

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

### Editorial: Der Nebel lichtet sich wieder



Politisch ist die Lage in Europa weiterhin angespannt. Die Nachrichten aus der Ukraine fließen zwar spärlicher – was jedoch nicht unbedingt als gutes Zeichen interpretiert werden muss. Konjunkturell gibt es hingegen Lichtblicke – insbesondere in der Eurozone und in Deutschland. Noch ist nicht alles eitel Sonnenschein, aber der Abwärtsdruck durch die Turbulenzen im Bankensektor ist zumindest gestoppt.

Unklarheit gibt es noch hinsichtlich der Frage, ob die Europäische Zentralbank und die Fed ein weiteres Mal an der Zinsschraube drehen werden. Viele Marktteilnehmer erwarten bereits Zinssenkungen in diesem Jahr. In den USA deuten die Konjunkturdaten eher auf eine Schwächephase hin. Gleichwohl gibt es Lichtblicke vom internationalen Handel. Die Lieferkettenproblematik hat sich größtenteils verflüchtigt. Die internationalen Transportkosten sind unter das Niveau der Vor-Corona-Zeit gefallen und auch viele Rohstoff- und Energiepreise befinden sich auf dem Rückzug. Davon profitiert insbesondere Deutschland aufgrund seines hohen Offenheitsgrades – also einem beträchtlichen Anteil an Exporten und Importen im Produktionsprozess. So überrascht es auch nicht, dass die Konjunkturindikatoren für die Industrie mittlerweile deutlich nach oben zeigen.

Wie kann jetzt schon wieder die Rede von Zinssenkungen sein? Die Inflationsraten sind mit 5,0 % in den USA, 6,9 % in Eurozone und sogar 7,4 % in Deutschland noch weit von der Zielmarke der EZB entfernt. Zwar gehen die Gesamtraten zurück, allerdings zeigt sich bei den Kernraten noch keine Entspannung. Dies gilt sowohl diesseits als auch jenseits des Atlantiks. In den USA ist die Kernrate von 5,6 % mittlerweile sogar höher als die Gesamtrate. Vor diesem Hintergrund sind die Zinssenkungserwartungen verfrüht. Gleichwohl wird die konjunkturelle Dynamik in den USA schwächer, so dass auch der Druck auf die Dienstleistungspreise in den nächsten Monaten nachlassen sollte. Hierzulande werden Preisrückgänge bei Importgütern in den nächsten Monaten Entlastung bringen.

In diesem Umfeld sollten Aktien weiterhin performen. Der DAX wird in den nächsten Wochen neue Höchststände erreichen.

Ihre

**Dr. Gertrud R. Traud**

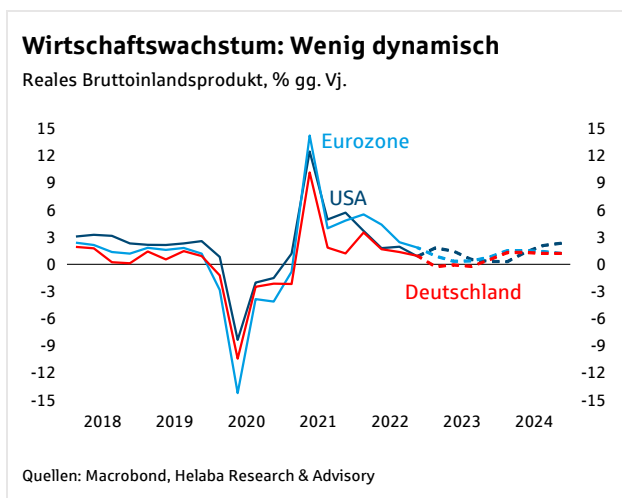
Chefvolkswirtin/Head of Research & Advisory

