

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

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

### Editorial: Konjunkturaufhellung in Deutschland



gt/ Endlich bessere Konjunktursignale aus Deutschland. Mehrere Stimmungsindikatoren deuten nun aufwärts. Die Erholung der weltweiten Industrie scheint langsam auf Deutschland auszustrahlen und auch eher binnenorientierte Indikatoren aus den Dienstleistungsbereichen deuten gen Norden. So war das Geschäftsklima im Einzelhandel zuletzt deutlich weniger pessimistisch. Dies ist keine Überraschung, führt doch die Kombination aus höheren Lohnabschlüssen und niedrigerer Inflation zu realen Kaufkraftgewinnen. Die konjunkturelle Wende zeichnet sich für 2024 immer deutlicher ab. Konjunkturprogramme sind definitiv nicht nötig.

Ein weiterer Impuls wird voraussichtlich von der Zinssenkung der EZB im Juni ausgehen. Dieser Zinsschritt wird nicht nur von uns erwartet, auch die Kapitalmärkte haben ihn aktuell fest eingepreist. Äußerungen aus dem EZB-Rat sind ziemlich eindeutig. Mehr Unsicherheit gibt es bezüglich der Frage, ob auch die Fed bereits im Juni einen Zinsschritt wagen wird. Die dort starke Konjunktur in Kombination mit zuletzt wieder leicht steigenden Inflationsraten hat zu Ernüchterung an den Kapitalmärkten dies- und jenseits des Atlantiks geführt. Die Aktienmärkte haben recht deutlich nachgegeben, wie auch der Euro. Die Fed hält sich derzeit bedeckt und lässt konkrete Aussagen offen.

Wird die EZB einen Zinserhöhungszyklus durchziehen, auch wenn die Fed gar nicht oder erst deutlich später die Leitzinsen zurücknehmen wird? Stärkt dies die Rolle der EZB oder besteht die Gefahr, dass sich die Fed als Stabilitätsanker präsentieren kann und die EZB als Verwalter einer laxen Geldpolitik? Kommt fortgesetzte Unsicherheit aus dem Nahen Osten, der bei einer Zuspitzung der Auseinandersetzung den Ölpreis weiter nach oben treibt?

Risiken bleiben. Trotzdem sollte nicht vergessen werden, dass die Konjunkturaufhellung und die rückläufige Inflation hierzulande sehr erfreulich sind. Dies gilt auch für die Eurozone, so dass sich die EZB nicht verunsichern lassen und mutig den ersten Zinsschritt nach unten gehen sollte. Die Wahrscheinlichkeit ist hoch, dass die Fed folgen wird – und damit die oben angesprochenen Bedenken hinfällig werden.

Ihre

**Dr. Gertrud R. Traud**

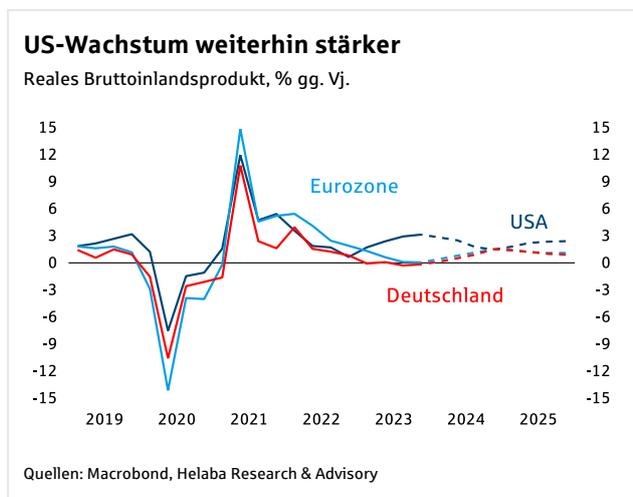
Chefvolkswirtin/Head of Research & Advisory

## Konjunktur: Kommt nun der Aufschwung in Deutschland?



- US-Outperformance mit Pferdefuß – Wachstum und Inflation deutlich höher als in Europa
- Dynamik in USA trotz restriktiver Geldpolitik überdurchschnittlich, China startet robust ins Jahr
- Dritter Anstieg des ifo Geschäftsklimas in Folge als Signal für konjunkturelle Trendwende
- Für 2024 leichtes Wachstum für Deutschland und die Eurozone erwartet
- Inflationsraten in Deutschland und Eurozone deutlich auf zuletzt 2,2 % und 2,4 % gesunken
- In den USA bleibt die Teuerung hingegen über 3 %, im März lag sie bei 3,2 %

pf/ Die **geopolitischen Unsicherheiten** scheinen regional unterschiedlich zu wirken. Ausbleibende Entspannung, wenn nicht Eskalation, in der Ukraine und im Nahen Osten belastet die Stimmung in Europa offenbar mehr als jenseits des Atlantiks. Das Risiko eines abrupten Kurswechsels in der Wirtschaftspolitik nach den US-Wahlen im November hat bisher keine nennenswerten Bremsspur hinterlassen – zumindest nicht in den USA selbst.



Die **US-Konjunktur** zeigt sich auf Grundlage der vorliegenden Monatsdaten auch im ersten Quartal 2024 überraschend solide, allen politischen Irritationen und der restriktiven Geldpolitik zum Trotz. Tatsächlich tragen die positiven Konjunkturüberraschungen wohl auch zu den negativen bei der Inflation bei. Nach der Veröffentlichung der Wachstumswahlen werden wir unsere Prognose überprüfen. Aktuell rechnen wir mit einem Wachstum von 2,1 % im Gesamtjahr. **Chinas** Wachstum fiel im ersten Quartal relativ robust aus, was das Erreichen unserer Jahresprognose – und des offiziellen Wachstumsziels – von 5 % einfacher macht. Das Tempo von +1,6 % gg. Vq. dürfte die chinesische Wirtschaft allerdings nicht halten können.

saz/ Die jüngsten Konjunkturdaten für Deutschland haben viele positiv überrascht. In der Industrie ließ sich ein Produktionsplus sowohl für Januar als auch für Februar beobachten. Demnach ist davon auszugehen, dass die Industrieproduktion im ersten Quartal gegenüber den drei vorangegangenen Monaten zugelegt hat. Dieser Sektor steht für knapp ein Viertel der gesamten deutschen Wertschöpfung. Für die Dienstleistungsbereiche sind erste positive Werte nur für Januar verfügbar. Allerdings dürfte die Streikwelle danach zu Bremseffekten geführt haben. Trotzdem ist aus jetziger Sicht **ein kleiner Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts gegenüber dem Schlussquartal 2023** wahrscheinlich.

