



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

### Editorial: EZB beginnt Umschaltspiel



gt/ Im November haben wir unseren Jahresausblick für Konjunktur und Kapitalmärkte mit dem Titel „Weltwirtschaft im Umschaltspiel“ publiziert. Nach nunmehr sechs Monaten ist Halbzeit, auch wenn es im Gegensatz zu unserem diesjährigen Motto „Fußball“ keine Halbzeitpause an den Kapitalmärkten gibt. Nichtsdestotrotz lohnt es sich, wenige Wochen vor Beginn der Europameisterschaft in Deutschland eine Bilanz zu ziehen und die Prognosen auf den Prüfstand zu stellen. Sowohl für die EM als auch die deutsche Konjunktur lautet die entscheidende Frage weiterhin: Sind wir fit genug, damit unsere Wirtschaft 2024 endlich wieder wachsen wird oder scheidet Deutschland schon wieder in der Vorrunde aus?

In den ersten Monaten dieses Jahres drängten sich die strukturellen Schwächen wie mangelnde Wettbewerbsfähigkeit, schlechte Infrastruktur und hohe Bürokratie in den Vordergrund. Dabei wurde vernachlässigt, dass sich durch die Belebung der Weltkonjunktur und abnehmende Inflationsraten eine konjunkturelle Erholung bereits anbahnt. So überrascht es nicht, dass der deutsche Aktienindex DAX von einem Hoch zum nächsten eilt. Mittlerweile haben viele erkannt, dass Konjunkturpakete der falsche Ansatz sind und ein Umschalten der Fiskalpolitik in den Angebotsmodus die richtige Strategie wäre. Die Umsetzung lässt allerdings noch auf sich warten.

Das Umschaltspiel sollte in diesem Jahr jedoch nicht nur auf fiskalpolitischer Ebene stattfinden, sondern insbesondere bei der Geldpolitik. Deshalb ist das Umschaltspiel unser Basisszenario – und die wichtigsten Spieler auf dem Platz werden auch 2024 die Notenbanken sein. Nach der verspäteten, dann aber massiven Straffung 2022/2023 sind Fed und EZB am Zinsgipfel angekommen. Während sich die US-Notenbank noch ziert, ist ziemlich klar, dass die EZB am 6. Juni in einen Zinssenkungszyklus umschalten wird. Die rückläufigen Inflationsraten ermöglichen dies. In den USA haben hingegen eine robuste Konjunktur und immer noch zu hohe Inflation die Taktik zu einer geldpolitischen Lockerung durcheinandergebracht. Statt schon im Juni den Leitzins erstmalig zu senken, wie vorher avisiert, wird sich die Fed wohl bis September Zeit lassen.

Auch die Konjunktur schaltet um. Selbst Deutschland wird 2024 mit einer Rate von 0,5 % wieder etwas Wachstum aufweisen können, für die Eurozone erwarten wir 0,8 %. Damit können die Wahrscheinlichkeiten für unsere Szenarien unverändert bleiben: Basisszenario Umschaltspiel 70 %, Vorrundenaus 20 % und Ballzauber 10 %.

Ihre

**Dr. Gertrud R. Traud**

Chefvolkswirtin/Head of Research & Advisory

## Konjunktur: Deutschland hat das zyklische Tief überwunden

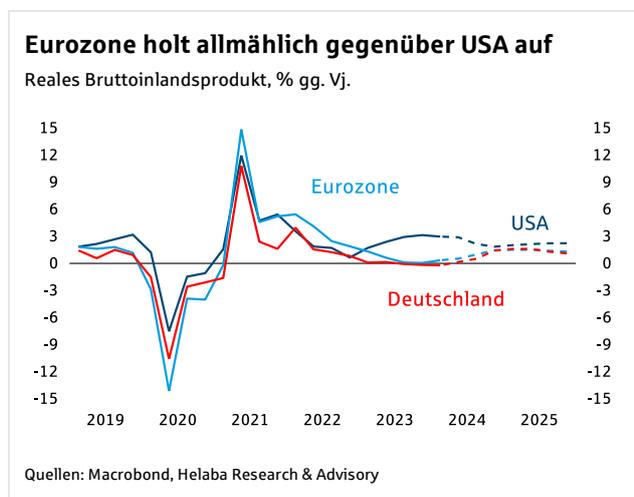


- Weltwirtschaft trotz Gegenwinden, aber nach vorne gerichtet überwiegen die Risiken
- Wachstumsprognose für USA 2024 von 2,1 % auf 2,5 % angehoben
- Deutsche Stimmungsindikatoren signalisieren einheitlich einen Aufschwung
- Wachstumsprognosen 2024 für Deutschland auf 0,5 % und die Eurozone auf 0,8 % leicht gesenkt
- Inflationsprognosen 2024 für Deutschland und die Eurozone jeweils auf 2,6 % reduziert
- In den USA bleibt die Teuerung über 3 %, im April lag sie bei 3,4 %

Während sich die Anzeichen für einen globalen **Industrieaufschwung** zu mehreren scheinen, deuten andere Indikatoren darauf hin, dass sich die **Abwärtsrisiken** in den beiden größten Ökonomien der Welt keineswegs verflüchtigt haben. Eine Fortsetzung der bisher soliden Entwicklung in den USA und in China ist nicht garantiert.

In den **USA** hat die Konjunktur bis zuletzt per saldo positiv überrascht. Wir haben daher unsere Wachstumsprognose für 2024 von 2,1 % auf 2,5 % angehoben. Obwohl damit der gleiche Wert zu Buche stünde wie 2023, verbirgt

sich hinter dem Jahresschnitt eine abnehmende Dynamik, die sich auch in einer anhaltenden graduellen Abkühlung des Arbeitsmarktes bemerkbar machen sollte.



Die Krise am **chinesischen Immobilienmarkt** belastet dort die Konjunktur weiter. Die Regierung ergreift nun verstärkt Maßnahmen zur Stabilisierung der Lage. Gleichzeitig trübt sich das außenpolitische Umfeld im US-Wahljahr ein. Wir rechnen jedoch in China für 2024 unverändert mit einem Erreichen des offiziellen Wachstumsziels von 5 %, ein unter den Umständen gutes Ergebnis.

