

- [Konjunktur](#)
- [Geldpolitik](#)
- [Staatsanleihen](#)
- [Aktien](#)
- [Gold](#)
- [Rohöl](#)
- [Immobilien](#)
- [Devisen](#)
- [Prognosetabelle BIP und Inflation](#)
- [Kapitalmarktprognosen](#)

Editorial: Mehr Ordnungspolitik



gt/ Die Unsicherheit in Deutschland ist weiterhin hoch. Gemessen am sogenannten Unsicherheitsindikator hat sich die aktuelle Einschätzung weit von der globalen Entwicklung fortbewegt. Auch bei anderen Stimmungsindikatoren ist die deutsche Sicht eher in Moll gefärbt. Zumindest bei einzelnen Indikatoren sind erste vorsichtige konjunkturelle Erholungstendenzen zu erahnen. Ganz anders sieht die Situation an den Kapitalmärkten aus: Der Euro hält sich im Verhältnis zum US-Dollar relativ stabil um 1,09 und die Klatsche des Bundesverfassungsgerichts bezüglich der Schuldenbremse hat die Risikoprämie für deutsche Staatsanleihen deutlich reduziert. Richtig beeindruckend ist jedoch der deutsche Leitindex DAX. Im Einklang mit den internationalen Indizes markiert er ein Hoch nach dem anderen. Selbst die Marke von 18.000 Indexpunkten wurde überschritten.

Die Entwicklung der Kapitalmarktindikatoren deutet auf eine konjunkturelle Erholung hin, sowohl in den Industrieländern als auch in Schwellenländern. Gleichzeitig ist der Trend bei den Inflationsraten weiterhin abwärtsgerichtet. Diese Entspannung führt dazu, dass sich die Zinssenkungserwartungen mehr und mehr festigen, was wiederum der Konjunktur Auftrieb geben sollte.

Auch wenn die konjunkturellen Erholungssignale noch schwach sind, so ist es doch wahrscheinlich, dass da bald mehr kommt – vergleichbar mit der Situation in den aufblühenden Gärten überall. Die weitverbreitete Unsicherheit hat damit nichts zu tun. Sie ist auf strukturelle Faktoren zurückzuführen. Internationale Vergleiche der Wettbewerbsfähigkeit werfen kein gutes Licht auf Deutschland. So bewegt sich der Indikator der Schweizer Hochschule IMD seit 2014 kontinuierlich abwärts. Deutschland fiel seitdem von Platz sechs auf Platz 22 zurück. Zuletzt sorgte die Einschätzung internationaler Unternehmen bezüglich der politischen Stabilität für weitere Verunsicherung. Dies sollte für wirtschaftspolitische Akteure ein Fingerzeig sein. Nicht mehr Einflussnahme des Staates auf das wirtschaftliche Geschehen und ein erratisches Hin- und Her, sondern ein stabiler Ordnungsrahmen ist nötig.

Es bedarf in Deutschland an Strukturpolitik zur Erhöhung der Wettbewerbsfähigkeit: Niedrigere Steuern und Energiekosten, weniger Bürokratie und eine funktionsfähige Infrastruktur. Das ist der Cocktail für mittel- bis langfristige höhere Wachstumsraten und für einen Rückgang der Verunsicherung.

Ihre

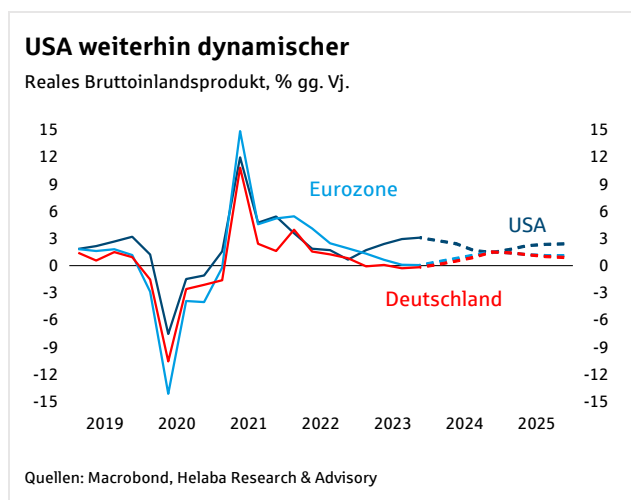
Dr. Gertrud R. Traud
Chefvolkswirtin/Managing Director

Konjunktur: Deutscher Konsum mit positiver Dynamik



- Geopolitik weiter im Fokus, US-Wahlen im November rücken näher
- USA laufen trotz restriktiver Geldpolitik gut, China kämpft weiter mit Gegenwind
- Für 2024 leichtes Wachstum für Deutschland (+0,8 %) und Eurozone (+1 %) erwartet
- Positiver Wachstumsbeitrag von Seiten des Konsums erwartet
- Inflationsraten zuletzt bei 2,6 % in der Eurozone, 2,5 % in Deutschland und 3,2 % in den USA

pf/ Global bleiben die **geopolitischen Unsicherheiten** überdurchschnittlich. Auch in den kommenden Monaten spricht wenig für eine Entspannung an dieser Front. Der **US-Wahlkampf** wird an Fahrt aufnehmen und Donald Trump fällt regelmäßig durch unbedachte Äußerungen auf. Je nach Ausgang der Wahlen könnte ab 2025 eine radikal unterschiedliche Wirtschaftspolitik in der größten Volkswirtschaft der Welt auf der Agenda stehen.



Davon lässt sich die **US-Konjunktur** bislang allerdings ebenso wenig irritieren wie von der restriktiven Geldpolitik. Zwar dürfte das erste Quartal die Dynamik vom Ende 2023 nicht ganz halten können, aber die vorliegenden Monatsdaten deuten darauf hin, dass es erneut besser ausfallen könnte als in unserer Prognose unterstellt. Aktuell rechnen wir mit einem Wachstum von 2,1 % im Gesamtjahr. **Chinas** Regierung hat für 2024 ein Wachstumsziel von rund 5 % ausgegeben. Wir halten das für machbar, aber sein Erreichen dürfte zusätzliche Stimulusanstrengungen erforderlich machen. Sowohl binnenwirtschaftlich als auch im Außenhandel bleiben die Gegenwinde stark.

saz/ Nachdem das reale **deutsche Bruttoinlandsprodukt** im Schlussquartal 2023 leicht schrumpfte, signalisieren durchwachsene Stimmungsindikatoren auch für das aktuelle Quartal keine nennenswerte Besserung. Ein kleiner Lichtblick sind die zuletzt veröffentlichten Zahlen zur Industrieproduktion. Im Januar stieg die preisbereinigte Produktion im Produzierenden Gewerbe um 1,0 % gegenüber Dezember (saison- und kalenderbereinigt). Zudem gewinnt der weltweite Industriezyklus langsam an Fahrt. Der globale Einkaufsmanagerindex des Verarbeitenden Gewerbes stieg sowohl im Januar als auch im Februar und liegt mit einem aktuellen Wert von 50,3 wieder knapp im expansiven Bereich.