## Konjunktur: Keine einheitliche Tendenz



- Weltkonjunktur zeigt sich derzeit regional sehr uneinheitlich
- China startet dank dem Ende der Null-Covid-Politik mit kräftiger Erholung ins Jahr 2023
- In den USA mehren sich hingegen die Anzeichen für eine Abschwächung
- Konjunktur in Deutschland und der Eurozone bessert sich nur zögerlich
- Bau- und Immobiliensektor durch höhere Zinsen unter Druck
- Preistrend weist nach unten, Kernrate aber immer noch zu hoch

pf/ Im Frühjahr 2023 ist **keine einheitliche Entwicklung** der globalen Konjunktur zu erkennen. Regionen, in denen es Ende 2022 schlechter lief – wie in China und in der Eurozone – zeigen Zeichen einer Belebung. Andere Regionen leiden unter deutlichen Korrekturen am Immobilienmarkt. In den USA lässt die erwartete Rezession in Folge der kräftigen Zinserhöhungen zwar noch auf sich warten. Die Warnsignale sind aber mittlerweile prominenter geworden – auch in der Form von Spannungen im Finanzsystem.



In **China** schwappte mit dem Aufheben der Null-Covid-Politik Ende des vergangenen Jahres eine Pandemie-welle über die Bevölkerung. Sie ging schneller vorbei als allgemein erwartet worden war, so dass die kräftige Erholung bereits im ersten Quartal einsetzte. Im weiteren Jahresverlauf dürfte hier die Dynamik überdurchschnittlich bleiben, aber in der Tendenz nachlassen. In den **USA** blieb das Wachstum im ersten Quartal wohl entgegen weitverbreiteten Erwartungen über dem Trend. Schwache Konjunkturdaten zur Jahreswende wurden wieder von positiven Überraschungen abgelöst. Aktuell schätzen wir für Q1 einen Anstieg des realen BIP um etwa 2 % (annualisierte Vorquartalsrate). Am aktuellen Rand deuten jedoch manche Indikatoren wie die Erstanträge auf Arbeitslosenhilfe oder die ISM-Einkaufsmanagerindizes auf eine Abkühlung hin. Wir

rechnen daher weiter damit, dass die US-Wirtschaft in den kommenden Monaten eine milde Rezession durchläuft.

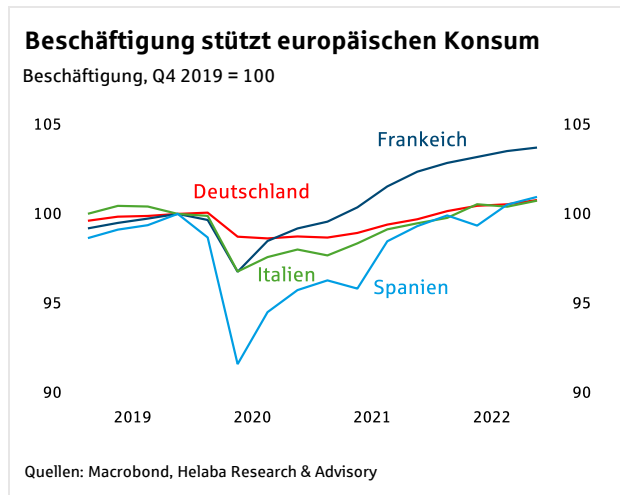
smü/ Die deutschen **Konjunkturindikatoren** zu Jahresbeginn sind gemischt ausgefallen. Der reale Einzelhandelsumsatz dürfte im ersten Quartal zum vierten Mal in Folge gesunken sein. Belastend wirkt auch der **Wegfall des Umweltbonus für Elektro- und Hybridfahrzeuge**, was im Januar zu einem Rückgang im Kfz-Handel geführt hat. Damit sind die privaten Konsumausgaben in den ersten drei Monaten des Jahres vermutlich rückläufig gewesen. Für die Industrieproduktion hingegen ist mit einem Zuwachs zu rechnen. Dies gilt trotz der schwierigen konjunkturellen Lage auch für den Bau, der wetterbedingte Einschränkungen im alten Jahr wieder aufgeholt hat. Auch die Außenhandelszahlen fielen positiv aus.