Das deutsche Bruttoinlandsprodukt lag im ersten Quartal 0,2 % über dem Wert des Vorquartals. Dieses Wachstum wurde überwiegend von höheren Bauinvestitionen aufgrund eines milden Winters sowie starken Exporten getragen. Die Stimmungsindikatoren zeichnen ein einheitlich positives Bild und sagen einen weiteren Aufschwung voraus. Demnach dürfte das deutsche BIP im zweiten Quartal und auch darüber hinaus zulegen. Unsere Prognose für das **deutsche Wirtschaftswachstum 2024** haben wir dennoch auf **0,5 %** (zuvor 0,8 %) gesenkt, da die Dynamik im ersten Quartal noch gering war und die Konsumausgaben einen negativen Wachstumsbeitrag geleistet haben. Zudem wurde das Schlussquartal 2023 nach unten revidiert, sodass das deutsche BIP auf einem niedrigeren Niveau in das aktuelle Jahr startete als bisher angenommen. Ein Wachstum von jahresdurchschnittlich 0,5 % klingt nicht dynamisch, jedoch steigt die deutsche Wirtschaftsleistung unserer Einschätzung nach im Jahresverlauf deutlich, sodass das BIP im Schlussquartal 1,4 % über dem Vorjahresniveau liegen dürfte.

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

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

Die **privaten Konsumausgaben** gingen nach ersten Schätzungen im ersten Quartal leicht zurück. Die Einzelhandelsumsätze entwickelten sich im Januar und Februar negativ, doch im März gab es eine Aufwärtsbewegung. Diese sollte sich im zweiten Quartal sowie im weiteren Jahresverlauf fortsetzen. Neben steigenden Löhnen und Transferleistungen werden zur Jahreshälfte auch die Renten um 4,6 % erhöht. Die höhere Kaufkraft der Bürger sollte dazu führen, dass die privaten Konsumausgaben 2024 insgesamt einen positiven Wachstumsbeitrag liefern werden.

Während das reale BIP in Deutschland bis heute noch nicht wieder das Level des Schlussquartals 2019 erreichte, nahmen die **Konsumausgaben des Staates** unter anderem wegen der Corona-Maßnahmen deutlich zu. Seit dem

ersten Halbjahr 2023 sind diese jedoch ausgelaufen. Dennoch lag der reale Staatskonsum im Schlussquartal 2023 deutlich um 7,7 % über dem Niveau des vierten Quartals 2019. Wir erwarten, dass sich der Anstieg des Staatsverbrauchs 2024 und darüber hinaus fortsetzt. Demnach dürften auch die öffentlichen Konsumausgaben dieses Jahr wieder einen positiven Wachstumsbeitrag leisten.

Da die erste Zinssenkung der EZB im Juni inzwischen als abgemacht gilt, steht eine weitere Verbesserung des Zinsumfelds bevor. Doch die wirtschaftspolitische Unsicherheit hemmt die Investitionsbereitschaft einiger Unternehmen noch. Für die **Ausrüstungsinvestitionen** ist deshalb für 2024 nur ein geringes Wachstum zu erwarten. Die **Bauinvestitionen** werden hingegen erneut sinken. Insbesondere die Wohnungsbauinvestitionen leiden unter den hohen Baupreisen sowie der geringeren Bauförderung.

Der deutsche **Außenhandel** entwickelte sich die ersten drei Monate stark, sodass die Exporte einen wesentlichen Anteil am BIP-Wachstum leisteten. Der Welthandel gewinnt an Fahrt, sodass auch im weiteren Jahresverlauf Impulse vom Außenhandel kommen sollten.

Für die **Eurozone** haben wir die Wachstumsprognose für 2024 auf 0,8 % (vorher: 1,0 %) etwas gesenkt. Neben Deutschland fällt die Dynamik auch in Frankreich und in Italien leicht schwächer aus, wohingegen Spanien stärker wächst. Trotzdem expandiert der Währungsverbund auch in diesem Jahr **stärker als Deutschland**. Unter anderem

### Deutscher Staatskonsum wächst deutlich

Realer Index, Q4 2019 = 100



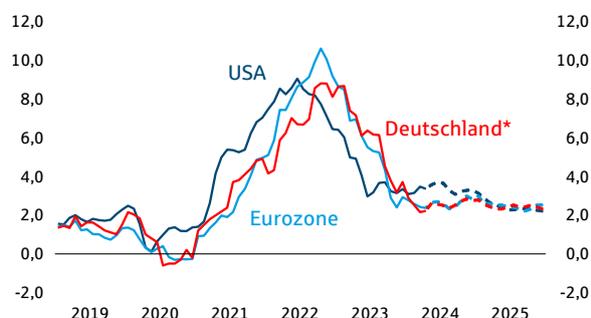
Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

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.

Die **deutsche Inflationsrate** lag im April und im März bei 2,2 %. Im Vormonatsvergleich stiegen die Verbraucherpreise um 0,5 %. Die Inflationsrate für Mai dürfte jedoch höher ausfallen, da im Vorjahresmonat mit der Einführung des Deutschlandtickets die Transportpreise stark gefallen waren, was die Preissteigerungsrate im Vorjahresvergleich gedrückt hat. Im Euroraum verblieb die Inflationsrate im April bei 2,4 %, während die Kernrate erneut um zwei Zehntel auf

### Situation diesseits des Atlantik entspannter

Verbraucherpreise, % gg. Vj.



\*nationale Berechnungsweise

Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

2,7 % fiel. Die Inflationsprognose für das Gesamtjahr 2024 haben wir für Deutschland (bisher 3,0 %) und für die Eurozone (bisher 2,8 %) auf jeweils 2,6 % gesenkt. Entlastend wirkte insbesondere der starke Rückgang der Inflationsrate bei Gütern.

Anfang Mai haben wir unsere Inflationsprognose 2024 für die **USA** von 3,0 % auf 3,4 % angehoben (2025: 2,5 % statt 2,2 %). Die neuesten Verbraucherpreisdaten zum

April blieben nun weitgehend im Rahmen der Erwartungen. Der Kernindex legte 0,3 % gegenüber dem Vormonat zu, nach drei Monaten mit 0,4 %-Raten. Die Gesamtteuerung betrug 3,4 % gg. Vj., die Kernrate 3,6 %. Damit geht es in die richtige Richtung – auf die 2 % zu – aber ob die Fortschritte der Fed ausreichen, um im September den Leitzins zu senken, bleibt ungewiss. Zumindest halten die April-Daten die Hoffnung am Leben.