Zudem zeichnen die Ergebnisse der ZEW-Umfrage und des **ifo Geschäftsklimas** ein positives Bild für die konjunkturellen Aussichten. Der ZEW-Saldo der Konjunkturerwartungen erhöhte sich erneut deutlich. Der Index steigt nun seit Juli letzten Jahres kontinuierlich.

Das ifo Geschäftsklima verzeichnete im April den dritten Anstieg in Folge. Erfahrungsgemäß ist dies ein belastbares Signal für eine konjunkturelle Trendwende. Unsere aktuelle Prognose für das **deutsche Wirtschaftswachstum** im Jahr 2024 liegt bei **0,8 %**. Mit der Veröffentlichung der neuen BIP-Zahlen zum ersten Quartal werden wir auch diese überprüfen.

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

Der deutliche Rückgang der Inflation zusammen mit den starken Anstiegen der Nominallohne und erhöhten Transferleistungen sorgt für eine wachsende Kaufkraft der Bürger. Dies verbessert die Aussichten für die **privaten Konsumausgaben**, die bereits in der zweiten Jahreshälfte 2023 leicht zunahm. Impulse gehen zurzeit eher von den Dienstleistungen aus. Die Umsätze des Einzelhandels sind zwar noch schwach, sollten sich aber in den nächsten Monaten erholen. Damit dürfte der Wachstumsbeitrag der privaten Konsumausgaben 2024 positiv ausfallen.

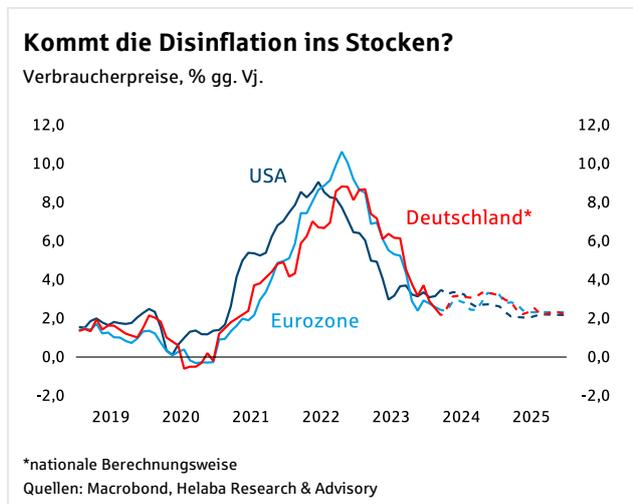
Die Steuereinnahmen des Bundes erhöhten sich, trotz eines Rückgangs im März, in den ersten drei Monaten dieses Jahres um 1,6 % gegenüber dem Vorjahresquartal. Dieser Anstieg ist konsistent mit dem langfristigen Trend zunehmender Steuereinnahmen. Nachdem der **Staatskonsum** bereits im vergangenen Halbjahr wieder gestiegen ist, wird sich dies 2024 fortsetzen. Die Ausgaben dürften vor allem in den Bereichen Verteidigung, Bildung und soziale Sicherung zulegen.

Das Zinsumfeld ist für Investitionen bereits etwas freundlicher geworden und eine erste Zinssenkung der EZB im Juni gilt inzwischen als ziemlich wahrscheinlich. Für die **Ausrüstungsinvestitionen** ist 2024 ein leicht positiver Wachstumsbeitrag zu erwarten. Die **Bauinvestitionen** werden hingegen in diesem Jahr erneut sinken. Hohe Baupreise sowie die verringerte Bauförderung dürften erneut die Wohnbauinvestitionen belasten. Die Wohnungsbaugenehmigungen stabilisieren sich nur auf sehr niedrigem Niveau.

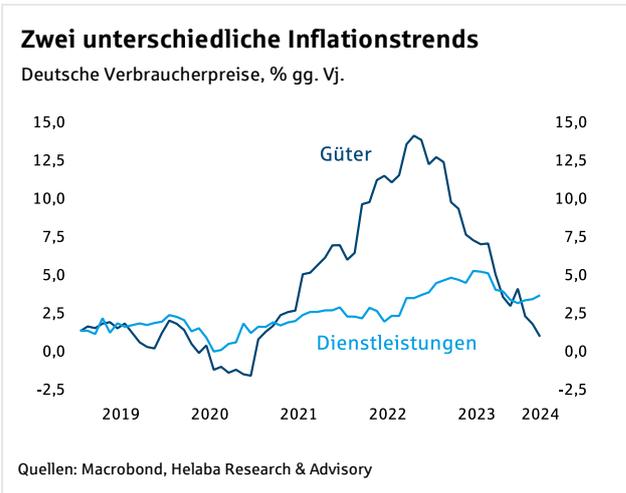
Nachdem der deutsche **Außenhandel** gut in das aktuelle Jahr startete, sanken im Februar die Exporte um 2,0 % gegenüber Januar, während die Importe weiter zulegten. Die deutschen Exporte dürften 2024 trotzdem stärker zulegen als die Importe. Der Welthandel gewinnt an Fahrt.

Die **Eurozone** dürfte 2024 zum vierten Mal in Folge mit 1,0 % **stärker wachsen als Deutschland**. Unter

anderem weist die im internationalen Vergleich schwache deutsche Industrieproduktion auf Strukturprobleme hin. Im Gegensatz hierzu hat vor allem Frankreich seine Wettbewerbsfähigkeit in den letzten Jahren verbessert. Spanien und Italien profitieren darüber hinaus von den umfangreichen Brüsseler Hilfszahlungen und dem sich belebenden Tourismus.



Weniger gut ist das Inflationsbild in den **USA**. Hier hat sich die Serie von unangenehmen Überraschungen im März fortgesetzt. Der Gesamtindex lag 3,2 % über dem Vorjahresniveau, seit fast einem Jahr ist hier per saldo **kein Rückgang** mehr zu erkennen. Im Vormonatsvergleich fiel der Zuwachs mit 0,4 % zudem wieder sehr hoch aus. Der Kernindex hat in den ersten drei Monaten des Jahres um jeweils knapp 0,4 % gg. Vm. angezogen – deutlich über der Dynamik, die zu einer Jahreststeuerung von rund 2 % passen würde. Die **Aufwärtsrisiken** für unsere Inflationsprognose für das Gesamtjahr 2024 von 3 % haben zugenommen.