Die Wirtschaftsleistung dürfte im ersten Quartal stagnieren und damit besser ausfallen als von uns erwartet. Trotzdem ist die Prognose einer Stagnation der deutschen Wirtschaftsleistung für das Gesamtjahr 2023 noch realistisch. Zunehmend zeigen sich mittlerweile die negativen Konsequenzen der restriktiveren Geldpolitik, sei dies in den drastisch gesunkenen Bestellungen im Bau oder zuletzt bei den Problemen einzelner internationaler Banken. Auch sind negative Rückwirkungen aus den USA zu erwarten. Die deutschen Verbraucher werden angesichts sinkender Reallöhne zurückhaltend agieren.

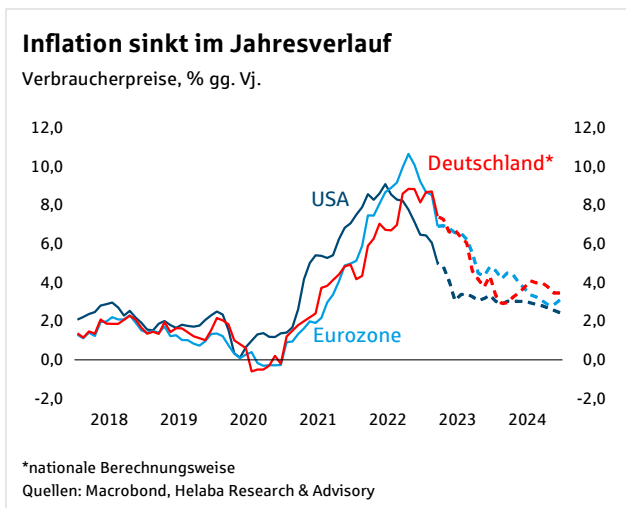
Die **privaten Konsumausgaben** waren 2022 kräftig um 4,3 % gestiegen. Grund für die insgesamt positive Entwicklung war der Corona-bedingte Nachholbedarf bei vielen Dienstleistungen. Mittlerweile ist das Vorkrisenniveau zumeist wieder erreicht. Nach einem schwachen Jahresstart 2023 erholen sich die Ausgaben zögerlich. Für 2023 erwarten wir einen leichten Rückgang der realen Konsumausgaben um 0,5 %. Die verfügbaren Einkommen dürf-

ten mit rund 5 % weniger stark zulegen als die Inflation (6 %). Positive Impulse gehen von einer anhaltend steigenden Beschäftigung und deutlich höheren Tarifabschlüssen aus. Die Sparquote hat das Vorkrisenniveau wieder erreicht und wird 2023 voraussichtlich nur noch um einen halben Prozentpunkt auf knapp 11 % sinken.

Die **Ausrüstungsinvestitionen** haben 2022 um 3,3 % zugelegt. Für 2023 erwarten wir einen leichten Rückgang in der Größenordnung von ½ %. Die wirtschaftliche Unsicherheit bei gleichzeitig gestiegenen Kapitalmarktzinsen werden sich 2023 dämpfend auswirken. Die Auftragseingänge für inländische Kapitalgüter waren zuletzt rückläufig. Die **Bauinvestitionen** sind bereits 2022 um 1,7 % gesunken und dürften 2023 um rund 3 % schrumpfen. Der aktuell wetterbedingte Anstieg der Bauproduktion wird sich nicht fortsetzen. Gestiegene Kosten und vor allem die höheren Zinsen belasten die Kalkulationen. Die realen Auftragseingänge in der Bauwirtschaft sind deutlich gesunken und es kommt zu Stornierungen. Dagegen sollten sich die **Exporte** 2023 allmählich erholen. Impulse gehen u.a. von der Eurozone aus. Die Beendigung der Null-Covid-Strategie dürfte zudem die Ausfuhren nach China beflügeln. Der Wachstumsbeitrag des Außenhandels war im vergangenen Jahr negativ. Hier ist nun mit einer Verbesserung zu rechnen.



Wichtige Länder der **Eurozone** zeigen sich aktuell resilienter gegenüber der Krise. In Frankreich muss allerdings durch die aktuellen Streiks mit leichten Bremswirkungen im ersten Quartal gerechnet werden. Italien und Spanien profitieren weiterhin von den umfangreichen europäischen Transfers. Auch hier wirken sich sinkende Energiepreise positiv aus. Die Dynamik im Tourismus nimmt hingegen ab.