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

p=Prognose, \*nationale Abgrenzung

Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

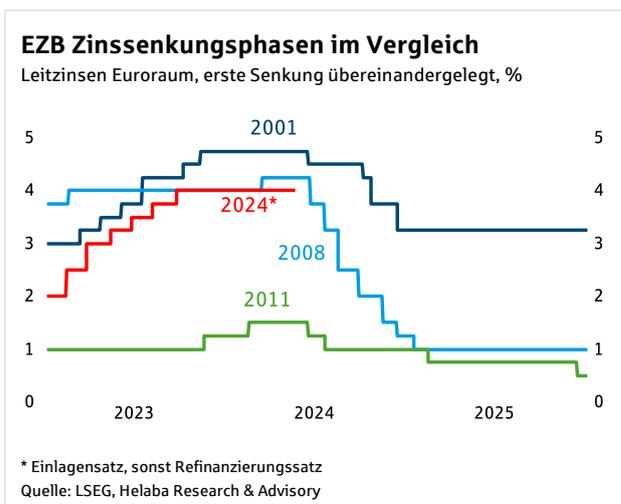
## Geldpolitik: EZB-Zinswende im Juni – Fed lässt sich noch etwas Zeit



- Am 6. Juni dürfte der EZB-Rat ernst machen und die Leitzinsen um 25 Basispunkte senken
- Mit weiteren moderaten Zinssenkungen in einem vierteljährlichen Rhythmus ist zu rechnen
- Vorübergehend wieder höhere Inflationsraten dürften von der EZB toleriert werden
- Im kommenden Jahr dürfte die EZB die geldpolitischen Zügel weiter moderat lockern
- Fed erteilt kurzfristiger Lockerung eine Absage, September nun wahrscheinlich der Starttermin
- US-Zinssenkungszyklus wird wohl 2025 andauern, um einen steigenden Realzins zu verhindern

uk/ Am **6. Juni** wird die **erste Zinssenkung** der EZB im laufenden Zyklus erwartet. Selbst die Falken im EZB-Rat wie Robert Holzmann scheinen sich mit diesem Termin abgefunden zu haben, mahnen aber, nicht zu schnell zu stark zu senken. Dass die EZB schon im Juli nachlegt, ist ohnehin unwahrscheinlich. Die nächste Chance bietet sich aus unserer Sicht wieder im **September**, wenn die neuen Inflations- und Wachstumsprognosen der EZB-Volkswirte vorgelegt werden. Nach dieser Logik würde ein dritter Zinsschritt im **Dezember** erfolgen.

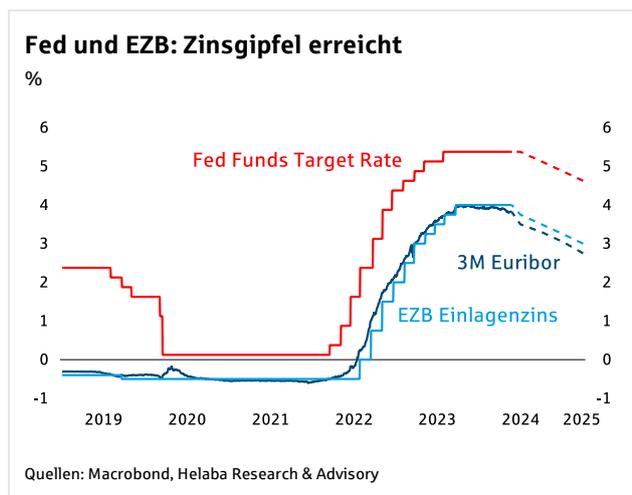
Mit einer **vierteljährlichen Lockerung** dürften auch die vorsichtigen Mitglieder im EZB-Rat einverstanden sein, da ein noch langsames Vorgehen angesichts der **Wirkungsverzögerung** der Geldpolitik eher kritisch zu sehen ist. Die größten **Risiken** für dieses Szenario sind eine weiter abwartende **US-Notenbank** und damit einhergehend ein schwacher **Euro** sowie ein steigender **Ölpreis**, der die Inflationserwartungen nach oben treiben würde.



pf/ In den USA haben hingegen eine robuste Konjunktur und zu hohe Inflation den Fahrplan zu einer geldpolitischen Lockerung durcheinandergebracht. Statt schon im Juni den Leitzins erstmalig zu senken, wie vorher avisiert, wird sich die **Fed** wohl mindestens **bis September Zeit lassen**. Dieser Termin erscheint uns aus heutiger

Sicht realistisch – allerdings muss dafür insbesondere die (Kern-)Inflation mitspielen. Nachdem die Aprildaten weder Fisch noch Fleisch waren, müssen die bis zur Sitzung am 17./18. September noch anstehenden vier Monate an Verbraucherpreiszahlen eine klare Botschaft senden, dass der Disinflationprozess „on track“ ist. Zum Jahresende sollte der Leitzinskorridor dann bei **4,75 % bis 5,00 %** liegen

Wenn sich die Fed erstmal für den Einstieg in einen Lockerungsprozess entschieden hat – und sich die Konjunktur wie von uns erwartet entwickelt – dürfte es nicht bei „einer symbolischen Zinssenkung oder zwei“ bleiben. Die abnehmende Teuerung wird nämlich zu stetig **steigenden Realzinsen** führen. Da dies aus unserer Sicht nicht im Interesse der US-Notenbank liegt,



wird wohl auch 2025 pro Quartal ein Zinsschritt nach unten folgen. Die Zinspolitik läuft dabei laut Fed-Chef Powell unabhängig von der **Bilanzreduktion**. Für diese wurde jetzt ein Plan zum verlangsamten Abbau des Wertpapierbestands vorgelegt. Ein geldpolitisches Instrument soll die Bilanzsumme aber nicht sein.