Ein weiterer Anlass zum Optimismus sind die jüngst erschienenen ZEW-Konjunkturerwartungen. Hier gab es im März einen deutlichen Sprung nach oben, der achte Anstieg in Folge. Im Rahmen dieser Umfrage verbesserte sich auch die Lageeinschätzung leicht. Wir erwarten für 2024 ein **Wirtschaftswachstum** in Deutschland von **0,8 %**.

Bruttoinlandsprodukt, real % gg. Vorjahr	2021	2022	2023	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	2,1	2,2
Welt	6,4	3,0	2,9	2,9	3,0

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

Die durchschnittliche Inflationsrate des letzten Jahres betrug 5,9 %. Dadurch wurden die deutschen Verbraucher stark belastet und die **privaten Konsumausgaben** sanken um 0,7 % gegenüber 2022. Die Detailzahlen des Statistischen Bundesamtes zeigen jedoch, dass ein Rückgang der privaten Konsumausgaben nur im ersten Quartal 2023 stattfand. Im weiteren Verlauf des Jahres entwickelte sich die Inflation stark zurück und die nominalen Löhne stiegen deutlich. Somit erhöhte sich die Kaufkraft leicht. Dadurch konnten die privaten Konsumausgaben bereits im zweiten Quartal leicht zulegen (0,2 % gg. Vq.). In den folgenden drei Monaten stagnieren sie und im Schlussquartal konnten sie erneut um 0,2 % zunehmen. Für 2024 erwarten wir, dass sich dieser Trend verstärkt und der private Verbrauch wieder einen positiven Wachstumsbeitrag leistet.

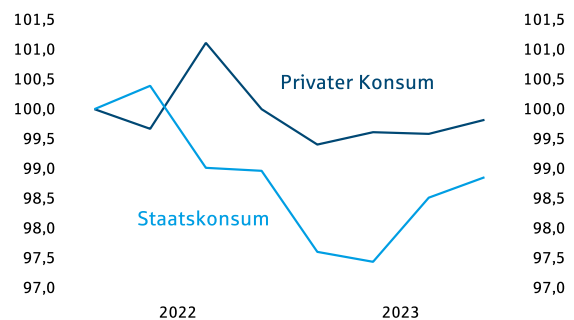
Der **Staatskonsum** sank 2023 ebenfalls gegenüber dem Vorjahr (-1,5 %). Auch hier verraten die Detailzahlen, wie sich dieser Rückgang im Jahresverlauf genau entwickelte. Ein Minus war nur im ersten Halbjahr zu beobachten. In der zweiten Jahreshälfte setzten sich aber die Auftriebskräfte wieder durch. Somit sind die öffentlichen Konsumausgaben mit einer positiven Dynamik in das Jahr 2024 gestartet. Im vergangenen Jahr wurde das Aggregat durch den Wegfall von Corona-Hilfen belastet. Ohne diesen Sondereffekt erwarten wir nun einen wachsenden Staatskonsum für das aktuelle Jahr.

Die **Ausrüstungsinvestitionen** entwickelten sich im vergangenen Jahr positiv, während die **Bauinvestitionen** stark zurückgingen (-2,7 %). Das Zinsumfeld 2024 ist bereits etwas freundlicher für Investitionen geworden. Für die Ausrüstungsinvestitionen erwarten wir daher erneut einen positiven Wachstumsbeitrag, doch aufgrund der stark rückläufigen Baugenehmigungen und niedrigeren Auftragseingängen dürften die Bauinvestitionen abermals sinken.

Nachdem sowohl die Importe als auch die Exporte im vergangenen Jahr zurückgingen, startete der deutsche **Außenhandel** gut in das aktuelle Jahr. Die Exporte legten im Januar im Vormonatsvergleich um nominal 6,3 % zu, die Importe um 3,6 %. Der Welthandel dürfte sich zunehmend erholen. Auch für das gesamte Jahr 2024 gehen wir von einem Exportüberschuss in Deutschland aus und erwarten somit einen geringen Wachstumsbeitrag des Außenhandels.

Aufschwung beim Konsum

Reale Konsumausgaben, Index, Q1 2022 = 100

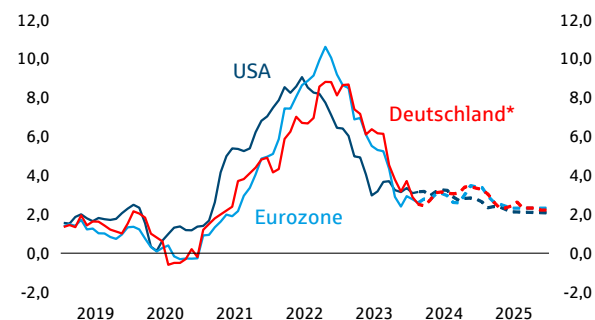


Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Die **Eurozone** dürfte 2024 mit 1 % etwas **stärker zulegen als Deutschland**. Dies resultiert nicht nur aus den Brüsseler Hilfszahlungen vor allem an Italien und Spanien. Vor allem Frankreich hat seine Wettbewerbsfähigkeit in den letzten Jahren verbessert und die spanische Wirtschaft profitiert von verhältnismäßig niedrigen Energiekosten und dem sich belebenden Tourismus. Das Wirtschaftswachstum Italiens wird allerdings auch durch eine hohe Neuverschuldung aufgrund von Subventionen erkaufte.

Disinflation verlangsamt sich

Verbraucherpreise, % gg. Vj.



*nationale Berechnungsweise

Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Die Inflationsraten sanken auch im Februar in Deutschland sowie in der Eurozone. Die **Verbraucherpreise in Deutschland** stiegen zuletzt um 0,4 % gegenüber Januar. Somit lag die deutsche Inflationsrate im Februar bei 2,5 %, nach einem Januar-Wert von 2,9 %. In der Eurozone sank sie auf 2,6 % (Januar: 2,8 %). Auch die Kernrate der Eurozone ist im Februar leicht auf 3,1 % zurückgegangen. Demnach ist weiterhin ein rückläufiger Inflationstrend zu beobachten.

In den **USA** haben die Verbraucherpreise im Februar erneut auf der oberen Seite überrascht. Der Gesamtindex lag 3,2 % über dem Vorjahresniveau. Im Vormonatsvergleich fiel der Zuwachs mit 0,4 % noch höher

aus als im Januar. Auch der Kernindex hat in den ersten zwei Monaten um jeweils knapp 0,4 % gg. Vm. angezogen – deutlich über der Dynamik, die zu einer Jahreststeuerung von rund 2 % passen würde. Mit dem kräftigen Preisdruck zum Jahresanfang nehmen die **Aufwärtsrisiken** für unsere Inflationsprognose für das Gesamtjahr 2024 von 3 % zu.