2024 mit 3,5 % sowohl in Deutschland als auch im Währungsraum deutlich über dem von der EZB gewünschtem Niveau liegen.

Die Teuerung in den **USA** war im März mit 5 % so niedrig wie seit Mai 2021 nicht mehr. Weniger gut sieht es jedoch bei der Kernrate aus, die sich seit einigen Monaten bei rund 5,6 % stabilisiert hat – viel zu hoch für einen mit Preisniveaustabilität verbundenen Anstieg des Gesamtindex um etwa 2 %. Zwar gehen wir davon aus, dass auch die Kernrate in den kommenden Monaten sinkt. Selbst Ende 2023 dürfte sie aber noch immer über 3 % liegen.

Die **deutsche Inflationsrate** ist im März deutlich auf 7,4 % (Februar: 8,7 %) gefallen. In der **Eurozone** sank der Wert leicht auf 6,9 %. Allerdings sind die **Kernraten** bis zuletzt auf 5,8 % in Deutschland und 5,7 % in der Eurozone gestiegen. Der Trend der Gesamtrate weist weiterhin nach unten. Die Energiepreisbremsen und gesunkene Notierungen für Gas und Strom werden neben dem etwas stärkeren Euro hierzu beitragen. Auch die schwächere Konsumkonjunktur erschwert die Überwälzung von Kosten. Trotz der Trockenheit in mehreren europäischen Ländern werden die Nahrungsmittelpreise voraussichtlich weniger stark zulegen als zuletzt. Die Konsumentenpreissteigerung dürfte selbst

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

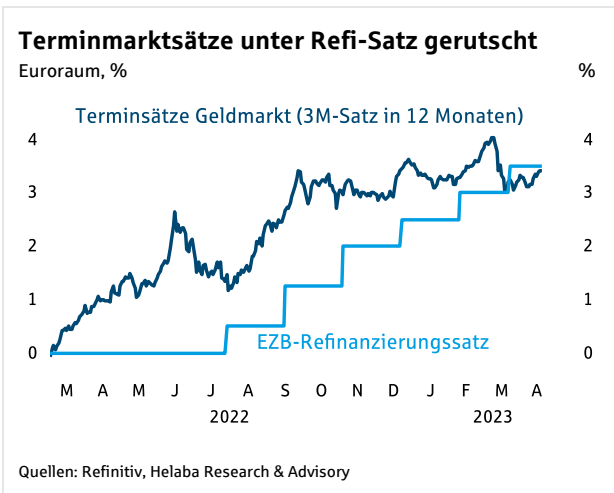
p=Prognose, kalenderbereinigt soweit verfügbar  
Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

## Geldpolitik: Verändertes Umfeld zwingt Notenbanken zur Vorsicht

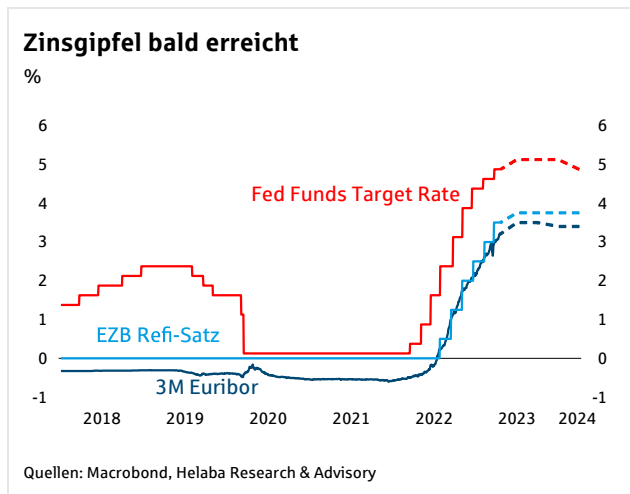


- Die EZB wird die Leitzinsen im Mai vermutlich um 25 Basispunkte anheben
- Die anhaltend hohe Kernrate setzt die EZB noch unter Zugzwang
- Im Juni könnte sie daher den Abbau der Bilanzsumme beschleunigen
- Das Leitzinsniveau dürfte die EZB dabei für längere Zeit konstant hochhalten
- Fed: Noch ein Zinsschritt auf 5,00 % bis 5,25 % und dann Abwarten
- Keine US-Zinssenkungen im Jahr 2023