Im März ist die **deutsche Inflationsrate** auf den niedrigsten Wert seit Mai 2021 gefallen. Die Verbraucherpreise stiegen um 0,4 % gegenüber dem Vormonat, woraus sich eine Inflationsrate von 2,2 % ergibt. Diese Entwicklung ist vor allem auf den stark zurückgegangenen Preisdruck bei Gütern zurückzuführen, während die Dienstleistungsinflation seit Monaten auf einem höheren Niveau verharrt und sogar leicht an Dynamik gewinnt. Im Euroraum sank die Preissteigerungsrate auf 2,4 % (Februar: 2,6 %). Auch die Kernrate der Eurozone verringerte sich im März um zwei Zehntel auf 2,9 %.

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: Zinswende in der Eurozone wahrscheinlich im Juni



- EZB wird vermutlich im Juni vor der US-Notenbank erstmals wieder die Leitzinsen senken
- Vorübergehend wieder höhere Inflationsraten dürfte die EZB tolerieren
- Mit weiteren moderaten Zinssenkungen in einem vierteljährlichen Rhythmus ist zu rechnen
- Handlungsbedarf für die Fed weniger eindeutig als für die EZB
- US-Zinssenkungserwartungen für 2024 wurden kräftig zurückgestutzt
- Klare Signale der Fed hoffentlich auf der Sitzung am 30. April/1. Mai

uk/ Der EZB-Rat hat erwartungsgemäß in der April-Sitzung noch keine Zinswende vollzogen, aber die Hoffnungen auf eine **erste Zinssenkung im Juni** bestätigt. In ihrer Presseerklärung gibt sich die EZB zuversichtlich, dass die Inflationsaussichten eine Lockerung der aktuellen geldpolitischen Straffung ermöglichen.

Angesichts zunehmender **Zweifel** an einer baldigen Zinssenkung der US-Notenbank betonte EZB-Präsidentin Christine Lagarde, die EZB sei mit einer **anderen Inflationssituation** konfrontiert und **agiere** zu dem **unabhängig**. Sie wies ebenfalls darauf hin, die Inflationsentwicklung könne in den kommenden Monaten stärker schwanken. Entscheidend für die EZB seien jedoch die **vierteljährlichen Projektionen** und eine hohe Wahrscheinlichkeit, dass das Inflationsziel im kommenden Jahr erreicht werde.

Dieser Hinweis gibt zusätzliche Sicherheit für den Juni-Termin, da die ansonsten betonte Abhängigkeit von der **Datenlage** etwas relativiert wird. Für Nervosität sorgen derzeit vor allem **höhere Rohölpreise** – die Sorte Brent verteuerte sich in Euro von Anfang März bis Mitte April um rund 10 % – sowie der Anstieg der **Dienstleistungspreise** im Euroraum von 4 % im Vorjahresvergleich.

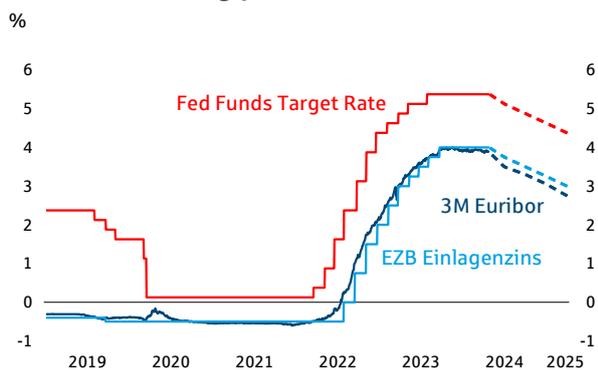
### EZB wird mehr zugetraut als Fed

3M-Terminmarktsatz auf Sicht von 12 Monaten, %



Quelle: LSEG, Helaba Research & Advisory

### Fed und EZB: Zinsgipfel erreicht



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

nat lässt auch für den von der Fed präferierten Indikator, den PCE Preisindex, erneut einen unangenehm hohen Monatswert erwarten. Es wird spannend sein, wie sich die Fed auf der anstehenden **FOMC-Sitzung am 1. Mai** hinsichtlich der geldpolitischen Lockerung positioniert.

pf/ Die Serie von schlechten Nachrichten von der Inflationsfront bei gleichzeitig robustem Wachstum hat in den **USA** zu einer **anderen Situation** geführt als in der Eurozone. Markterwartungen von bis zum 150 Basispunkten Zinssenkungen durch die Fed in diesem Jahr wurden massiv zurückgenommen. Aktuell sieht der Futuremarkt bis Dezember nur noch eine Reduktion der Federal Funds Rate um etwa 50 Basispunkte.

Bis einschließlich der FOMC-Sitzung im März hatten die US-Geldpolitiker noch darauf gesetzt, dass der zu Grunde liegende Disinflationsprozess andauert – die hohe (Kern-)Inflation sozusagen „**transitorisch**“ ist. Die Kette positiver Daten zur Realwirtschaft reißt aber nicht ab. Ein neuerlicher Anstieg des Verbraucherpreisindex im März um 0,4 % gegenüber dem Vormon-

%	aktuell*	Q2/24	Q3/24	Q4/24	Q1/25
3M Euribor	3,88	3,50	3,30	3,05	2,75
EZB Einlagenzins	4,00	3,75	3,50	3,25	3,00
Fed Funds Rate	5,38	5,13	4,88	4,63	4,38

\* 24.04.2024

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

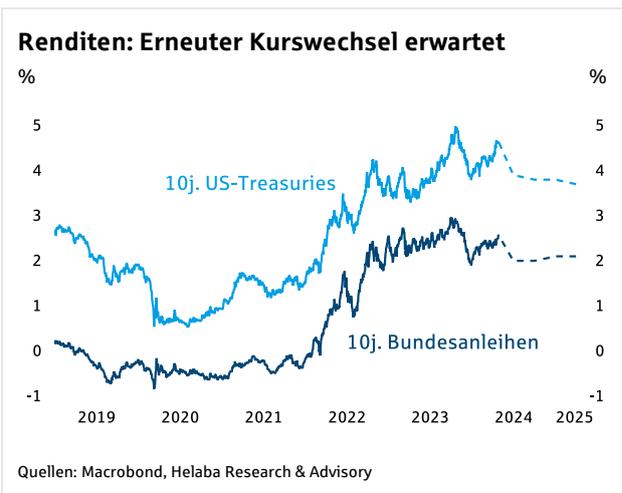
## Staatsanleihen: Überschaubares Kurspotenzial