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	2,8	2,5
USA	4,7	8,0	4,1	3,0	2,2

p=Prognose, *nationale Abgrenzung

Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

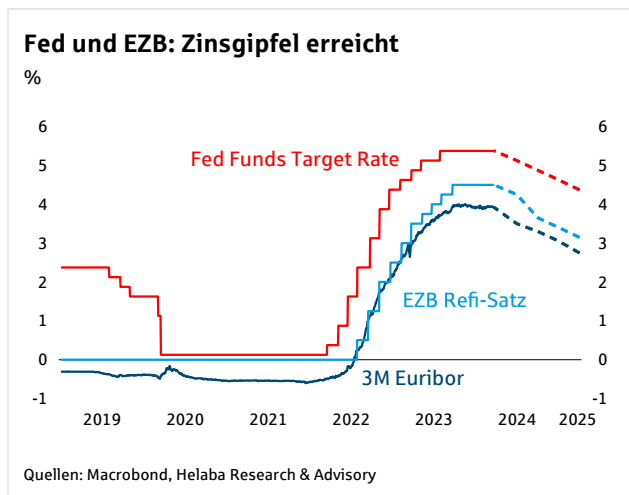
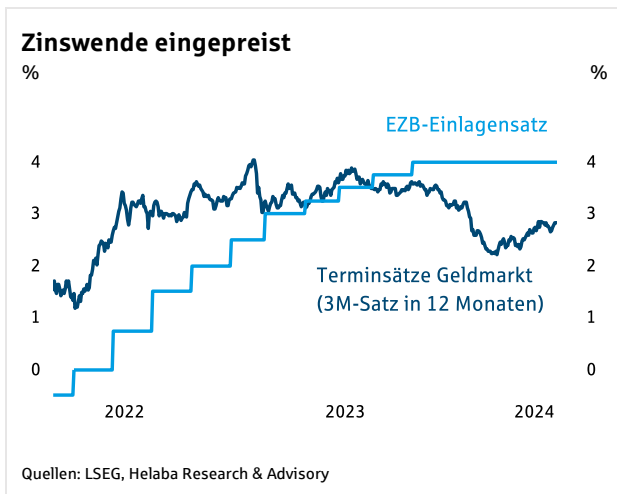
Geldpolitik: Klarere Lockerungsperspektiven in der Eurozone



- EZB ändert Handlungsrahmen: Einlagen- und Refinanzierungssatz rücken enger zusammen
- Zinssenkungserwartungen der Anleger sind weniger ausgeprägt als zu Jahresbeginn
- Wahrscheinlichster Zeitpunkt für die Zinswende im Euroraum ist der 6. Juni 2024
- Fed bleibt dabei, dass Leitzins 2024 um rund 75 Basispunkte gesenkt wird
- Mehr Wachstum und Inflation machen nach Lesart der US-Notenbank keinen Kurswechsel nötig
- Unsicherheit bleibt hoch, aber Ende 2024 sollte das Fed-Zielband bei 4,50 % bis 4,75 % liegen

uk/ Die EZB hat ihr geldpolitisches Instrumentarium überarbeitet. Dabei wurde beschlossen, den Abstand zwischen dem **Einlagesatz** für bei der EZB geparktes Geld und dem **Hauptrefinanzierungssatz** für aufgenommene Liquidität zu verringern. Ab dem 18. September soll der Aufschlag nur noch 15 statt 50 Basispunkte betragen. Wir haben die entsprechenden Werte in den Prognosetabellen angepasst. Die jüngsten Beschlüsse unterstreichen die **Bedeutung des Einlagesatzes** als Benchmark für das allgemeine Zinsniveau. Unsere Geld- und Kapitalmarktprognosen haben sich dadurch nicht verändert.

Der wahrscheinlichste Termin für die Zinswende im Euroraum bleibt der **6. Juni 2024**. Die kommende Sitzung des EZB-Rats am 11. April dürfte hingegen ohne Beschluss bleiben. Die Entspannung an der Inflationsfront sollte der EZB danach aber ausreichend Handlungsspielraum geben. Das aktuelle Zinsniveau mit einem Einlagesatz von 4,0 % würde damit den Höhepunkt im laufenden Zinszyklus darstellen. Bis Ende 2024 ist mit **drei Zinssenkungen um jeweils 25 Basispunkte** zu rechnen.



pf/ Die Fed hat auf ihrer FOMC-Sitzung am 19./20. März **Kurs gehalten**, allen Marktschwankungen zum Trotz. Man kann tatsächlich das Wort „stur“ benutzen: Obwohl die FOMC-Mitglieder ihre Wachstumsprognosen für 2024 im Schnitt deutlich nach oben genommen haben und auch die Teuerungsrate für dieses Jahr nun höher ist, bewegte sich der **Median beim Leitzins** für Ende des Jahres nicht. Allerdings ist zumindest die „central tendency“ mit 4,6 % bis 5,1 % nun zwei Zehntel höher als noch im Dezember. Nach oben ging es auch bei den mittelfristigen Projektionen. Der Median für die Federal Funds Rate stieg für Ende 2025 von 3,6 % auf 3,9 %, für 2026 von 2,9 % auf 3,1 %.

verlangte „**Zuversicht**“ hinsichtlich eines andauernden Rückgangs der Inflation in Richtung 2 % spüren wird, bleibt unsicher. Wenn die Verbraucherpreisdaten für März und April so hereinkämen wie für Januar und Februar, wäre das unwahrscheinlich. Wir gehen aber davon aus, dass die Datenlage im Juni der Fed eine Zinssenkung ermöglicht. Für das Jahresende rechnen wir weiterhin mit einem Leitzinskorridor von **4,50 % bis 4,75 %**, also 75 Basispunkte niedriger als aktuell.

Ob die Fed bis zur Juni-Sitzung die für eine Lockerung

%	aktuell*	Q2/24	Q3/24	Q4/24	Q1/25
3M Euribor	3,92	3,50	3,30	3,05	2,75
EZB Refi-Satz	4,50	4,25	3,65	3,40	3,15
Fed Funds Rate	5,38	5,13	4,88	4,63	4,38

* 20.03.2024

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Staatsanleihen: Richtungslos

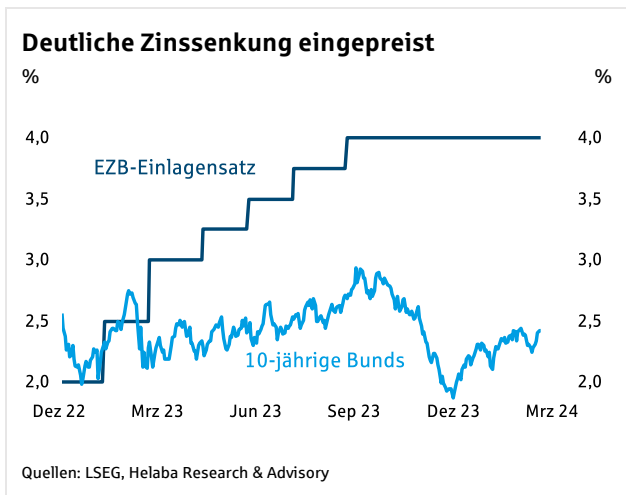
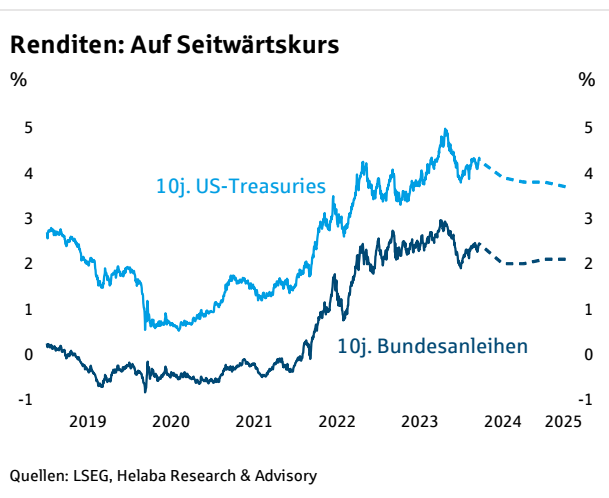