uk/ Um wie viele Basispunkte werden die Leitzinsen noch angehoben? Die **EZB** sendet dazu widersprüchliche Signale aus. Während der geldpolitische Oberfalke Robert Holzmann für einen weiteren großen Zinsschritt im Mai trommelt, scheint die Ratsmehrheit nach den Finanzmarkturbulenzen zur Vorsicht zu neigen. Offenbar herrscht im EZB-Rat zudem Unklarheit über die Wirkung der bisherigen Zinsstraffung. Während der **Immobilienmarkt** deutliche Brems Spuren zeigt, ist die **Konjunktur** zuletzt wieder auf einen moderaten Erholungskurs eingeschwenkt. Gleichzeitig steht die EZB aufgrund des **inflationären Umfelds** noch unter Zugzwang. Ein kleiner **Zinsschritt von 25 Basispunkten** im Mai scheint daher ausgemachte Sache zu sein. Mit jeder weiteren Zinserhöhung steigt allerdings das Risiko, dass die gestressten Finanzmärkte in eine Krise rutschen. Das Fenster für Zinsstraffungen schließt sich somit. Ein weiteres Instrument, mit dem die EZB Einfluss nehmen kann, ist aber der **Abbau der Wertpapierbestände**. Auf der Juni-Sitzung könnte statt einer Zinsanhebung die Ausweitung des monatlichen Volumens von 15 Mrd. Euro beschlossen werden.



pf/ In den **USA** hat die Fed am 22. März trotz der Unsicherheiten im Zusammenhang mit den Bankeninsolvenzen den Leitzins angehoben. Mit 25 Basispunkten fiel der Schritt allerdings kleiner aus als es ohne Sorgen um die Finanzstabilität der Fall gewesen wäre. Wir hatten unsere Prognose nach der Sitzung dahingehend geändert, dass



wir nun für den Mai noch einen weiteren Zinsschritt erwarten und dass dann mit einem Zielkorridor von 5,00 % bis 5,25 % der Gipfel erreicht ist – wenn sich die Unruhe an den Finanzmärkten legt. Danach sieht es derzeit aus. Gemessen an Marktgrößen haben sich die monetären Bedingungen seit Anfang März kaum verändert. Unklarheit besteht lediglich im Hinblick auf das Verhalten der Banken – wird das Kreditangebot nun spürbar verknappt? Vor dem Hintergrund der bis zuletzt hohen Kernteuerung und einer bestenfalls in Ansätzen erkennbaren Abkühlung des Arbeitsmarktes wird die Fed wohl Anfang Mai noch einmal „liefern“. Danach dürfte sie angesichts schwächerer Konjunkturdaten und abnehmender Kernteuerung in **Wartestellung** wechseln. Zinssenkungen im zweiten Halbjahr, wie an den Märkten erwartet, würden aber einen deut-

lich schnelleren Rückgang der Inflation und/oder einen Konjunkturunbruch erfordern. In unserem Basis-Szenario einer milden Rezession und einer graduell fallenden Kernrate ist eine Lockerung der Geldpolitik erst 2024 wahrscheinlich.

%	aktuell*	Q2/23	Q3/23	Q4/23	Q1/24
3M Euribor	3,21	3,50	3,50	3,40	3,40
EZB Refi-Satz	3,50	3,75	3,75	3,75	3,75
Fed Funds Rate	4,88	5,13	5,13	5,13	4,88

