben. Denn zum einen überraschten die US-Zahlen kaum noch positiv, zum anderen fielen die europäischen Indikatoren weniger negativ aus. Dies deutet daraufhin, dass **die USA ihren gegenwärtigen Wachstumsvorteil weitgehend verlieren** könnte. Für den Euro-Dollar-Kurs bestehen 2024 durchaus Chancen, nicht nur ein Niveau um 1,10 zu sichern, sondern sogar darüber hinaus zu klettern. Ohnehin sprechen langfristige Faktoren wie Kaufkraftparität, Leistungsbilanzen oder Verschuldung mehr für die Gemeinschaftswährung. Allerdings bestehen einige nicht zuletzt geopolitische Unsicherheiten, die mehr den US-

Dollar favorisieren. Selbst die anstehende US-Präsidentenwahl muss nicht unbedingt den Dollar belasten. Der Euro-Dollar-Kurs dürfte Ende 2024 nach einer zeitweiligen Schwäche um 1,10 notieren.

Das **Britische Pfund** wertete im bisherigen Jahr gegenüber dem Euro auf und konnte sein Niveau gegenüber US-Dollar in etwa verteidigen. Auch hier spielten die geldpolitischen Aussichten eine Rolle, denn die Zinssenkungserwartungen in Großbritannien haben sich deutlich reduziert. Sowohl die monatlichen Wachstumszahlen als auch die Inflation überraschten ein wenig nach oben. Zudem versuchten einzelne Notenbanker, den Zinsspekulationen entgegenzutreten. Gleichwohl hat sich der britische Renditevorteil gegenüber dem Euro nicht ausgeweitet.

Konjunkturell kommt die britische Wirtschaft aber noch nicht in Schwung. Jenseits des BIP enttäuschten die Zahlen mehrheitlich. Auch wird die Inflation weiter zurückgehen, so dass die **Bank of England letztlich ähnlich wie Fed und EZB den Leitzins senken wird**. Daher dürfte die britische Währung mittelfristig leicht nachgeben und der Euro-Pfund-Kurs auf 0,88 etwas steigen.



Der **Schweizer Franken** zählte nach seinen Gewinnen im Vorjahr 2024 bislang zu den Verlierern. Der Euro-Franken-Kurs notiert über 0,94. Die Schweizer Notenbank ist auf der letzten Sitzung von ihrer Politik eines starken Frankens etwas abgerückt. Die SNB hatte zur Bekämpfung der Inflation nicht nur den Leitzins angehoben, sondern ihre Devisenreserven zu Gunsten der eigenen Währung abgebaut. Letzteres ist damit vermutlich zu einem Ende gekommen, Interventionen gegen den Franken sind aber nicht geplant.

Die nur noch moderate Inflation bei einem doch eher flauen Wirtschaftswachstum rechtfertigt die geldpolitische Anpassung. Dies könnte den **Franken weiter schwächen**. Zwar wird die SNB wohl erst nach der EZB

den Leitzins reduzieren. Aber trotz eines Rückgangs spricht der große Schweizer Renditenachteil weiter gegen die Währung. Gleiches gilt für die erhöhte Risikoneigung. Mittelfristig dürfte der Euro-Franken-Kurs wieder in Richtung Parität steigen.

Der **Japanische Yen** verzeichnet einmal mehr die größten Ausschläge unter den führenden Währungen. Nach dem kräftigen Schlusspurt 2023 weist er im bisherigen Jahr die größten Verluste auf. Die gestiegenen Kapitalmarkrenditen ließen Japans Zinsnachteil gegenüber den USA und der Eurozone wachsen. Zudem lieferte die japanische Notenbank nicht die von manchen Marktteilnehmern erhofften Signale in Richtung einer Straffung.

Die japanische Gesamtinflation ging zwar zurück, jedoch blieben die Kernraten ohne Energie erhöht. Zudem gibt es einige Anzeichen, dass die Konjunktur etwas mehr Schwung erhält. Daher dürfte die **Bank of Japan** in den nächsten Monaten ihre Geldpolitik doch ein wenig **straffen**. Da dann Fed und EZB die Geldpolitik lockern, könnte der Yen merklichen Auftrieb bekommen, zumal er schon angesichts der aktuellen Renditedifferenzen als zu günstig erscheint. Der Dollar-Yen-Kurs bzw. der Euro-Yen-Kurs dürfte in Richtung 140 bzw. 150 fallen.

gg. Euro	aktuell*	Q1/24	Q2/24	Q3/24	Q4/24
US-Dollar	1,09	1,05	1,10	1,10	1,10
Jap. Yen	161	155	153	150	148
Brit. Pfund	0,86	0,86	0,86	0,87	0,88
Schw. Franken	0,94	0,95	0,96	0,98	1,01