- Rentenmärkte dies- und jenseits des Atlantiks zuletzt ohne klare Orientierung
- Unerwartet geringer Zinssenkungsspielraum in den USA sorgt für Verunsicherung
- Renditerückgänge im zweiten Quartal im Zuge der ersten Zinssenkung der EZB wahrscheinlich
- Unterstützung durch günstige Inflationsdaten zu erwarten
- Gravitationswert 10-jähriger Bunds am Jahresende vermutlich bei 2,1 %
- Nachhaltiges Unterschreiten der 2-Prozent-Marke ist 2024 jedoch wenig wahrscheinlich

uk/ Ausgehend von steigenden US-Renditen mussten auch deutsche Staatsanleihen spürbare **Verluste** hinnehmen. Die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen lag zuletzt bei rund **2,4 %**. 10-jährige US-Staatsanleihen kletterten auf ein Jahreshoch von **4,3 %**. Unsicherheit besteht insbesondere über das Tempo der geldpolitischen Lockerung in den USA. Während im Euroraum alles auf die Juni-Sitzung hindeutet, ist die **Entscheidungslage der Fed** aufgrund des robusten Arbeitsmarktes und zuletzt eher enttäuschender Inflationsdaten weniger eindeutig. Die Zinswende in Japan sorgte auch bei internationalen Anleiheinvestoren für Fragezeichen.

Diese Entwicklung dürfte jedoch nur **vorübergehender** Natur sein. Dafür sprechen unter anderem die vergleichsweise **moderaten Inflationserwartungen** diesseits und jenseits des Atlantiks. Im Euroraum ist der Inflationsindex seit April 2023 spürbar abgeflacht und seither um lediglich 1,0 % gestiegen, die Kernrate sogar nur um 0,8 %. Das Kapitalmarktzinsumfeld bleibt auch angesichts der sich abzeichnenden **geldpolitischen Wende** erfahrungsgemäß günstig.

In vergleichbaren Konstellationen mit geldpolitischen Richtungswechseln kam es am deutschen Renten-



markt in den letzten Jahrzehnten in **elf von zwölf Fällen** zu Renditerückgängen. Ein ähnliches Bild zeigt die Analyse für den US-Rentenmarkt. Hier wurden die Renditehöchststände häufig vor dem Erreichen des Leitzinsgipfels bzw. zu Beginn eines Leitzins-Plateaus markiert. Eine **inverse US-Zinsstrukturkurve** war in der Vergangenheit zudem ein zuverlässiger Indikator dafür, dass die Renditen zumindest auf ihrem Niveau verharren, tendenziell aber wieder sinken werden.

Die letzten Wochen haben jedoch gezeigt, dass das **Potenzial für Renditerückgänge begrenzt** ist. Vieles ist bereits eingepreist. Der Abbau der Wertpapierbestände bei den Notenbanken bei gleichzeitig relativ hoher staatlicher **Emissionstätigkeit** spricht ebenfalls gegen einen deutlichen

Renditerückgang unter das von uns prognostizierte niedrigere Niveau im Jahresverlauf 2024. Hinzu kommt die Unsicherheit über den langfristigen Inflationpfad aufgrund **struktureller Veränderungen** wie Dekarbonisierung, Demografie und Deglobalisierung.

Für 10-jährige Bundesanleihen erwarten wir eine Rendite von **2,1 %** und für 10-jährige US-Treasuries von **3,8 %** zum Jahresende. Dies wäre am unteren Ende des Renditebandes. Die **Zinsstrukturkurve** dürfte dabei relativ flach werden.

%	aktuell*	Q2/24	Q3/24	Q4/24	Q1/25
10j. Bundesanl.	2,43	2,00	2,00	2,10	2,10
10j. US-Treasuries	4,27	3,90	3,80	3,80	3,70

* 20.03.2024 Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Aktien: Vor Verschnaufpause



- Aktien eilen weiter von Rekord zu Rekord, Technologie- und Konsumaktien führen das Feld an
- Seit Jahreswechsel nachgebende Zinssenkungserwartungen wurden gut weggesteckt
- Industrieländer mit positiven Konjunkturüberraschungen, Inflation im Rahmen der Erwartungen
- Trotz Krieg und Terror besteht an den Aktienmärkten wenig Bedarf an Kursabsicherung
- US-Aktienanleger in Hochstimmung, Deutsche mit Dauerpessimismus
- Der S&P 500 und der Nikkei 225 sind teuer, der DAX ist fair gepreist

mr/ Es vergeht kaum ein Tag, an dem nicht ein neuer Rekord an den Aktienmärkten vermeldet wird. Klar in Führung liegt der japanische Nikkei 225. Mit deutlichem Abstand, aber immer noch einer stattlichen Performance, folgen S&P 500 und DAX. Auffällig ist, dass die **Zinssenkungserwartungen**, die lange die Aktienkurse beflügelten, dies- und jenseits des Atlantiks in den letzten Monaten deutlich nachgelassen haben. Dennoch konnten Dividentitel ihren Aufwärtstrend fortsetzen.



Dies liegt auch am derzeitigen Datenmix: Während die **Konjunkturdaten** in den Industrieländern (G10) in den vergangenen Monaten überwiegend positiv überraschen konnten, fielen die **Inflationsdaten** im Rahmen der Erwartungen aus. Sich verbessernde Wachstumsperspektiven wirken sich günstig auf die **Gewinnerwartungen** aus.

Dies ist auch nötig, da der bisherige Kursanstieg zu einem großen Teil durch eine **Bewertungsexpansion** getragen war. Japanische und US-amerikanische Titel sind aber inzwischen teuer. Lediglich der DAX ist gegenwärtig fair gepreist.

mung hat sich in den vergangenen Monaten zunehmend auseinanderentwickelt. Während in den USA die Aktienbullen klar in der Überzahl sind, herrscht hierzulande Dauerpessimismus. Dabei war über Jahrzehnte hinweg ein Gleichlauf zu beobachten.