\* 19.04.2023  
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

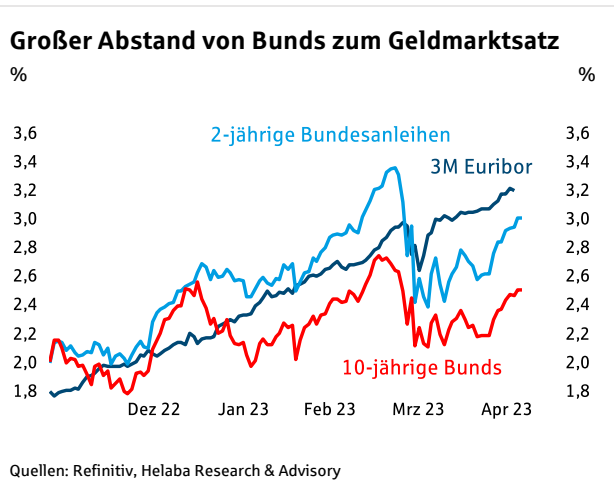
## Staatsanleihen: Bunds bleiben vorerst anfällig



- Inflation und Geldpolitik sind wieder die beherrschenden Themen bei Renten
- Das Inflationsproblem bleibt akut. Vor allem anhaltend hohe Kernraten bergen Risiken
- Nach einer Zinsanhebung im Mai droht ein erweiterter Abbau der EZB-Anleihebestände
- Renditen 10-jähriger Bunds dürften durchaus wieder Niveaus um 2,7 % erreichen
- Auch 10-jährige US-Treasuries werden vermutlich zunächst weiter zulegen
- In der zweiten Jahreshälfte sollte sich die Lage tendenziell entspannen

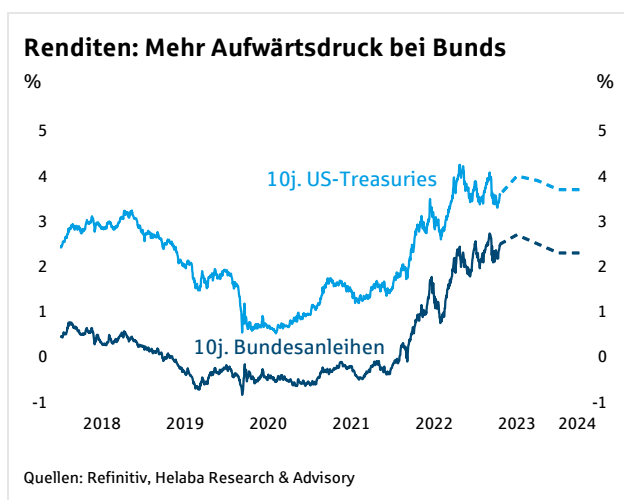
uk/ Die Unsicherheiten, die vom Bankensystem ausgingen, haben sich gelegt. Die Anleger an den Rentenmärkten konzentrieren sich wieder auf die **Inflationentwicklung** und die **Geldpolitik**. Die Inflationsraten sind zwar aufgrund der sinkenden Energiepreise rückläufig. Die Kernrate im Euroraum verharrte zuletzt mit 5,7 % aber auf hohem Niveau. Hier wirkte sich vor allem der Anstieg der Vorjahresrate für Dienstleistungen auf 5,0 % negativ aus. Sie haben mit rund 44 % das größte Gewicht im Euro-Gesamtindex. Die **Lohnentwicklung** und die Tarifabschlüsse werden daher mit Argusaugen beobachtet.

Die **Unsicherheit** über den Kurs der Notenbanken bleibt bestehen. An den Rentenmärkten sind die Anleger zuletzt wieder vorsichtiger geworden. Zwar notiert die Rendite **10-jähriger Bundesanleihen** mit rund 2,5 % noch unter den Jahreshöchstständen von 2,75 %. Der **Trend** zeigt aber nach oben. Auch in den USA scheint das Ende der Fahnenstange noch nicht erreicht. Als problematisch für das vergleichsweise niedrige Renditeniveau **10-jähriger US-Treasuries** von zuletzt 3,6 % dürfte sich vor allem die Wunschvorstellung vieler Marktteilnehmer erweisen, dass die **US-Notenbank** bald wieder die Zinsen senken wird.