\* 24.01.2024

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory



## Prognosetabelle BIP und Inflation

	Bruttoinlandsprodukt				Verbraucherpreise			
	reale Veränderung gg. Vorjahr, %				Veränderung gg. Vorjahr, %			
	2022	2023s	2024p	2025p	2022	2023	2024p	2025p
Eurozone	3,4	0,5	1,0	1,2	8,4	5,4	3,0	2,5
Deutschland	1,9	-0,1	0,8	1,1	6,9	5,9	3,0	2,5
Frankreich	2,5	1,0	1,5	1,2	5,9	5,7	3,0	2,7
Italien	3,9	0,7	1,1	1,2	8,7	5,9	2,7	2,6
Spanien	5,8	2,4	2,0	1,5	8,3	3,4	3,3	2,7
Niederlande	4,5	0,1	0,7	1,5	11,6	6,0	4,0	2,3
Österreich	4,8	-0,3	1,0	1,7	8,6	7,8	3,7	2,6
Schweden	3,0	-0,5	0,8	2,3	8,4	8,6	3,5	2,2
Polen	5,5	0,0	2,5	3,4	14,4	11,4	5,3	4,0
Tschechien	2,4	-0,2	2,2	2,8	15,1	10,7	2,7	2,7
Ungarn	4,6	-0,5	3,2	3,5	14,5	17,6	5,0	3,8
Großbritannien	4,3	0,3	0,7	1,2	9,1	7,3	3,5	2,5
Schweiz	2,5	1,3	1,5	1,4	2,8	2,1	1,5	1,5
USA	1,9	2,5	1,8	2,2	8,0	4,1	3,0	2,2
Japan	0,9	2,0	1,0	0,8	2,5	3,3	2,5	2,0
Asien ohne Japan	3,7	4,7	4,6	4,5	3,7	2,0	2,0	2,5
China	3,0	5,2	5,0	4,8	2,0	0,2	1,0	2,0
Indien*	7,3	7,2	6,5	5,9	6,7	5,7	4,5	4,0
Russland	-2,1	1,8	1,8	2,0	13,7	7,0	5,5	3,5
Türkei	5,6	3,0	2,4	3,7	72,4	53,9	32,0	14,0
Lateinamerika**	3,7	1,7	2,3	2,4	14,9	16,7	13,0	8,6
Brasilien	2,9	2,6	2,2	2,0	9,0	5,0	3,5	3,5
Welt	3,0	2,9	2,9	3,0	7,0	4,9	3,6	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; s=Schätzung, p=Prognose, BIP-Wachstum soweit verfügbar kalenderbereinigt

Quellen: Macrobond, LSEG, Helaba Research & Advisory



## Kapitalmarktprognosen

	Veränderung seit ...		aktueller Stand**	Helaba-Prognosen			
	31.12.2023	Vormonat*		Q1/2024	Q2/2024	Q3/2024	Q4/2024
<b>Zinsen</b>	Basispunkte		%				
EZB Refi-Satz	0	0	4,50	4,50	4,25	4,00	3,75
EZB Einlagenzins	0	0	4,00	4,00	3,75	3,50	3,25
Tagesgeldsatz €STR	2	0	3,91	3,90	3,65	3,40	3,20
3M Euribor	2	4	3,93	3,80	3,50	3,30	3,05
6M Euribor	6	5	3,92	3,70	3,40	3,25	3,00
2j. Bundesanleihen	31	33	2,71	2,70	2,50	2,30	2,10
5j. Bundesanleihen	31	37	2,26	2,30	2,10	2,10	2,10
10j. Bundesanleihen	32	40	2,34	2,30	2,00	2,00	2,10
2j. Swapsatz	23	25	3,03	2,95	2,75	2,55	2,35
5j. Swapsatz	26	31	2,69	2,70	2,55	2,55	2,55
10j. Swapsatz	24	30	2,73	2,75	2,45	2,45	2,55
20j. Swapsatz	20	27	2,72	2,70	2,40	2,45	2,55
30j. Swapsatz	17	25	2,51	2,50	2,30	2,30	2,40
Fed Funds Target Rate	0	0	5,38	5,38	5,13	4,88	4,63
10j. US-Treasuries	30	33	4,18	4,20	3,90	3,80	3,80
<b>Aktien</b>	Landeswährung, %						
DAX	0,8	1,1	16.890	16.400	16.800	17.200	17.500
Euro Stoxx 50	0,9	1,1	4.564	4.500	4.600	4.700	4.800
Dow Jones	0,3	0,3	37.806	36.200	36.800	37.400	38.000
S&P 500	2,1	1,8	4.869	4.580	4.650	4.730	4.800
Nikkei 225	8,3	8,0	36.226	35.200	35.800	36.400	37.000
<b>Gold und Brentöl</b>	%						
Gold €/Unze	-1,1	-1,0	1.849	1.810	1.818	1.909	2.000
Gold \$/Unze	-2,4	-2,5	2.014	1.900	2.000	2.100	2.200
Brentöl \$/Barrel	3,9	2,1	80	89	89	90	91
<b>Devisen</b>	jeweils gg. Euro, %		jeweils gg. Euro				
US-Dollar	1,4	1,6	1,09	1,05	1,10	1,10	1,10
Japanischer Yen	-3,0	-2,6	161	155	153	150	148
Britisches Pfund	1,4	1,6	0,86	0,86	0,86	0,87	0,88
Schweizer Franken	-1,1	-0,5	0,94	0,95	0,96	0,98	1,01

\* 28.12.2023 \*\* 24.01.2024

Quellen: Bloomberg, Helaba Research &amp; 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  
Simon Azarbajani (saz) 79 76  
Patrick Franke (pf) 47 38

### Durchwahl 069/9132-

## Herausgeber und Redaktion

Helaba Research & Advisory

Redaktion:

Dr. Stefan Mitropoulos

Verantwortlich:

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

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

## Disclaimer

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



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