- Zinsfantasie auf dem Rückzug – Rentenmärkte dies- und jenseits des Atlantiks unter Druck
- Spread zwischen 10-jährigen US-Treasuries und Bunds auf mehrjährigem Höchststand
- Renditerückgänge im zweiten Quartal im Zuge der ersten Zinssenkung der EZB wahrscheinlich
- Unterstützung durch stabile Inflationserwartungen im Euroraum zu erwarten
- Gravitationswert 10-jähriger Bunds am Jahresende vermutlich bei 2,1 %
- Nachhaltiges Unterschreiten der 2 %-Marke ist 2024 jedoch eher unwahrscheinlich

uk/ Während die EZB für den 6. Juni eine **Zinswende im Euroraum** signalisiert hat, wachsen die Zweifel an einer raschen Zinssenkung in den USA. Der **Spread** zwischen zehnjährigen US-Treasuries und Bundesanleihen hat mit rund 2,2 Prozentpunkten den **höchsten Stand seit mehr als vier Jahren** erreicht. Von Vorfreude auf geldpolitische Lockerungen war an den Kapitalmärkten zuletzt nicht mehr viel zu spüren.

Die **robuste Konjunktur** und die **hartnäckige Inflation in den USA** setzten die Rentenmärkte diesseits und jenseits des Atlantiks unter Druck. Die Rendite 10-jähriger **US-Treasuries** kletterte auf rund 4,6 %, Bundesanleihen gleicher Laufzeit erreichten rund 2,5 % und damit **ein Niveau wie im Oktober 2021**, nur wenige Monate nachdem die EZB den Zinserhöhungszyklus eingeleitet hatte. Insofern befindet sich der Rentenmarkt seit fast 20 Monaten in einer **Seitwärtsbewegung**.



Im Zuge der ersten Zinssenkung der EZB rechnen wir jedoch mit einer **Entspannung** in den kommenden Monaten. Die Zinsstrukturkurve für Bundesanleihen dürfte sich bis zum Jahresende verflachen. Die Renditen am kurzen Ende könnten deutlich sinken. Relativ **stabile Inflationserwartungen** der Anleger stellen ebenfalls einen renditebegrenzenden Faktor dar. In den vergangenen Monaten stiegen Bunds zwar immer wieder über die vergleichbaren Niveaus der Inflation Forward-Swaps im Euroraum, fielen aber letztlich immer wieder auf deren niedrigeres Niveau oder darunter.



Darüber hinaus ist das **Potenzial für Rückgänge jedoch begrenzt**. Der Abbau der Wertpapierbestände bei den Notenbanken bei gleichzeitig **hoher staatlicher Emissionstätigkeit** spricht gegen ein erneutes und nachhaltiges Absinken der Bundrendite unter die 2 %-Marke. Hinzu kommt die Unsicherheit über den langfristigen Inflationsspfad aufgrund struktureller Veränderungen.

Auf Sicht der nächsten Jahre sehen wir die Kapitalmarktzinsen daher eher im Gravitationsbereich der 3 %-Marke.

Für das Jahresende 2024 erwarten wir allerdings wieder eine Rendite 10-jähriger Bundesanleihen am **unteren Ende des Prognosekorridors von 2,1 %** und für US-Treasuries von **3,8 %**.

%	aktuell*	Q2/24	Q3/24	Q4/24	Q1/25
10j. Bundesanl.	2,59	2,00	2,00	2,10	2,10
10j. US-Treasuries	4,64	3,90	3,80	3,80	3,70

\* 24.04.2024  
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

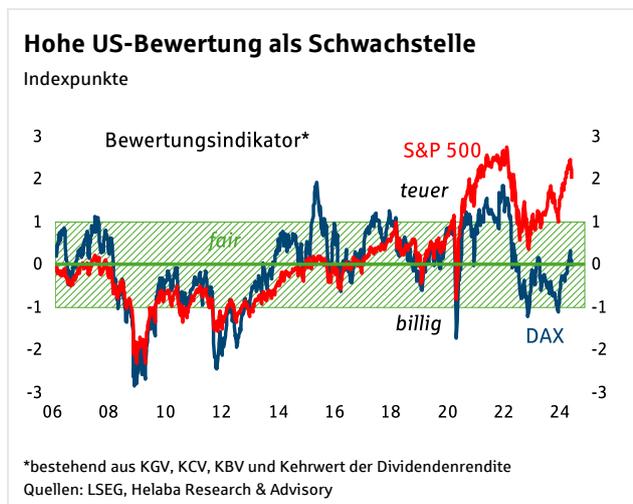
## Aktien: Korrektur überzogener Erwartungen



- Aktien haben im April in den Korrekturmodus umgeschaltet. Technologie verliert am meisten
- Hartnäckige US-Inflation lässt US-Zinssenkungserwartungen deutlich schrumpfen
- Abwartende Fed belastet, Aussicht auf EZB-Lockerung unterstützt Aktien
- Beiderseits des Atlantiks positiv überraschende Konjunkturdaten steigern Gewinnerwartungen
- Krieg und Terror spielen an den Aktienmärkten nach wie vor eine untergeordnete Rolle
- US-Aktien weiterhin teuer, DAX fair bewertet

mr/ Entgegen der altbekannten Börsenregel „Sell in May“ schienen einige Anleger bereits mit dem Start in den April Gewinne mitzunehmen. Immerhin hatten Aktien bereits viel Positives vorweggenommen. Als Aktien im Herbst letzten Jahres zu ihrer Rally ansetzten, war der **S&P 500 bereits hoch bewertet**, wohingegen der DAX damals aus einer Unterbewertung zur Erholung ansetzte. US-Aktien haben sich in den letzten Monaten kontinuierlich verteuert und waren damit anfällig für eine Korrektur. Immer weiter **schwindende Zinssenkungshoffnungen** im

Zuge wiederholt höher als erwartet ausfallender US-Inflationsdaten haben zuletzt das Fass zum Überlaufen gebracht.