Auch im Euroraum ist – unabhängig davon, wo der Zinsgipfel der **EZB** letztlich liegen wird – kaum mit einem kurzen Verweilen auf diesem Gipfel zu rechnen. Vielmehr dürfte sich eine Art **Hochplateau** bei den Leitzinsen ausbilden.

Je mehr sich die Investoren aber auf ein Szenario einstellen, in dem die Leitzinsen auch langfristig eher höher als niedriger sein werden, desto mehr wird der Druck auf längere Laufzeiten zunehmen. Die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen liegt derzeit rund 40 Basispunkte unter der Rendite zweijähriger Bundesanleihen. Seit November gibt es diese **inverse Zinsstrukturkurve**, zeitweise lag der Abstand bei über 70 Basispunkten. Eine schnelle Rückkehr des so genannten 10/2-Spreads in den positiven Bereich ist jedoch unwahrscheinlich.



**abbau ihrer Wertpapierbestände** von derzeit monatlich 15 Mrd. Euro beschleunigen. Eine Ausweitung des Volumens auf beispielsweise 30 Mrd. Euro würde die Investoren zumindest vorübergehend verunsichern.

Selbst wenn die **EZB** ihre Zinserhöhungen nicht mehr weiterführt, drohen dem Rentenmarkt weitere Belastungen durch die Notenbank. Um den geldpolitischen Straffungskurs fortzusetzen, könnte die EZB den **Ab-**

%	aktuell*	Q2/23	Q3/23	Q4/23	Q1/24
10j. Bundesanl.	2,52	2,70	2,50	2,30	2,30
10j. US-Treasuries	3,59	4,00	3,90	3,70	3,70

\* 19.04.2023

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

## Aktien: Intakte Aufwärtsbewegung



- Die Unruhe an den Märkten hat sich gelegt. Der DAX markierte neue Jahreshöchststände
- Bewertung von Euro-Aktien ist weiterhin moderat. Die Gewinnperspektiven verbessern sich
- Die ZEW-Konjunkturerwartungen haben im April allerdings einen weiteren Rückgang verzeichnet
- Die anhaltende Skepsis der Anleger spricht im Sinne der Kontraindikation eher für Aktien
- Auf Sicht der kommenden Monate werden Aktien wohl ihren Aufwärtstrend fortsetzen
- Angesichts der enormen Dynamik des Kursanstiegs dürfte sich das Tempo etwas verlangsamen

mr/ Nach einer kurzen Schrecksekunde, ausgelöst durch die Insolvenz der amerikanischen Silicon Valley Bank sowie der notwendigen Rettung der Credit Suisse, hat sich die Aufregung an den Finanzmärkten wieder gelegt. Für Beruhigung sorgte auch die Tatsache, dass die ersten **Quartalsergebnisse aus dem US-Finanzsektor** mehrheitlich über den Erwartungen der Marktteilnehmer ausgefallen sind. Die wieder zunehmenden geopolitischen Spannungen zwischen China und Taiwan werden an den Finanzmärkten bislang nicht sonderlich ernst genommen. Die implizite Aktienvolatilität, ein Gradmesser für die Risikoaversion, ist zuletzt wieder unter den langfristigen Durchschnitt gefallen.



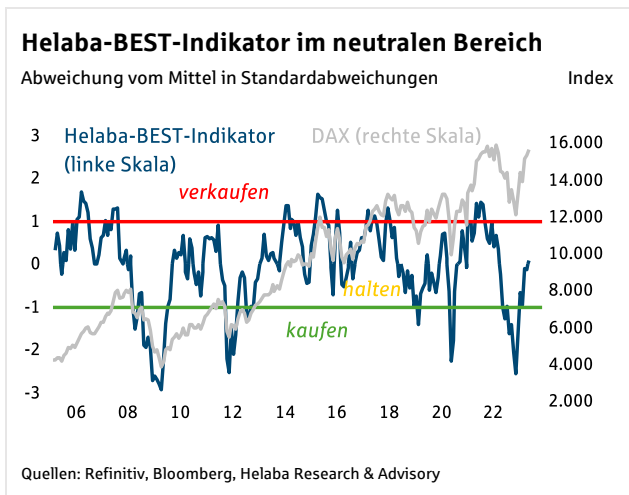
Die wieder zunehmenden geopolitischen Spannungen zwischen China und Taiwan werden an den Finanzmärkten bislang nicht sonderlich ernst genommen. Die implizite Aktienvolatilität, ein Gradmesser für die Risikoaversion, ist zuletzt wieder unter den langfristigen Durchschnitt gefallen.