Zwischen den USA und Deutschland besteht aber nicht nur eine Bewertungsdivergenz. Auch die **Anlegerstimmung**

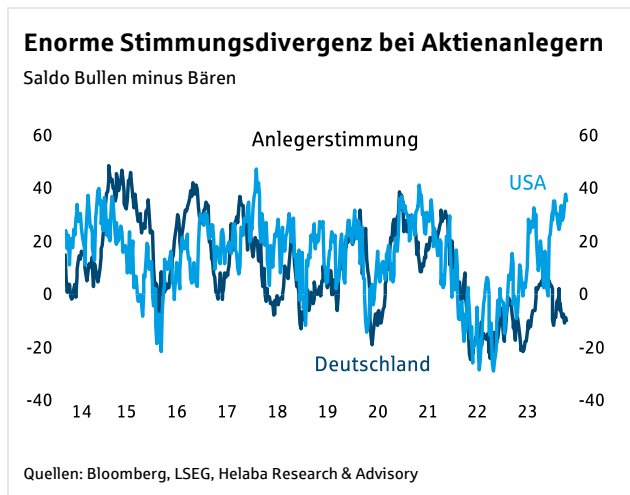
Indexpunkte	aktuell*	Q2/24	Q3/24	Q4/24	Q1/25
DAX	18.015	16.800	17.200	17.500	17.600
Euro Stoxx 50	5.000	4.600	4.700	4.800	4.830
S&P 500	5.225	4.650	4.730	4.800	4.830

* 20.03.2024

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Offensichtlich drücken hierzulande Krieg, Terror und die Diskussion um den „kranken Mann Europas“ zunehmend auf das Gemüt. Dabei wird häufig übersehen, dass die im DAX enthaltenen Unternehmen nur zu einem ausgesprochen geringen Teil von der Entwicklung der heimischen

Wirtschaft abhängen. Daher ist die **Gewinnentwicklung** der DAX-Unternehmen trotz Konjunkturschwäche robust.



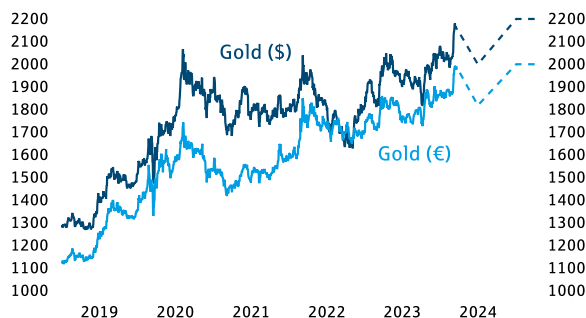
Wenn also bald sinkende Leitzinsen mit einer sich allmählich erholenden Konjunktur zusammentreffen, gibt es kaum Gründe, bei Aktien jetzt die Gewinne mitzunehmen. Allerdings sollte das Tempo des Kursanstiegs nicht einfach fortgeschrieben werden. Die Zugpferde Nikkei 225 und S&P 500 könnten angesichts der schon sehr hohen Bewertung in den kommenden Monaten durchaus eine **Verschnaufpause** einlegen. Davon würde auch der DAX nicht unbeeindruckt bleiben. Der einfache Teil der Rally scheint erst einmal vorbei zu sein.

Gold: Im Höhenrausch



- Kräftiger Preisschub befördert Gold auf Rekordwerte
- Ungewöhnliche Rally lässt sich nicht auf externen Schock oder Zinserwartungen zurückführen
- Hohe physische Nachfrage aus China sowie Spekulationen an Terminmärkten als Auslöser
- Kurzfristig ist Preiskorrektur zu erwarten, doch mittelfristig dürfte Gold weiter gefragt sein

Gold mit neuen Rekordmarken



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

cw/ Gold ist begehrt. Sowohl in Dollar- als auch in Euro-rechnung bewegt sich das Edelmetall auf historischem **Rekordniveau**. Ungewöhnlich an dieser Entwicklung ist die Geschwindigkeit, die Gold in diese Höhen befördert hat. Binnen weniger Tage wurde der Spitzenwert von **2.193 US-Dollar bzw. 2.005 Euro je Feinunze** erreicht. Solche extremen Preisbewegungen hat es zwar in der Vergangenheit schon gegeben, diese fielen jedoch meist mit einem externen **Schock** zusammen, wie zuletzt in der Corona-Pandemie. Der jüngste **Preisschub** lässt sich nicht mit einer plötzlichen Krise begründen, ebenso wenig mit der **Geldpolitik**. Die Wahrscheinlichkeit einer baldigen zinspolitischen Wende ist zwar gestiegen, rechtfertigt jedoch nicht diesen Preissprung. Neben **Spekulationen** an den Terminmärkten dürfte eine vermehrte **physische Nachfrage** vor allem in China Auslöser sein. Eine größere **Korrektur** in den kommenden Wochen ist deshalb nicht unwahrscheinlich. Unser Jahresziel von **2.200 US-Dollar je Feinunze** bleibt davon unberührt.

Preis / Feinunze	aktuell*	Q2/24	Q3/24	Q4/24	Q1/25
Gold in Euro	2.002	1.818	1.909	2.000	2.000
Gold in US-Dollar	2.186	2.000	2.100	2.200	2.200

* 20.03.2024

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Rohöl: Notierungen tendieren zum Quartalsende fester

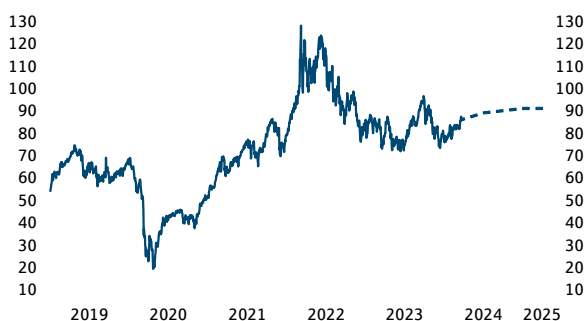


- Kaum Reaktionen nach OPEC+-Meeting; Ölpreise ziehen zum Quartalsende aber an
- Saudi-Arabien trägt innerhalb der OPEC die Hauptlast freiwilliger Produktionskürzungen
- Rohstoffe allgemein wieder mit Rückenwind; Long-Positionierung zuletzt gestiegen
- Hohe US-Ölförderung gleicht Risiken niedriger Lagerbestände aus

ru/ Die Anfang des Monats beim virtuellen **OPEC+-Meeting** beschlossene, freiwillige Verlängerung der Produktionsdrosselung Saudi-Arabiens und Russlands hatte keine unmittelbaren Effekte auf das Preisgeschehen. Letztlich hat sich zwar eine Tendenz zu höheren Notierungen durchgesetzt, dies ist aber mehr einer allgemein freundlichen

Innerhalb der Handelspanne Anstieg erwartet

USD/Barrel



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Entwicklung bei Rohstoffen zuzuschreiben, als den Bemühungen des Kartells, die Preise nach oben zu schrauben. Bislang trägt **Saudi-Arabien** innerhalb der OPEC die Hauptlast dieser Bemühungen. Die restliche OPEC hatte in der Summe zwischenzeitlich sogar mehr produziert. Unter den „+“-Ländern“ hat Russland seine Produktion nennenswert reduziert. Währenddessen sorgt der **weltweit größte Produzent USA** außerhalb des Kartells dafür, dass die Marktmacht der OPEC+ begrenzt bleibt. Vor diesem Hintergrund rechnen wir trotz niedriger Öllagerbestände bei der erwarteten konjunkturellen Belebung in Europa, China und den USA nur mit moderaten Ölpreisanstiegen.