Der **DAX** dagegen wäre für sich betrachtet zwar in einer **fundamental** deutlich besseren Verfassung. Er hatte in den vergangenen Monaten lediglich zum fairen Wert aufgeschlossen. Außerdem dürfte die EZB angesichts niedriger als erwartet ausfallender Inflationsraten im Juni die **Leitzinsen senken** und auch die Konjunkturstimung hellt sich auf – eigentlich gute Voraussetzungen für weiter steigende Notierungen. Einzig die technische Überkaufsituation signalisiert Konsolidierungsbedarf. Dennoch konnte sich das deutsche Börsenbarometer zuletzt den Vorgaben des gewichtigeren US-Pendants nicht entziehen.

Ist das nun eine Trendwende oder eine gesunde Korrektur? Wir hatten mehrfach darauf hingewiesen, dass die steilen Aufwärtstrends der Indizes nicht einfach fortgeschrieben werden sollten. Derzeit testen die US-Barometer S&P 500 und Nasdaq Composite die 100-Tage-Linie, DAX und EURO STOXX 50 die 50-Tage-Linie auf ihre Tragfähigkeit. Aller Voraussicht nach wird sich nach der Korrektur ein neuer, **deutlich flacher verlaufender Pfad** herausbilden.

Indexpunkte	aktuell*	Q2/24	Q3/24	Q4/24	Q1/25
DAX	18.089	16.800	17.200	17.500	17.600
Euro Stoxx 50	4.990	4.600	4.700	4.800	4.830
S&P 500	5.072	4.650	4.730	4.800	4.830

\* 24.04.2024

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory



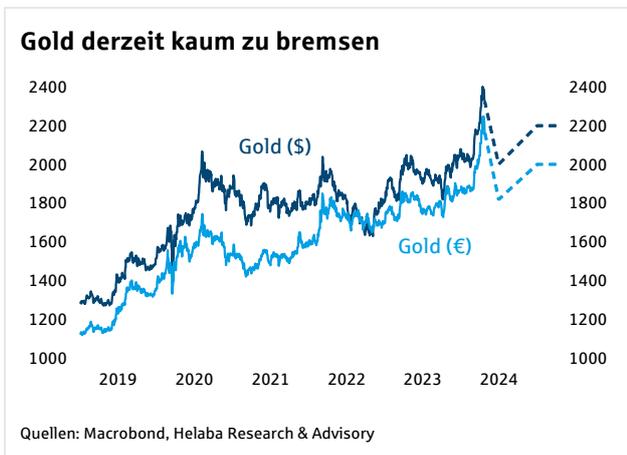
Eine generelle Trendumkehr – also den Übergang in einen Bärenmarkt – erwarten wir nicht. Vielmehr bewerten wir die jüngsten Kursrückgänge als einen gesunden **Abbau überzogener Erwartungen** und einer kurzfristigen technischen Überhitzung.

Mittelfristig sprechen sich aufhellende konjunkturelle Frühindikatoren für bessere Wachstumsperspektiven. Damit steigen auch die Erwartungen für die Unternehmensgewinne. Gleichzeitig wird die Geldpolitik weniger restriktiv. All dies **spricht für robuste Aktienmärkte**. Einzig die hohe US-Bewertung bleibt eine Schwachstelle. Insofern ergeben sich durch die Korrektur vorerst lediglich selektiv neue Chancen.

## Gold: Völlig losgelöst



- Gold erreicht mit Preisen über 2.400 US-Dollar je Feinunze ein neues Allzeithoch
- Stärke ist in Eurorechnung mit Jahresperformance von über 20 % noch beeindruckender
- Rally erfolgte trotz zunehmender Opportunitätskosten durch steigende Realzinsen
- Vermutlich hohe Nachfrage v.a. der Zentralbanken in China, Indien und Russland als Preistreiber



zurückzuführen. Sollte die krisenbedingte Nachfrage nachlassen, könnte dies eine deutliche Korrektur auslösen. Danach sieht es derzeit aber noch nicht aus.

cw/ Gold jagt von einem Rekord zum nächsten. Trotz steigender Realzinsen und enttäuschter Hoffnungen auf Zinssenkungen der Fed bleibt das Edelmetall in Reichweite seiner jüngsten Allzeithochs von 2.426 \$/Uz. bzw. 2.283 €/Uz. Weitere Rekorde sind nicht auszuschließen. Dabei kann mit einem Jahresplus von über 20 % in Euro- und knapp 16 % in Dollarrechnung schon jetzt auf ein außergewöhnliches Goldjahr verwiesen werden. Derzeit scheinen die klassischen fundamentalen Bestimmungsgrößen – die Leitzinsen – nur eine untergeordnete Rolle zu spielen. Die jüngsten Preissprünge sind wohl auf eine starke Nachfrage in Asien (China und Indien), stärkere Notenbankkäufe sowie weitere Sanktionen gegenüber Russland

Preis / Feinunze	aktuell*	Q2/24	Q3/24	Q4/24	Q1/25
Gold in Euro	2.164	1.818	1.909	2.000	2.000
Gold in US-Dollar	2.316	2.000	2.100	2.200	2.200

\* 24.04.2024

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

## Rohöl: Sorgen vor Eskalationsspirale in Nahost bleiben – Ölpreise bislang unbeeindruckt



- Angriff des Iran auf Israel in der ersten Aprilhälfte führte nicht zu einem Flächenbrand in Nahost
- Iran: Ölproduktion erreicht höchsten Stand seit Herbst 2018
- Berichte über Produktionsanstieg in Russland, trotz geltender Exportbeschränkungen
- Freie Produktionskapazitäten in Saudi-Arabien als Risikopuffer

ru/ Nach dem **Angriff des Iran** auf Israel ist es nicht zu einer Eskalationsspirale gekommen, die Sorgen vor einem



gen Preisanstieg. Verbesserte globale Wachstumsperspektiven sollten mittelfristig gleichwohl für moderate Zuwächse sprechen.

erneuten Schlagabtausch oder gar eines neuen Krieges im Nahen Osten bestehen aber weiterhin. An den Weltfinanzmärkten und insbesondere bei den Ölnotierungen ist bis jetzt **keine Panik** zu spüren. Dies könnte sich ändern, wenn ein Krieg mit dem Iran die wichtige Transportroute für Erdöl und LNG aus dem Persischen Golf beeinträchtigen würde. Derweil hat der Anstieg der **iranischen Ölproduktion** in den letzten Monaten dazu geführt, dass die saudischen Bemühungen innerhalb der OPEC+, die Preise nach oben zu treiben, annähernd wirkungslos blieben. Zuletzt sind auch die russischen Produktionsdaten wieder gestiegen, was darauf hindeutet, dass die Solidarität innerhalb der OPEC+ nicht all zu groß ist. Die vorhandenen **freien Kapazitäten** bilden daher einen Puffer gegen einen übermäßi-