%	aktuell*	Q2/24	Q3/24	Q4/24	Q1/25
3M Euribor	3,82	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	5,38	5,13	4,88	4,63

\* 22.05.2024

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

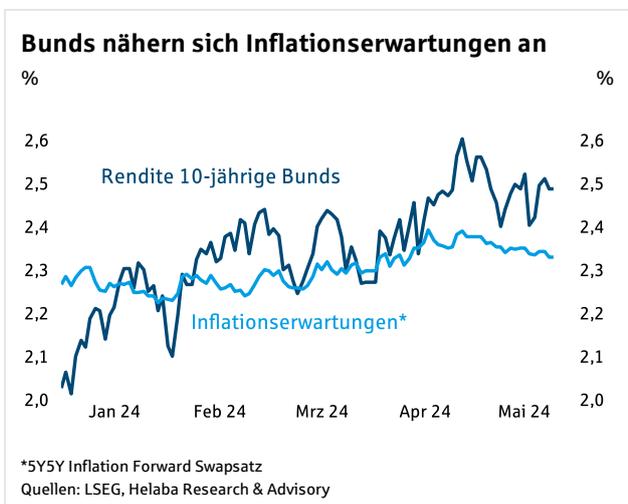
## Staatsanleihen: Potenzial noch da, aber insgesamt überschaubar



- Verschiebung der US-Zinswende hat Auswirkungen auf unsere Renditeprognosen
- Gravitationswert 10-jähriger US-Treasuries zum Jahresende bei 4,2 %
- Dezemberprognose für 10-jährige Bunds wurde von 2,1 % auf 2,3 % angehoben
- Chancen für nachhaltige Renditeniveaus unter der 2-Prozentmarke sind eher gering
- Kursgewinne im zweiten Quartal im Zuge der ersten Zinssenkung der EZB aber wahrscheinlich
- Relativ stabile Inflationserwartungen im Euroraum sollten ebenfalls unterstützend wirken

uk/ Die **Verschiebung der Zinswende in den USA** hatte auch Auswirkungen auf unsere Kapitalmarktprognosen. Statt drei dürfte es in diesem Jahr nur zwei Zinssenkungsschritte der Fed geben. In Verbindung mit höheren Wachstums- und Inflationsprognosen wurden die **Renditeerwartungen für US-Treasuries angehoben**. Für zehnjährige Laufzeiten werden für das Jahresende nun **4,2 %** prognostiziert (bisher 3,8 %).

Dies wirkt sich auch auf die Renditeprognose für **10-jährige Bundesanleihen** aus. Der Jahresendwert steigt von 2,1 % auf **2,3 %**, was im Übrigen einer Rückkehr zum ursprünglichen Prognosewert aus unserem Jahresausblick entspricht. Ein Test der zyklischen Höchststände bei Bunds im Bereich um 3 % ist nicht zu erwarten. Auch 10-jährige US-Treasuries dürften sich **mittelfristig eher der 4 %- als der 5 %-Marke** nähern – es sei denn, die US-Zinswende würde komplett ausfallen, was nicht unserem Basisszenario entspricht.



Tendenziell ist eher mit einer weiteren **Entspannung** am Rentenmarkt zu rechnen. Zuletzt sorgte bereits der leichte Rückgang der US-Inflation für etwas Rückenwind. Insgesamt stellen **stabile Inflationserwartungen** der Investoren derzeit einen renditebegrenzenden Faktor dar. In den vergangenen Monaten stiegen Bunds zwar zeitweise immer wieder über die vergleichbaren Stände der Inflationsforward-Swaps im Euroraum, fielen aber letztlich wieder auf deren niedrigere Niveaus oder darunter. Damit ergibt sich auf den aktuell erhöhten Renditeständen durchaus **Kurspotenzial** für die kommenden Monate.

Zudem sind die Aussichten für Lockerungen im Euroraum weiterhin intakt. Die Chance von Renditerückgängen im Zuge des ersten EZB-Zinsschritts stehen

nach der deutlichen **Korrektur bei den Anlegererwartungen** günstig. Für das zweite Halbjahr ist mit zwei weiteren Leitzinssenkungen zu rechnen. Die Fed dürfte sich im September in den **globalen Zinssenkungszyklus** einlinken, was den Anlegern zusätzliche Sicherheit geben sollte.

%	aktuell*	Q2/24	Q3/24	Q4/24	Q1/25
10j. Bundesanl.	2,53	2,40	2,20	2,30	2,30
10j. US-Treasuries	4,42	4,50	4,40	4,20	4,00

\* 22.05.2024  
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Bis Jahresende ist mit einer **Abflachung** der derzeit noch inversen Zinskurve bei Bundesanleihen zu rechnen. Gleichwohl ist das Potenzial insgesamt überschaubar. **Bund-Renditen von unter 2 % sind in diesem Jahr kaum zu erwarten**, zumal die Inflationaussichten bestenfalls stabil sind.

## Aktien: Zunehmende Kursschwankungen zu erwarten



- Aktien konnten zuletzt zulegen und zum Teil neue Höchstwerte markieren
- Der Abwärtstrend der Zinssenkungserwartungen hat gedreht, die EZB senkt im Juni
- Steigende Konjunkturerwartungen untermauern das Kursplus, aber viel ist schon eingepreist
- Unternehmensergebnisse dies- und jenseits des Atlantiks überraschen positiv
- Anlegerstimmung ist uneinheitlich: US-Investoren optimistisch, Deutsche eher skeptisch
- Aktienindizes sind technisch leicht überhitzt, eine Konsolidierung wäre gesund

mr/ Aktien konnten in den vergangenen Wochen deutlich zulegen und damit nicht nur die Kurscharte vom April ausweiten, sondern sogar neue Höchststände erreichen. Rückenwind lieferten sich wieder etwas zunehmende



**Zinssenkungserwartungen und robuste Unternehmensdaten.** Inzwischen liegt dies- und jenseits des Atlantiks das Gros der Berichte über das erste Quartal vor. Die S&P 500-Mitglieder überraschten auf breiter Front positiv. Die aggregierten Nettoergebnisse für den S&P 500 fielen damit knapp 8 % höher aus als im Vorfeld erwartet. Auch die DAX-Unternehmen lieferten mehrheitlich bessere Daten, so dass die aggregierten DAX-Gewinne die Schätzungen um rund 9 % übertrafen.

Wie geht es nun an den Märkten weiter und was sind potenzielle Kurstreiber? Angesichts der weitestgehend abgeschlossenen Gewinnberichterstattung werden die **Impulse in erster Line von Makrodaten** und den Äußerungen wichtiger Notenbankvertreter ausgehen. Da Aktien gegenwärtig sehr stark auf Verände-

runger der (Leit-)Zinsperspektiven reagieren, stehen **Preisdaten unter besonderer Beobachtung.** Gerade in den USA gestaltet sich der Disinflationprozess zäh. Ein erster Zinsschritt der Fed dürfte daher nicht vor dem Septembertermin erfolgen.