Preis / Barrel	aktuell*	Q2/24	Q3/24	Q4/24	Q1/25
Rohöl Brent	86	89	90	91	91

* 20.03.2024

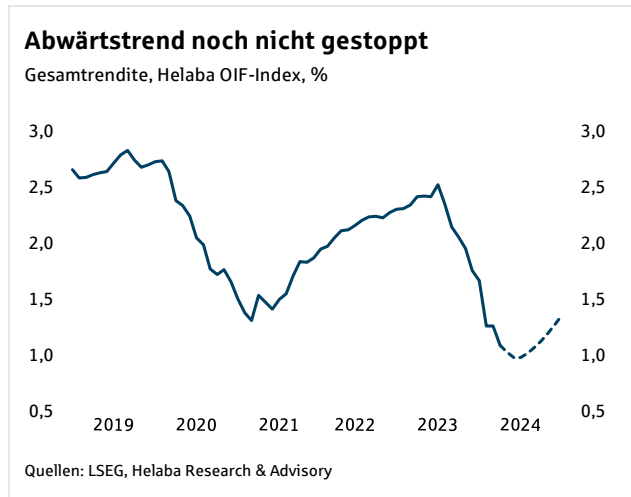
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Immobilien: Durststrecke noch nicht vorüber



- Durchschnittliche Jahresperformance offener Immobilienfonds auf 1,1 % gesunken
- Weitere Abwertungen auf Immobilienwerte bei einzelnen Fonds erwartet
- Nettomittelabflüsse bei offenen Immobilienfonds setzten sich zu Jahresbeginn fort
- Rückgang der Kapitalwerte bei Büroimmobilien zuletzt beschleunigt, aber Mieten steigen weiter
- Büroleerstände in den USA nehmen weiter zu, in Europa sogar teils Rückgänge
- Attraktive Büroobjekte in guten Lagen und Qualitäten bleiben gesucht

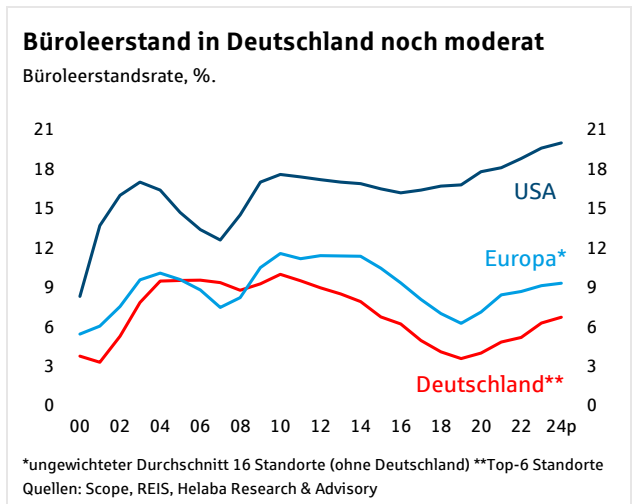
smi/ Die durchschnittliche Performance **offener Immobilienfonds**, gemessen am „Helaba OIF-Index“, lag zuletzt bei 1,1 % und ist damit im Vergleich zum Vormonat nochmals zurückgegangen. **Abwertungen** bei einzelnen



Fonds dürften die Performance auch in den kommenden Monaten belasten. Die gesunkene relative Attraktivität der Assetklasse Immobilien insbesondere gegenüber festverzinslichen Kapitalanlagen führt zu Nettomittelabflüssen bei offenen Immobilienfonds. Angesichts eines gesamten Fondsvermögens in Höhe von rund 130 Mrd. Euro sind diese bislang mit insgesamt 770 Mio. Euro seit August 2023 überschaubar. Die im Januar im Vergleich zu den Vormonaten mit nur 19 Mio. Euro geringen Abflüsse deuten noch nicht auf eine Trendwende, da üblicherweise der Absatz zu Jahresbeginn besonders kräftig ausfällt.

Vor allem die **Büromärkte** stehen derzeit im Fokus. In den Portfolios der offenen Immobilienfonds sind diese mit Abstand das wichtigste Segment mit einem Anteil

von zuletzt rund 54 % an den Mieterträgen (vor Handelsimmobilien mit etwa 22 %). Der vdp Index für deutsche Büros wies für das Schlussquartal 2023 sogar einen beschleunigten **Rückgang der Kapitalwerte** auf. Allerdings scheinen die Probleme am Büromarkt, insbesondere der Trend zum verstärkten Arbeiten im Homeoffice, in den USA stärker ausgeprägt zu sein als in Europa und in Deutschland. So steigen die Büroleerstände dort von viel höherem Niveau als in den europäischen Top-Standorten (vgl. Chart).



Bei differenzierter Betrachtung wird deutlich, dass unter dem Homeoffice-Trend nicht die gesamte Nachfrage nach Büroflächen leidet. **Attraktive Objekte in zentraler Lage**, die zudem den zunehmenden ESG-Anforderungen gerecht werden, sind **gesucht**. Dafür sprechen die weiterhin steigenden Mieten. Auch zeigt der Blick ins europäische Ausland, dass Homeoffice derzeit nicht überall zu steigenden Leerständen führt. So sind im vergangenen Jahr die Leerstandsraten z.B. in Wien, Brüssel, Kopenhagen und Prag leicht gefallen.

% 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	-10,2	-6,0

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

Denn für die Entwicklung der Preise und Leerstände ist nicht nur der Flächenbedarf, sondern das **Zusammenspiel von Nachfrage und Angebot** entscheidend. Und letzteres ist bei hochwertigen Flächen oft knapp und wird in den kommenden Jahren angesichts zahlreicher abgesagter oder verzögerter Projekte viel geringer zulegen als ursprünglich erwartet.

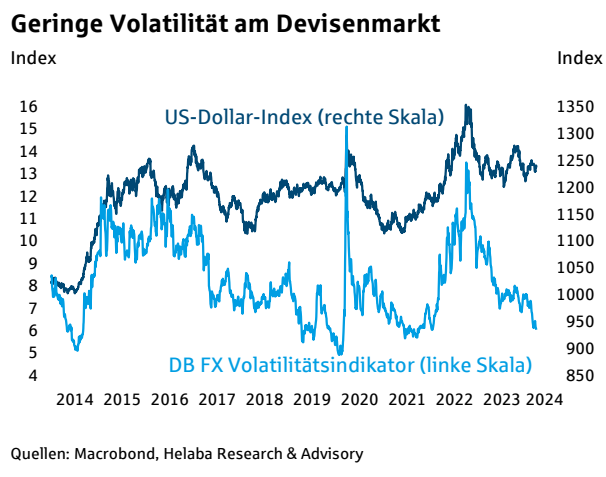
Devisen: Ruhiger Markt



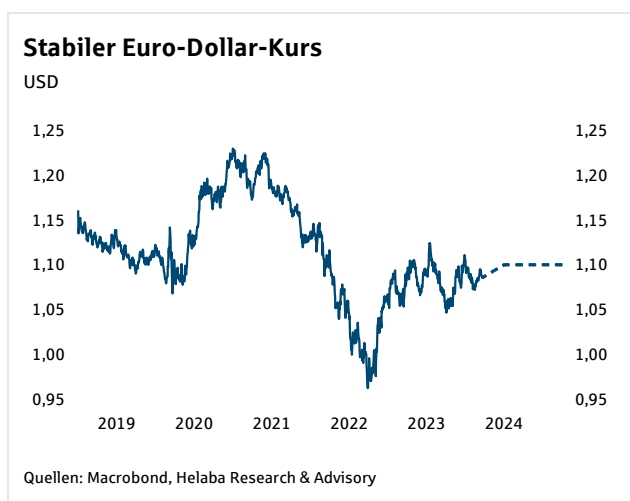
- US-Dollar gibt angesichts anstehender Zinssenkungen ein wenig nach
- Aktuelles US-Wachstum stützt Dollar vermutlich kaum, da die Eurozone wohl aufholen wird
- Ähnliche Leitzinssenkungen von Fed und EZB deuten auf stabilen Euro-Dollar-Kurs um 1,10
- Britisches Pfund dürfte 2024 nachgeben, da die Notenbank den Zins letztlich ähnlich senken wird
- Schweizer Franken stand zuletzt unter Druck und könnte noch weiter verlieren
- Japanischer Yen profitierte noch nicht von Zinswende, dürfte aber später aufwerten