Preis / Barrel	aktuell*	Q2/24	Q3/24	Q4/24	Q1/25
Rohöl Brent	88	89	90	91	91

\* 24.04.2024

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

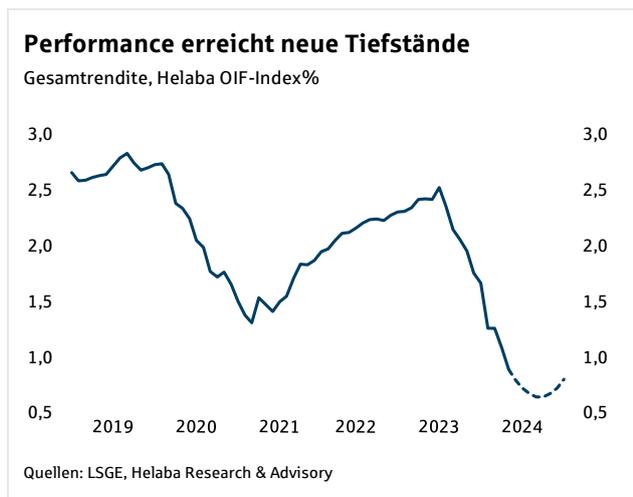
## Immobilien: Korrektur weit fortgeschritten



- Durchschnittliche Jahresperformance offener Immobilienfonds zuletzt nur noch bei 0,9 %
- Abwertungen fallen kräftiger aus und dauern länger an als bisher erwartet – Prognose gesenkt
- Kräftige Nettomittelabflüsse bei offenen Fonds im Februar von 414 Mio. Euro
- Gesamtrendite deutscher Immobilien 2023 von -5,1 %
- Büros besonders negativ, Einzelhandel und Wohnen im Mittelfeld, Logistik mit geringstem Minus
- Korrektur schon weit fortgeschritten, baldige Besserung v.a. bei Wohnimmobilien erwartet

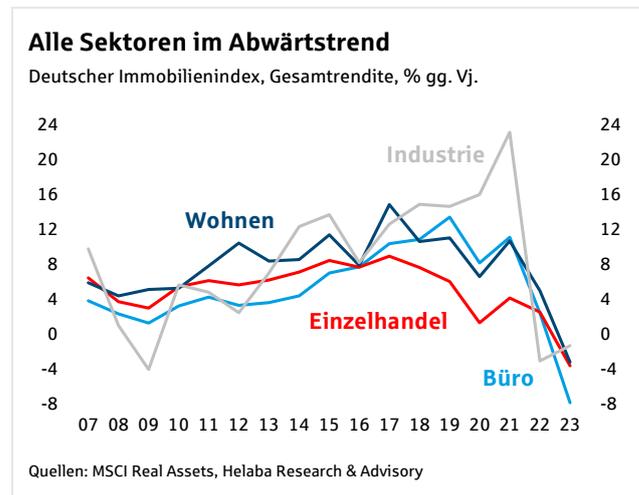
smi/ Die Performance **offener Immobilienfonds**, gemessen am „Helaba OIF-Index“, ging zuletzt auf 0,9 % zurück. Der Index bildet die durchschnittliche Wertentwicklung von neun großen Immobilienpublikumsfonds der vier führenden Anbieter ab. Dass vom schwierigen Marktumfeld bisher nicht die gesamte Fondskategorie betroffen ist,

dafür spricht die große Bandbreite in der Performance der einzelnen Fonds: zwei weisen deutlich negative Werte auf, während sich die Jahresrendite der anderen zuletzt in einer Bandbreite von rund 1 % bis 2,6 % bewegte. Wir halten zwar weiter eine leichte Verbesserung im späteren Jahresverlauf für möglich, haben aber unserer **Prognose erneut reduziert**.



Der Abstand zur Rendite zehnjähriger deutscher Staatsanleihen, die zuletzt wieder über 2,4 % lag, spiegelt die gesunkene relative Attraktivität der Fondskategorie wider. Entsprechend sind die **Nettomittelabflüsse** offener Fonds seit August vergangenen Jahres negativ – allein im Februar kam es zu Abflüssen in Höhe von 414 Mio. Euro. Diese Tendenz dürfte sich in den kommenden Monaten fortsetzen.

Nach den von MSCI Real Assets veröffentlichten Daten war die **Gesamtrendite deutscher Immobilien 2023 mit -5,1 %** die niedrigste seit Beginn der Datenreihe im Jahr 1996. Dies zeigt, wie schnell sich die durch den „Zinsschock“ ausgelöste Korrektur vollzogen hat. Sie fiel in anderen wichtigen Immobilienmärkten sogar noch stärker aus (Frankreich -7,5 %, USA -7,9 %). Besonders schwach entwickelte sich nicht nur in Deutschland der Bürosektor (Gesamtrendite: -7,8 %). Weniger ausgeprägt waren die Rückgänge bei Einzelhandels- (-3,6 %) und Wohnimmobilien (-3,2 %). Unter den wichtigen Segmenten schnitten Industrie- und Logistikgebäude (-1,3 %) am besten und sogar weniger negativ als im Vorjahr ab.



% gg. Vorjahr	2020	2021	2022	2023	2024p
Helaba OIF-Index*	1,5	2,0	2,3	1,5	0,8
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

Alles in allem dürfte die **Abwärtsbewegung** am deutschen Immobilienmarkt damit **weit fortgeschritten** sein. Bis Jahresende erwarten wir eine Trendwende vor allem bei Wohnimmobilien. Dazu dürfte eine leichte Entlastung auf der Finanzierungsseite und eine insgesamt etwas bessere Erschwinglichkeit von Wohneigentum beitragen. Auch bei

Einzelhandelsimmobilien spricht die nach mehreren Jahren wieder günstigere Mietentwicklung für eine baldige Bodenbildung. Weniger optimistisch sind wir für Büroimmobilien vor allem in schlechter Lage und Qualität, bei denen es noch keine Anzeichen für ein Ende des Abwärtstrends gibt.