Indexpunkte	aktuell*	Q2/24	Q3/24	Q4/24	Q1/25
DAX	18.680	18.500	18.700	19.000	19.300
Euro Stoxx 50	5.025	5.050	5.100	5.200	5.250
S&P 500	5.307	5.200	5.250	5.300	5.350

\* 22.05.2024

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory



Für den Euroraum scheint eine erste Zinssenkung im Juni ausgemachte Sache zu sein. Vorlaufende Frühindikatoren wie die Erwartungskomponenten von ZEW oder sentix haben in den vergangenen Monaten bereits stark zugelegt und stellen damit eine Verbesserung der **Wachstums- und Gewinnperspektiven** in Aussicht. Allerdings haben Aktien bereits viel davon vorweggenommen.

Durch die zuletzt wieder stark gestiegenen Notierungen sind die Indizes kurzfristig technisch überhitzt. Eine **Konsolidierung wäre somit durchaus gesund**, um den Abstand zur 200-Tage-Linie nicht zu groß werden zu lassen. Die Frequenz der Wellenbewegungen an den Aktienmärkten dürfte in den kommenden Monaten insgesamt zunehmen, wobei unter dem Strich aber mo-

derate Kurszuwächse zu erwarten sind. Zwar ist die Phase für breite Neuengagements inzwischen vorbei, das Umfeld für Aktien ist allerdings derzeit noch günstig. Daher sollte man sich **nicht zu früh von Positionen trennen** und Gewinne einfach laufen lassen.

## Gold: Rekorde ohne Ende?



- Gold erreichte mit Preisen über 2.450 US-Dollar je Feinunze ein neues Allzeithoch
- Jahresperformance von knapp 20 % stellt sogar Aktien in den Schatten
- Jüngster Preissprung durch Hoffnungen auf US-Zinssenkungen ausgelöst
- Hohe globale Nachfrage nach Gold bleibt entscheidend



rechtfertigen die Aussichten auf eine Zinswende nicht die jüngsten Preissprünge. In den kommenden Wochen dürfte es an **Impulsen** für weitere Schübe **fehlen**.

cw/ Gold setzt seinen **Rekordkurs** fort. Angetrieben von einer hohen globalen **Nachfrage** und zuletzt auch noch mit weiterem Schwung durch Hoffnungen auf Zinssenkungen der Fed versehen, eilt das Edelmetall von einem Hoch zum nächsten. Noch im Februar, als sich die Erwartungen der Anleger auf eine **US-Zinswende** auf einem Tiefpunkt befanden, rutschte Gold unter die Marke von 2.000 US-Dollar je Feinunze. Doch binnen zweier Monate folgte ein Höhenflug, bis mit 2.450 US-Dollar und 2.252 Euro je Feinunze die jüngsten **Bestmarken** erreicht wurden. Mit einer **Jahresperformance** von knapp 20 % stellt das Edelmetall sogar Aktien in den Schatten. Doch die ungewöhnliche Goldstärke ist vor allem nachfragegetrieben, mit der chinesischen Zentralbank als Hauptakteur. Demgegenüber

Preis / Feinunze	aktuell*	Q2/24	Q3/24	Q4/24	Q1/25
Gold in Euro	2.198	2.190	2.091	2.182	2.182
Gold in US-Dollar	2.379	2.300	2.300	2.400	2.400

\* 22.05.2024 Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

## Rohöl: Verlängerung der Förderbegrenzung bis Ende 2024 erwartet



- Juni-Treffen der OPEC+ mit Spannung erwartet – Verlängerung der Förderbegrenzung möglich
- Irak sichert Einhaltung der Förderquote zu, nach Überschreitung in den letzten Quartalen
- US-Produktion stagniert unterhalb des Rekordlevels
- Chinesische Ölimporte schwanken um das Niveau zur Jahreswende



Niveau, das seit Herbst Bestand hat. Mit der erwarteten wirtschaftlichen Belebung vor allem in Europa sehen wir unverändert Potenzial für leicht höhere Ölpreise.

ru/ Die **Sitzung der OPEC+** am 1. Juni wird mit Spannung erwartet. Weithin wird vermutet, dass die Gruppe die bisherigen Förderkürzungen erneut verlängert, vermutlich bis Ende des Jahres. Hinweise auf eine Erhöhung der Förderquoten gibt es nicht. So hat der Irak zuletzt angekündigt, die seit Quartalen bestehende Überschreitung der eigenen Förderquote zu beenden. Dies ist ein Zeichen, dass wieder mehr **Solidarität** innerhalb des Kartells herrscht. Saudi-Arabien hatte die Last der Förderbeschränkungen quasi alleine getragen, während der Rest der OPEC in Summe die Quoten überschritten hat. In den **USA** ist die Produktionsausweitung zum Erliegen gekommen und die **Fördermenge** stagniert nahe dem Rekordlevel. Währenddessen schwanken auch die **chinesischen Ölimporte** um das

Preis / Barrel	aktuell*	Q2/24	Q3/24	Q4/24	Q1/25
Rohöl Brent	82	89	90	91	91

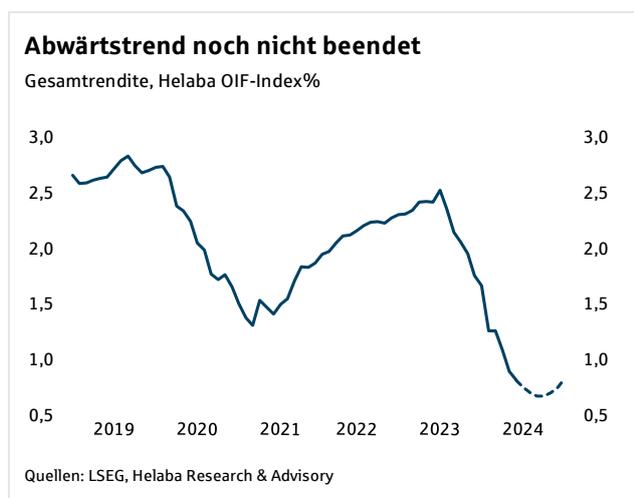
\* 22.05.2024 Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

## Immobilien: Licht am Ende des Tunnels



- Durchschnittliche Jahresperformance offener Immobilienfonds zuletzt nur bei 0,8 %
- Nettomittelabflüsse von bisher 1,65 Mrd. Euro werden in den nächsten Monaten andauern
- Korrektur am deutschen Immobilienmarkt ist bereits weit fortgeschritten
- Jüngste Preisdaten deuten auf eine baldige Stabilisierung des Wohnungsmarktes hin
- Bei Einzelhandelsimmobilien Verlangsamung der Preisrückgänge bei zunehmenden Mieten
- Auch bei Büroimmobilien ist noch nicht mit einer baldigen Trendwende zu rechnen

smi/ Die **Performance offener Immobilienfonds**, gemessen am „Helaba OIF-Index“, lag zuletzt mit 0,8 % nochmals etwas niedriger als im Vormonat. Das schwierige Umfeld am Immobilienmarkt hat in den Portfolios einiger Fonds zu Abwertungen geführt, die die Performance auch in den kommenden Monaten noch drücken könnten.