ca/ Der **US-Dollar** hat in den letzten Wochen per saldo etwas nachgegeben. Einerseits belastet grundsätzlich die von der Fed in Aussicht gestellte Zinswende die US-Währung. Andererseits werden angesichts der nur langsam rückläufigen Inflation weniger Zinssenkungen als zuvor erwartet, was den Dollar wiederum half. Dennoch ist die Laune an den Finanzmärkten recht optimistisch. Die höhere Risikoneigung war für die Fluchtwährung Dollar bislang keine größere Belastung. Letztlich hielten sich die **Bewegungen am Devisenmarkt in Grenzen**. Der Euro-Dollar-Kurs notierte zuletzt um 1,09. Die implizite Volatilität liegt im historischen Vergleich auf einem niedrigen Niveau.

In den USA fielen zwar ein paar Konjunkturdaten etwas schlechter aus, insgesamt erweist sich das Wachstum hier aber als erstaunlich robust. Wohl auch deshalb ging die Inflation zuletzt nur recht zögerlich zurück. Dennoch wird die Fed vermutlich ihren Leitzins bald senken, aus heutiger Sicht wohl im Juni. Der **Renditevorteil des Dollar gegenüber dem Euro hat sich in den letzten Wochen ein wenig ausgeweitet**, selbst wenn sich das kaum auf den Wechselkurs auswirkte. Das Risiko bzw. für den US-Dollar die Chance besteht darin, dass die Notenbank vor diesem Hintergrund ihre Zinswende doch noch weiter in die Zukunft verschiebt. Leichte Verzögerungen sollten am Devisenmarkt jedoch keine großen Bewegungen auslösen. Nur eine deutlich spätere Zinswende würde dem Dollar einen spürbaren Schub geben.



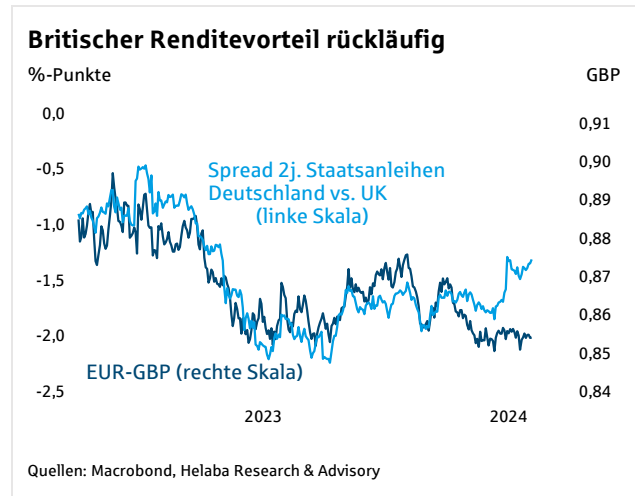
Bei der EZB scheint die erste Zinssenkung im Juni klarer zu sein. Danach dürften 2024 noch zwei weitere Schritte erfolgen. Die Inflation – vor allem die Kernrate – ist in der Eurozone zwar schneller als in den USA zurückgekommen, weitere Rückgänge sollten aber schwerer fallen. Zudem überraschten die **Konjunkturdaten in der Eurozone positiv**, auch stärker als in den USA. Der US-Wachstumsvorteil dürfte daher schrumpfen, was tendenziell den Euro unterstützt.



Die positive Risikoneigung spricht zudem eigentlich für einen höheren Euro-Dollar-Kurs. Wichtigster Faktor bleiben jedoch die geldpolitischen Erwartungen. Solange Fed und EZB mehr oder weniger im Gleichklang ihre Zinsen senken und sich damit die Zinsdifferenzen kaum ändern, werden sich die Kursausschläge in Grenzen halten. Der **Euro-Dollar-Kurs dürfte in den nächsten Monaten weiterhin um 1,10 notieren**. Erst im späteren Jahresverlauf kommt mit den US-Präsidentenwahlen ein Unsicherheitsfaktor hinzu, der für Bewegungen sorgen kann, aber nicht muss.

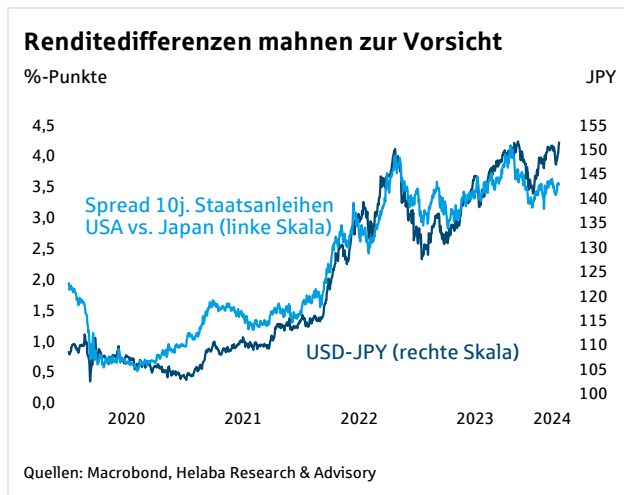
Das **Britische Pfund** konnte gegenüber dem Euro und vor allem dem US-Dollar in den letzten Wochen zulegen. Die britische Währung profitierte davon, dass die Bank of England vermutlich erst nach der Fed und der EZB ihre Leitzinsen senken wird. Nach der technischen Rezession im zweiten Halbjahr 2023 – zwei negative Quartale in Folge – dürfte das BIP Anfang 2024 wieder expandieren. Auch andere Indikatoren deuten auf eine konjunkturelle Besserung. Hingegen sinkt die Inflation mittlerweile deutlich. Die Gesamtrate fiel auf 3,4 %, die Kernteuerung auf 4,5 %. Allerdings liegen die Werte damit immer noch über den Inflationszahlen aus der Eurozone oder den USA. Dies spricht für einen späteren Beginn der Zinssenkungen.

Dennoch ist der britische Renditevorteil gegenüber der Eurozone gesunken. Selbst wenn die Teuerung in Großbritannien verzögert sinkt, fällt sie letztlich auch, so dass die Bank of England ihren Leitzins ähnlich senken wird. Daher dürfte **das Pfund gegenüber dem Euro und dem US-Dollar bis Ende 2024 etwas abwerten**.