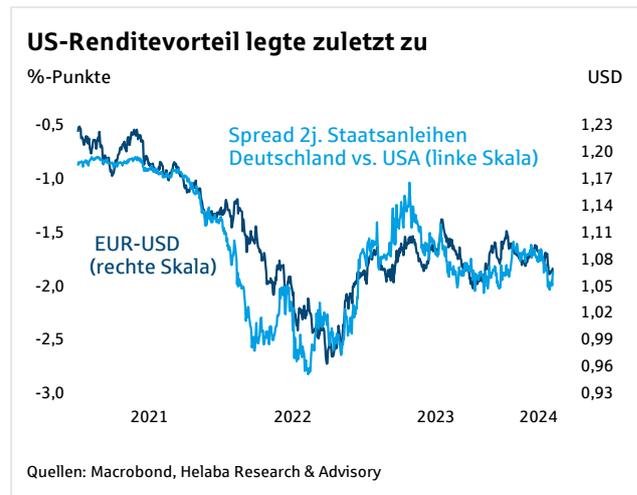
## Devisen: Divergenzen beflügeln Dollar



- Dollar profitierte von nachlassenden US-Zinssenkungserwartungen und setzte zum Höhenflug an
- Geldpolitische Unterschiede könnten US-Währung weiter begünstigen
- Nachlassende Divergenzen würden jedoch Euro-Dollar-Kurs Rückenwind geben
- Lockerungen der Bank of England dürften Britisches Pfund belasten
- Schweizer Franken leidet weiter unter dem Kurswechsel der eigenen Notenbank
- Japanischer Yen steht stark unter Druck, aber das Erholungspotenzial nimmt zu

ca/ Der **US-Dollar** dreht immer mehr auf. Die US-Währung befindet sich schon seit Jahresauftakt auf der Gewinnerseite und konnte zuletzt auf breiter Front weiter zulegen. Der handelsgewichtete Dollar-Index kletterte auf ein neues Jahreshoch, der Euro-Dollar-Kurs rutschte bis auf 1,06. Neben geopolitischen Unsicherheiten dient als Erklärung hierfür die „**Divergenz**“. Während das Wirtschaftswachstum in den USA erstaunlich robust ist und die Inflation erhöht bleibt, schwächelt in Europa und auch in anderen Teilen der Welt die Konjunktur und die Inflation fällt erheblich bzw. ist schon niedrig.

Ganz neu ist diese Entwicklung nicht, sie hat sich bereits 2023 abgezeichnet. Der entscheidende Unterschied ist, dass das jetzt auch abweichende Auswirkungen auf die Geldpolitik haben soll. So wurden an den Terminmärkten **Fed-Zinssenkungen deutlich ausgepreist**, während in Europa die Zinserwartungen nur leicht zurückgingen. Folgerichtig weitete sich der US-Renditevorteil gegenüber der Eurozone aus. Gemessen an den Spreads hätte der Euro-Dollar-Kurs sogar noch einen Tick stärker nachlassen können.



Der weitere Kursverlauf hängt vor allem von der Divergenz ab. Bleiben die USA wirtschaftlich so robust, dass die Fed ganz von einer Zinswende absieht? Und würde in dem Fall die EZB trotzdem ihren Leitzins mehrfach senken? Erste Marktteilnehmer spekulieren wieder über die Euro-Dollar-Parität, die zuletzt im Herbst 2022 unterschritten wurde. Dass die EZB vor der Fed senken wird, ergibt sich schon allein aus den Sitzungsterminen im Juni und wird kaum relevant sein. Ob sich aber die **Zinssenkungszyklen von Fed und EZB wirklich nennenswert unterscheiden**, ist noch keineswegs ausgemacht.



Die konjunkturelle Outperformance der USA dürfte abnehmen, die US-Überraschungsindikatoren deuten dies bereits an. Außerdem gibt es in Europa mittlerweile einige Anzeichen für eine Verbesserung. Selbst der Inflationsrückgang wird in der Eurozone wohl vorläufig ein Ende finden. Die entlastenden Basiseffekte laufen aus, Energie verteuerte sich zuletzt, die Löhne nehmen kräftig zu. In den USA besteht dagegen schon niveaubedingt mehr Potenzial für fallende Inflationsraten. Sollte sich das Makroumfeld doch annähern statt weiter zu divergieren, wird sich vermutlich auch **die Geldpolitik nicht dramatisch unterscheiden**. Selbst wenn die EZB mit Zinssenkungen voranschreitet, könnte der US-Renditevorteil wieder schrumpfen,

da für die Fed derzeit weniger erwartet wird. Der Euro-Dollar-Kurs dürfte sich dann wieder der Marke von 1,10 nähern. Voraussetzung hierfür ist jedoch eben eine nachlassende Divergenz.

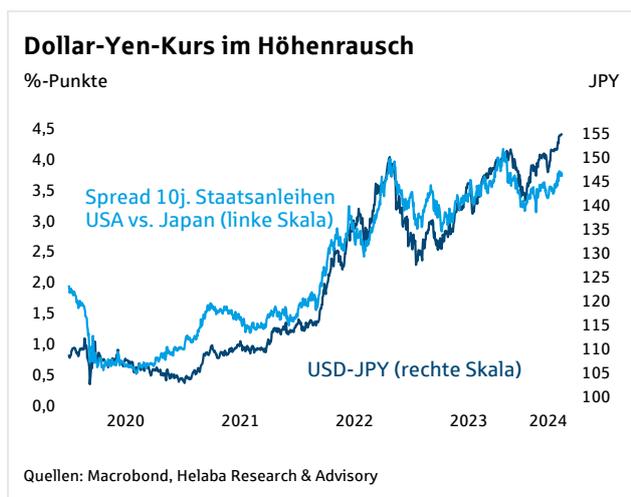
Das **Britische Pfund** hat sich im bisherigen Jahr gut geschlagen und gegenüber dem Euro sogar leicht aufgewertet. Zuletzt zählte die britische Währung aber zu den Verlierern. Konjunkturell gibt es Lichtblicke. So deuten die vorliegenden Zahlen auf spürbares Wirtschaftswachstum im ersten Quartal hin. Auch die Stimmungsindikatoren verbessern sich im Trend, so dass die Aussichten für den weiteren Jahresverlauf durchaus positiv sind. Trotz dieses konjunkturellen Rückenwinds könnte aber ein anderer Faktor dominieren, nämlich die Inflation.