Die verringerte relative Attraktivität der Fondskategorie spiegelt sich weiterhin in **merklichen Nettomittelabflüssen** wider. Sie summieren sich nach Angaben der Deutschen Bundesbank seit August letzten Jahres auf 1,65 Mrd. Euro (April: 455 Mio. Euro) – bei einem Fondsvolumen von insgesamt rund 132 Mrd. Euro. Diese Entwicklung dürfte andauern, vermutlich solange der Renditeabstand gegenüber festverzinslichen Kapitalanlagen hoch bleibt.

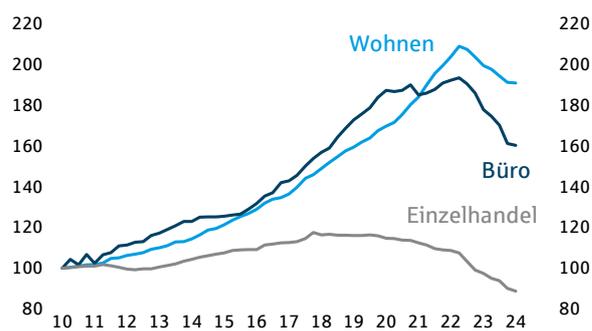
Die **Korrektur am deutschen Immobilienmarkt** ist bereits **weit fortgeschritten** und dank besserer Konjunktur sowie etwas niedrigerer Finanzierungszinsen könnte es im weiteren Jahresverlauf zumindest in einigen Segmenten zu einer Bodenbildung kommen. So deuten die Daten des Pfandbriefverbands vdp für das

1. Quartal auf eine **Stabilisierung der Preise am Wohnungsmarkt** hin. Hierfür wurde nur noch ein sehr geringer Rückgang um 0,2 % gegenüber dem Schlussquartal 2024 gemeldet, in den beiden Quartalen zuvor waren es noch jeweils -1,6 %. Auch in den gewerblichen Segmenten ist es zumindest zu einer Verlangsamung des Abwärtstrends gekommen.

Bei **Einzelhandels- und Büroimmobilien** ist die Lage aber weniger eindeutig, denn die Datenreihen weisen im Quartalsvergleich zuletzt große Schwankungen auf. Diese sind vermutlich auf die noch sehr niedrige Zahl an Transaktionen zurückzuführen, was die Preistransparenz beeinträchtigt. Für Büroimmobilien zeigen die jüngsten Daten des vdp für das 1. Quartal ein Minus von 0,6 % (nach -5,3 % und -2,5 % in den

### Preisrückgänge haben sich verlangsamt

vdp Immobilienindizes, Kapitalwerte, Q1 2010 = 100



% 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	-1,5
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

Quartalen zuvor), für Einzelhandelsimmobilien zuletzt -1,5 % gegenüber Vorquartal (nach -4,0 % und -1,3 %). Trotz dieser weniger klaren Quartalsverläufe gehen wir für beide gewerblichen Segmente des deutschen Immobilienmarktes von einer Verlangsamung des Abwärtstrends aus, auch wenn hier eine Bodenbildung noch etwas länger auf sich warten lassen wird.

## Devisen: Ohne klaren Trend

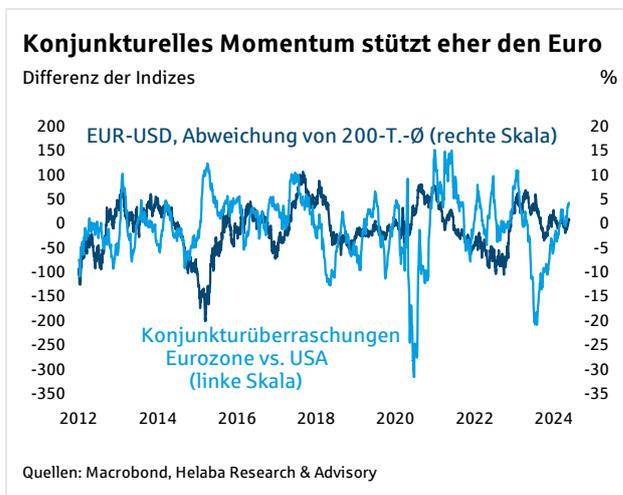


- US-Dollar erlitt Verluste, da schwächere Konjunkturdaten Zinssenkungserwartungen stützten
- Fed dürfte EZB mit Lockerung folgen, ohne große geldpolitische Divergenz fehlt Greenback Stütze
- Euro-Dollar-Kurs wird sich vermutlich um 1,10 einpendeln
- Britisches Pfund zwar mit konjunkturellem Rückenwind, aber Zinswende der BoE dürfte belasten
- Schweizer Franken neigt ohne SNB-Unterstützung wohl weiter zur Schwäche
- Japanischer Yen trotz Intervention unter Druck, aber erhebliches Erholungspotenzial

ca/ Wie gewonnen, so zerronnen! Der **US-Dollar** konnte seine Gewinne aus dem April nicht verteidigen und notiert ungefähr wieder auf dem Niveau von Ende März. Der Euro-Dollar-Kurs erholte sich in den letzten Wochen von 1,06 auf über 1,08. Während der Dollar zunächst von einem robusten US-Wachstum, einer erhöhten Inflation sowie damit einhergehenden nachlassenden Zinssenkungserwartungen profitierte, schlug das Pendel jüngst wieder in die andere Richtung: die Konjunkturdaten enttäuschten überwiegend und die Teuerung überraschte nicht mehr nach oben, wengleich sich die Zinssenkungserwartungen für 2024 per saldo kaum änderten.

Der für 2023 von vielen erwartete Abschwung der US-Konjunktur ist ausgeblieben, was dem Greenback sicherlich geholfen hatte. In den letzten Wochen **ließ die Dynamik aber doch nach**. So fiel der Überraschungsindex für US-Konjunkturdaten auf das niedrigste Niveau seit Januar 2023. Der Arbeitsmarkt trübte sich etwas ein. Dramatisch sind die Zahlen jedoch nicht, die US-Wirtschaft ist weit entfernt von einer Rezession. Dennoch hat sich die Tür zu einem Zinssenkungszyklus wieder mehr geöffnet.