Der **Schweizer Franken** zählte zu den Verlierern am Devisenmarkt. Der Euro-Franken-Kurs kletterte erstmals seit Juli 2023 über 0,97. Die Schweizer Notenbank senkte überraschend früh – und damit vor der EZB – ihren Leitzins auf nun 1,50 %. Die Renditedifferenzen bewegten sich schon zuvor in den letzten Wochen gegen den Franken. Vermutlich wird die SNB ihre Geldpolitik noch weiter lockern. Das Umfeld einer zunehmenden Risikoneigung hat dem sicheren Anlagehafen – anders als in den Vormonaten – eher geschadet. Während das Schweizer Wachstum zwar moderat, aber zumindest höher als in Deutschland ausfällt, lag die Inflation mit zuletzt 1,2 % klar niedriger.

Zudem hat die SNB ihre Interventionspolitik vor einigen Monaten angepasst. Der jüngste Anstieg der Devisenreserven beruht wohl eher auf Bewertungseffekten. Jedoch greift die Notenbank nicht mehr zu Gunsten des Frankens ein. Daher könnte sich die Franken-Schwäche im laufenden Jahr fortsetzen und der **Euro-Franken-Kurs der Parität weiter annähern**.



Die japanische Notenbank hat endlich ihre Negativzinspolitik sowie die Zinskurvensteuerung beendet. Trotzdem wertete der **Yen** nach den Beschlüssen ab. Auf Monatsicht ist das Bild aber weniger eindeutig, da schon manches vorweggenommen wurde. Weitere Zinssenkungen stellte die **Bank of Japan** noch nicht in Aussicht. Zudem sollen fortgesetzt Staatsanleihen gekauft werden.

Dennoch ist nicht unwahrscheinlich, dass im weiteren Jahresverlauf die Geldpolitik zusätzlich gestrafft wird. Die Inflation dürfte nicht mehr so zurückgehen wie zu-

letzt. Hinzu kommen auch die überraschend hohen Lohnabschlüsse aus den jüngsten Gehaltsverhandlungen („Shunto“). **Wichtiger für den Dollar-Yen-Kurs wird aber vermutlich die US-Entwicklung sein.** Mit den einsetzenden US-Zinssenkungen wird sich der US-Renditevorteil wohl weiter reduzieren, zumal schon aktuelle Spreads eher für den Yen sprechen. Daher dürfte der Yen sowohl gegenüber dem Dollar als auch dem Euro 2024 aufwerten können.

gg. Euro	aktuell*	Q2/24	Q3/24	Q4/24	Q1/25
US-Dollar	1,09	1,10	1,10	1,10	1,10
Jap. Yen	165	153	150	148	148
Brit. Pfund	0,85	0,86	0,87	0,88	0,88
Schw. Franken	0,97	0,96	0,98	1,01	1,01

* 20.03.2024

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory



Prognosetabelle BIP und Inflation

	Bruttoinlandsprodukt				Verbraucherpreise			
	reale Veränderung gg. Vorjahr, %				Veränderung gg. Vorjahr, %			
	2022	2023	2024p	2025p	2022	2023	2024p	2025p
Eurozone	3,5	0,5	1,0	1,2	8,4	5,4	2,8	2,5
Deutschland	1,9	-0,1	0,8	1,1	6,9	5,9	3,0	2,5
Frankreich	2,5	0,9	1,1	1,2	5,9	5,7	3,0	2,7
Italien	4,1	1,0	1,1	1,2	8,7	5,9	2,2	2,6
Spanien	5,8	2,5	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	-0,7	0,6	1,7	8,6	7,8	3,4	2,6
Schweden	2,7	0,0	0,4	2,3	8,4	8,5	3,5	2,2
Polen	5,5	0,1	2,7	3,4	14,4	11,4	4,7	4,0
Tschechien	2,4	-0,4	1,0	2,8	15,1	10,7	2,6	2,4
Ungarn	4,6	-0,7	2,7	3,5	14,5	17,6	4,7	3,8
Großbritannien	4,3	0,1	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	2,1	2,2	8,0	4,1	3,0	2,2
Japan	0,9	1,9	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	5,9	5,5	3,5
Türkei	5,6	4,5	2,4	3,7	72,4	53,9	45,0	25,0
Lateinamerika**	3,7	2,1	2,3	2,4	14,9	16,7	13,0	8,6
Brasilien	2,9	2,9	2,2	2,0	9,0	4,6	3,5	3,5
Welt	3,0	2,9	2,9	3,0	7,0	4,8	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; p=Prognose, BIP-Wachstum soweit verfügbar kalenderbereinigt

Quellen: Macrobond, LSEG, Helaba Research & Advisory



Kapitalmarktprognosen

	Veränderung seit ...		aktueller Stand**	Helaba-Prognosen			
	31.12.2023	Vormonat*		Q2/2024	Q3/2024	Q4/2024	Q1/2025
Zinsen	Basispunkte		%				
EZB Refi-Satz	0	0	4,50	4,25	3,65	3,40	3,15
EZB Einlagenzins	0	0	4,00	3,75	3,50	3,25	3,00
Tagesgeldsatz €STR	3	0	3,91	3,65	3,40	3,20	3,00
3M Euribor	1	-2	3,92	3,50	3,30	3,05	2,75
6M Euribor	4	0	3,91	3,40	3,25	3,00	2,70
2j. Bundesanleihen	52	2	2,93	2,40	2,30	2,10	2,10
5j. Bundesanleihen	50	0	2,45	2,05	2,10	2,10	2,10
10j. Bundesanleihen	41	-1	2,43	2,00	2,00	2,10	2,10
2j. Swapsatz	44	-2	3,24	2,75	2,60	2,35	2,35
5j. Swapsatz	36	-5	2,79	2,50	2,55	2,55	2,55
10j. Swapsatz	22	-7	2,71	2,45	2,45	2,55	2,55
20j. Swapsatz	13	-7	2,65	2,40	2,45	2,55	2,55
30j. Swapsatz	11	-4	2,45	2,40	2,40	2,45	2,45
Fed Funds Target Rate	0	0	5,38	5,13	4,88	4,63	4,38
10j. US-Treasuries	39	-5	4,27	3,90	3,80	3,80	3,70
Aktien	Landeswährung, %						
DAX	7,5	3,7	18.015	16.800	17.200	17.500	17.600
Euro Stoxx 50	10,6	3,0	5.000	4.600	4.700	4.800	4.830
Dow Jones	4,8	1,1	39.512	36.800	37.400	38.000	38.300
S&P 500	9,5	2,7	5.225	4.650	4.730	4.800	4.830
Nikkei 225	19,5	2,3	40.004	35.800	36.400	37.000	37.600
Gold und Brentöl	%						
Gold €/Unze	7,1	7,0	2.002	1.818	1.909	2.000	2.000
Gold \$/Unze	6,0	8,0	2.186	2.000	2.100	2.200	2.200
Brentöl \$/Barrel	11,6	2,7	86	89	90	91	91
Devisen	jeweils gg. Euro, %		jeweils gg. Euro				
US-Dollar	1,1	-0,9	1,09	1,10	1,10	1,10	1,10
Japanischer Yen	-5,7	-1,4	165	153	150	148	148
Britisches Pfund	1,5	0,1	0,85	0,86	0,87	0,88	0,88
Schweizer Franken	-4,1	-1,6	0,97	0,96	0,98	1,01	1,01

* 22.02.2024 ** 20.03.2024

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
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/>