Die Teuerung befindet sich in Großbritannien seit längerem auf höherem Niveau als in den USA oder der Eurozone. Allerdings ging der Trend in den letzten Monaten deutlich nach unten. Kurzfristig könnte die Teuerung sogar in Richtung 2 % rutschen. Danach wird es vermutlich schwieriger und die Raten könnten wieder etwas zunehmen. Aber der Rückgang wird wohl ausreichen, um die Tür für Zinssenkungen zu öffnen. Zuletzt deuteten dies auch Notenbankler an. Die **Bank of England** dürfte daher, wenn auch im Vergleich zur EZB verzögert, den **Leitzins im Sommer senken**. Das Ausmaß der Lockerungen könnte dann identisch zur EZB ausfallen. Da aber für die Bank of England weniger eingepreist wird, sollte sich der britische Renditevorteil reduzieren. Der Euro-Pfund-Kurs dürfte auf 0,88 steigen.



Der **Schweizer Franken** zählt zu den Verlierern im bisherigen Jahresverlauf. Der Euro-Franken-Kurs kletterte in der Spitze über 0,98 und notierte zuletzt nur leicht darunter. Die geopolitischen Unsicherheiten begünstigten den sicheren Anlagehafen aus der Schweiz nur kurzzeitig. Die überraschende Zinssenkung der Schweizer Notenbank hingegen wirkte nach. Da die Inflation sowohl in der Gesamt- als auch in der Kernrate auf 1,0 % fiel, wird die SNB den Leitzins weiter reduzieren. Hinzu kommt der globale Renditeanstieg, weshalb sich der Schweizer Zinsnachteil gegenüber dem Euro ausweitete – zu Lasten des Frankens.

Zudem **intervenierte die SNB nicht mehr zu Gunsten der eigenen Währung**. Der Rückgang der Devisenreserven ist beendet. Markteingriffe zu Lasten des Frankens sind zwar nicht zu erkennen, aber nicht auszuschließen. Damit bleibt das Umfeld für die Schweizer Währung vorerst schwierig. Auf mittlere Sicht könnte der Euro-Franken-Kurs wieder auf die Parität steigen, sofern nicht der Franken als Fluchtwährung gesucht wird.



Die Luft für den Wechselkurs wird daher immer dünner. Sofern dann doch die Fed-Zinssenkungen beginnen, besteht für den Yen erhebliches **Erholungspotenzial**. Dies gilt, wenngleich etwas abgeschwächt, auch gegenüber dem Euro.

Der **Japanische Yen** blieb auf der Verliererstraße. Der Dollar-Yen-Kurs kletterte mit über 155 auf den höchsten Stand seit Jahrzehnten. Hier schlugen nachlassende US-Zinssenkungserwartungen bzw. höhere Treasury-Renditen deutlich durch. Der US-Zinsvorteil nahm zu, wenngleich der Dollar-Yen-Kurs daran gemessen doch sehr hoch erscheint.

Mahnende Worte der Politik lassen **Spekulationen über Devisenmarktinterventionen** wachsen. Außerdem könnte die Yen-Schwäche die Bereitschaft der Bank of Japan zu weiteren Zinsanhebungen erhöhen.

gg. Euro	aktuell*	Q2/24	Q3/24	Q4/24	Q1/25
US-Dollar	1,07	1,10	1,10	1,10	1,10
Jap. Yen	166	153	150	148	148
Brit. Pfund	0,86	0,86	0,87	0,88	0,88
Schw. Franken	0,98	0,96	0,98	1,01	1,01

\* 24.04.2024

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	0,2	2,3	8,4	8,5	3,5	2,2
Polen	5,9	0,1	2,7	3,4	14,4	11,4	4,7	4,0
Tschechien	2,4	-0,2	1,0	2,8	15,1	10,7	2,6	2,4
Ungarn	4,6	-0,7	2,2	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	1,6	2,6	14,9	18,4	29,4	8,2
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	5,0	5,0	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
<b>Zinsen</b>	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	1	3,91	3,65	3,40	3,20	3,00
3M Euribor	-3	-1	3,88	3,50	3,30	3,05	2,75
6M Euribor	-3	-2	3,83	3,40	3,25	3,00	2,70
2j. Bundesanleihen	57	12	2,97	2,40	2,30	2,10	2,10
5j. Bundesanleihen	64	27	2,59	2,05	2,10	2,10	2,10
10j. Bundesanleihen	56	29	2,59	2,00	2,00	2,10	2,10
2j. Swapsatz	55	20	3,34	2,75	2,60	2,35	2,35
5j. Swapsatz	53	29	2,96	2,50	2,55	2,55	2,55
10j. Swapsatz	40	31	2,89	2,45	2,45	2,55	2,55
20j. Swapsatz	31	29	2,83	2,40	2,45	2,55	2,55
30j. Swapsatz	26	27	2,60	2,40	2,35	2,40	2,40
Fed Funds Target Rate	0	0	5,38	5,13	4,88	4,63	4,38
10j. US-Treasuries	76	44	4,64	3,90	3,80	3,80	3,70
<b>Aktien</b>	Landeswährung, %						
DAX	8,0	-2,2	18.089	16.800	17.200	17.500	17.600
Euro Stoxx 50	10,4	-1,8	4.990	4.600	4.700	4.800	4.830
Dow Jones	2,0	-3,4	38.461	36.800	37.400	38.000	38.300
S&P 500	6,3	-3,5	5.072	4.650	4.730	4.800	4.830
Nikkei 225	14,9	-4,3	38.460	35.800	36.400	37.000	37.600
<b>Gold und Brentöl</b>	%						
Gold €/Unze	15,8	5,0	2.164	1.818	1.909	2.000	2.000
Gold \$/Unze	12,3	3,9	2.316	2.000	2.100	2.200	2.200
Brentöl \$/Barrel	14,3	0,6	88	89	90	91	91
<b>Devisen</b>	jeweils gg. Euro, %		jeweils gg. Euro				
US-Dollar	3,2	0,8	1,07	1,10	1,10	1,10	1,10
Japanischer Yen	-6,3	-1,8	166	153	150	148	148
Britisches Pfund	1,0	-0,4	0,86	0,86	0,87	0,88	0,88
Schweizer Franken	-5,1	-0,6	0,98	0,96	0,98	1,01	1,01

\* 28.03.2024 \*\* 24.04.2024

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/>