Für das laufende Jahr werden maximal zwei Zinsschritte der Fed erwartet, also deutlich weniger als zu Beginn 2024. Allerdings gucken die Marktteilnehmer mittlerweile schon weiter in die Zukunft. Da für das kommende Jahr wieder mehr Lockerungen eingepreist werden, verringerten sich die US-Kapitalmarktzinsen. Entsprechend **sank der US-Renditevorteil gegenüber dem Euro**, da hierzulande die Renditen nicht in gleichem Ausmaß zurückgingen. Folgerichtig legte der Euro-Dollar-Kurs zu, obwohl laut den Terminmärkten die EZB vor der Fed den Leitzins senken wird.



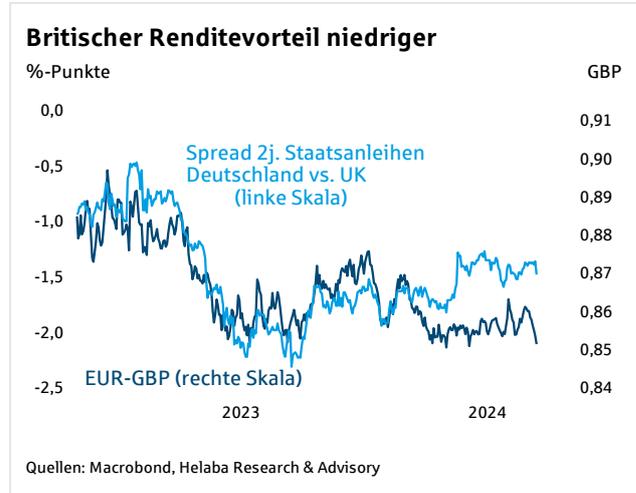
In der **Eurozone sind die konjunkturellen Weichen in Richtung Besserung gestellt**, selbst wenn die Datelage hierzulande etwas wacklig ist. Aufgrund der rückläufigen Inflation kann die EZB den Zinssenkungszyklus im Juni beginnen. Für massive Lockerungen, gar losgelöst von der Fed, besteht aber kein Grund. Daher könnten sich die Renditedifferenzen sogar noch etwas mehr zugunsten des Euro verschieben. Wegen mutmaßlich recht ähnlicher Zinszyklen – die große Divergenz bleibt aus – sind für den Euro-Dollar-Kurs jedoch keine kräftigen Bewegungen zu erwarten.

Möglich ist, dass in der kurzen Frist positive US-Daten neue Zweifel an den Fed-Zinssenkungen sähen. In diesem Fall könnte der Euro-Dollar-Kurs zeitweise noch

einmal in Richtung der diesjährigen Tiefstände fallen. Früher oder später dürfte der Wechselkurs aber höher notieren und sich um **1,10 Dollar** einpendeln.

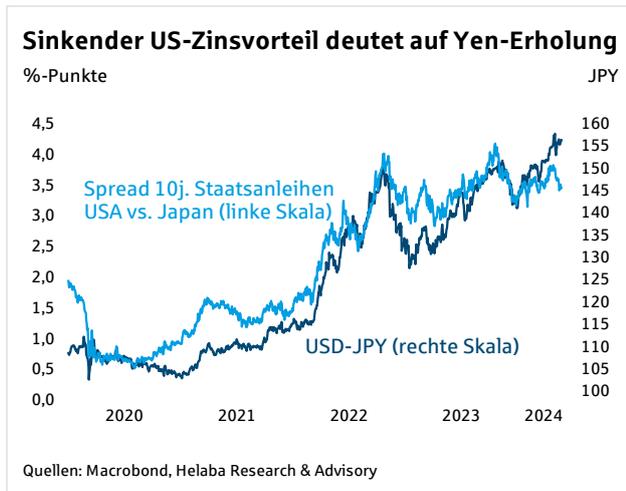
Das **Britische Pfund** wertete zuletzt nicht nur gegenüber dem US-Dollar, sondern auch gegenüber dem Euro etwas auf. Die Verkündung des Wahltermins (4. Juli) schadete trotz des damit wohl einhergehenden Regierungswechsels der Währung nicht. Dem Pfund halfen freundlichere Konjunkturdaten, die Wirtschaft wuchs im ersten Quartal mit 0,6 % zur Vorperiode überraschend kräftig. Auch andere Indikatoren deuten darauf, dass sich das Wachstum – wenn auch nicht so dynamisch – fortsetzen wird. Die Löhne nahmen jüngst weiter robust zu. Gleichwohl hat die Bank of England jüngst den Weg für eine Zinswende geebnet. Ihre Projektionen für das Wachstum hob sie an, reduzierte sie aber für die Inflation.

Tatsächlich verlangsamte sich die Teuerung im April auf 2,3 % und lag damit fast auf der Zielmarke der Notenbank. Die Kerninflation ist jedoch mit 3,9 % noch merklich höher. Die **Bank of England** kann mit der ersten Zinssenkung noch etwas warten, spätestens im Sommer wird sie aber wohl agieren und könnte im restlichen Jahr noch drei Lockerungen vornehmen. Dies würde den britischen Renditevorteil gegenüber dem Euro schrumpfen lassen, zumal dieser ohnehin gesunken ist. Der Euro-Pfund-Kurs dürfte daher Ende 2024 höher notieren.



Der **Schweizer Franken** zählte zuletzt zu den Verlierern. Der Euro-Franken-Kurs stieg auf 0,99 und damit den höchsten Stand sein mehr als einem Jahr. Dabei sind die Kapitalmarktrenditen allgemein sogar leicht gesunken, was gewöhnlich dem Franken zugutekommt. Entsprechend hat sich der Schweizer Renditenachteil gegenüber dem Euro auch nicht ausgeweitet. An den Finanzmärkten war die Stimmung insgesamt positiv, also risikobereit. Dadurch waren sichere Anlagehäfen wie die Schweizer Währung weniger gefragt. In der jüngeren Vergangenheit war der Zusammenhang zwischen Risikoneigung und Franken allerdings weniger ausgeprägt als früher.

Wichtiger bleibt wohl die Geldpolitik. Zwar wird die EZB ihren Lockerungszyklus bald beginnen, jedoch wird auch die **Schweizer Notenbank** ihre bereits begonnenen Zinssenkungen fortführen. Der Schweizer Renditenachteil wird sich daher kaum verringern und ist im historischen Vergleich sogar hoch. Auch scheint die SNB angesichts der niedrigen, wenn auch zuletzt etwas gestiegenen Inflation kein großes Interesse mehr an einem starken Franken zu haben und diese Richtung zu intervenieren. Daher könnte der Euro-Franken-Kurs im Jahresverlauf noch auf die Parität klettern.



Relevanter ist jedoch wohl die Lockerung der Fed. Die **Zinsdifferenzen sprechen für eine Yen-Erholung**, sowohl gegenüber dem Dollar als auch dem Euro.

Der **Japanische Yen** verlor nicht nur gegenüber dem Euro, sondern sogar leicht gegenüber dem US-Dollar. Dabei hat die Bank of Japan mutmaßlich **am Devisenmarkt interveniert**, um die eigene Währung zu stützen. In der Spitze notierte der Dollar-Yen-Kurs über 160. Der nachlassende US-Renditevorteil hätte eigentlich dem Yen Rückenwind geben sollen.

Japans Wirtschaft schrumpfte im ersten Quartal überraschend deutlich. Da dies teilweise auf Sonderfaktoren (Automobilindustrie) beruht, ist die tatsächliche konjunkturelle Lage aber nicht ganz so schlecht. Zudem ist die Inflation zu hoch, so dass die Notenbank die Politik 2024 durchaus noch etwas straffen dürfte.

gg. Euro	aktuell*	Q2/24	Q3/24	Q4/24	Q1/25
US-Dollar	1,08	1,05	1,10	1,10	1,10
Jap. Yen	170	163	162	158	154
Brit. Pfund	0,85	0,86	0,87	0,88	0,88
Schw. Franken	0,99	0,98	0,98	1,01	1,01

\* 22.05.2024

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory



## Prognosetabelle BIP und Inflation

	Bruttoinlandsprodukt reale Veränderung gg. Vorjahr, %				Verbraucherpreise Veränderung gg. Vorjahr, %			
	2022	2023	2024p	2025p	2022	2023	2024p	2025p
Eurozone	3,5	0,5	0,8	1,4	8,4	5,4	2,6	2,5
Deutschland	1,9	0,0	0,5	1,4	6,9	5,9	2,6	2,5
Frankreich	2,5	0,9	0,9	1,2	5,9	5,7	2,8	2,7
Italien	4,1	1,0	0,9	1,2	8,7	5,9	1,5	2,9
Spanien	5,8	2,5	2,3	1,5	8,3	3,4	3,3	2,7
Niederlande	4,4	0,2	0,7	1,5	11,6	4,1	3,0	2,3
Österreich	4,8	-0,7	0,6	1,7	8,6	7,8	3,6	2,6
Schweden	2,7	0,0	0,4	2,3	8,4	8,5	3,5	2,0
Polen	5,9	0,1	2,7	3,4	14,4	11,4	4,0	4,0
Tschechien	2,4	-0,2	1,0	2,8	15,1	10,7	2,6	2,4
Ungarn	4,6	-0,7	2,7	3,5	14,5	17,6	4,3	3,8
Großbritannien	4,3	0,1	0,7	1,2	9,1	7,3	2,8	2,5
Schweiz	2,5	1,3	1,5	1,4	2,8	2,1	1,5	1,5
USA	1,9	2,5	2,5	2,2	8,0	4,1	3,4	2,5
Japan	1,0	1,9	0,7	1,0	2,5	3,3	2,2	2,0
Asien ohne Japan	3,7	4,7	4,6	4,5	3,7	2,0	2,0	2,3
China	3,0	5,2	5,0	4,8	2,0	0,2	0,7	1,7
Indien*	7,1	7,7	6,8	6,3	6,7	5,7	4,8	4,4
Russland	-2,1	3,0	3,0	2,0	13,7	5,9	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	3,0	3,0	3,1	7,0	5,0	5,0	2,9

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	0	3,91	3,65	3,40	3,20	3,00
3M Euribor	-9	-4	3,82	3,50	3,30	3,05	2,75
6M Euribor	-8	-4	3,78	3,45	3,25	3,05	2,75
2j. Bundesanleihen	60	-1	3,01	2,75	2,40	2,30	2,30
5j. Bundesanleihen	64	-5	2,58	2,45	2,25	2,30	2,30
10j. Bundesanleihen	51	-10	2,53	2,40	2,20	2,30	2,30
2j. Swapsatz	55	-4	3,34	3,05	2,70	2,55	2,55
5j. Swapsatz	48	-9	2,91	2,80	2,60	2,65	2,65
10j. Swapsatz	30	-13	2,80	2,75	2,55	2,70	2,70
20j. Swapsatz	21	-12	2,74	2,70	2,55	2,70	2,70
30j. Swapsatz	18	-11	2,52	2,50	2,35	2,50	2,50
Fed Funds Target Rate	0	0	5,38	5,38	5,13	4,88	4,63
10j. US-Treasuries	54	-28	4,42	4,50	4,40	4,20	4,00
<b>Aktien</b>	Landeswährung, %						
DAX	11,5	4,3	18.680	18.500	18.700	19.000	19.300
Euro Stoxx 50	11,1	1,7	5.025	5.050	5.100	5.200	5.250
Dow Jones	5,3	4,2	39.671	39.000	39.500	40.000	40.300
S&P 500	11,3	5,1	5.307	5.200	5.250	5.300	5.350
Nikkei 225	15,4	2,6	38.617	39.500	40.000	40.500	40.900
<b>Gold und Brentöl</b>	%						
Gold €/Unze	17,6	1,1	2.198	2.190	2.091	2.182	2.182
Gold \$/Unze	15,3	2,0	2.379	2.300	2.300	2.400	2.400
Brentöl \$/Barrel	6,3	-8,0	82	89	90	91	91
<b>Devisen</b>	jeweils gg. Euro, %		jeweils gg. Euro				
US-Dollar	2,0	-0,9	1,08	1,05	1,10	1,10	1,10
Japanischer Yen	-8,2	-1,6	170	163	162	158	154
Britisches Pfund	1,9	0,8	0,85	0,86	0,87	0,88	0,88
Schweizer Franken	-6,3	-1,2	0,99	0,98	0,98	1,01	1,01

\* 25.04.2024 \*\* 22.05.2024

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/>