DAX und EURO STOXX 50 konnten sogar neue Jahreshöchststände markieren. Damit hat sich zwar die kurzfristige **Stimmung der Anleger** etwas aufgehellt. Dennoch überwiegen die Zweifel an der Nachhaltigkeit des Kursaufschwungs. Auf Sicht der kommenden sechs Monate ist die Mehrheit der Marktteilnehmer pessimistisch. Daraus könnte man zwar eine erhöhte Abgabebereitschaft im Falle neuerlicher Marktirritationen

unterschiedlichster Art ableiten. Was aber, wenn die „Zweifel der Zweifler“ sich nicht materialisieren? Dann dürfte die Kapitulation der Bären den Markt noch einmal beflügeln.

Indexpunkte	aktuell*	Q2/23	Q3/23	Q4/23	Q1/24
DAX	15.895	16.000	16.500	16.000	16.100
Euro Stoxx 50	4.394	4.350	4.450	4.350	4.380
S&P 500	4.155	4.200	4.300	4.200	4.240

\* 19.04.2023  
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory



Der von uns entwickelte **Helaba-BEST-Indikator** bestehend aus Bewertung, Erwartungen, Stimmung und Technik bewegt sich derzeit weiterhin **im neutralen Bereich** und spricht somit für weiter steigende Notierungen. So steht der DAX trotz des markanten Kursanstiegs noch immer leicht unterhalb seines fairen Wertes, der gegenwärtig bei rund 16.400 Punkten angesiedelt ist. Unter **Bewertungsgesichtspunkten** besteht somit weiterer Kursspielraum, zumal DAX und EURO STOXX 50 inzwischen ein Übergewicht positiver Gewinnrevisionen verzeichnen.

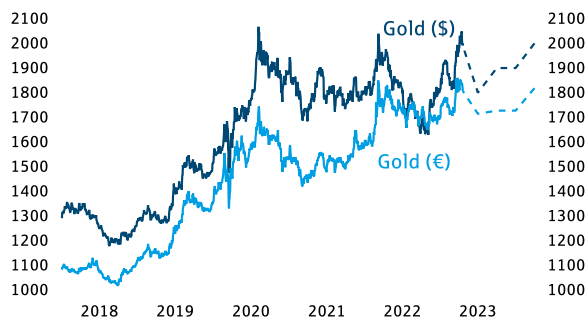
Zwar enttäuschten mit sentix- und ZEW-Konjunkturerwartungen die ersten **Konjunkturbarometer** des Euroraums für den Monat April. Es bleibt jedoch abzuwarten, ob dies durch die ifo Geschäftserwartungen bestätigt wird. Auch die anhaltende Skepsis unter den Anlegern spricht im Sinne der Kontraindikation eher für Aktien. Allein der mittelfristig orientierte **technische Indikator** bewegt sich bereits am oberen Rand des Normalbereiches. Dies spricht künftig für eine langsamere Gangart. Insgesamt ergibt sich gegenwärtig bei Aktien noch kein Handlungsbedarf. Das Motto bleibt: **Gewinne laufen lassen!**

## Gold: Fundamentalfaktoren rücken wieder in den Vordergrund



- Gold ist mit nachlassender Risikoaversion weniger als sicherer Anlagehafen gesucht
- Preisfindung orientiert sich wieder mehr an Fundamentalfaktoren
- Längere Zinspause der Fed statt Zinssenkung dürfte für Enttäuschung bei Gold sorgen
- Erst mit Blick auf 2024 sind Werte über 2.000 US-Dollar je Feinunze nachhaltig erreichbar

### Gold: Weniger als sicherer Hafen gefragt



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

cw/ Die Unsicherheit über mögliche Verwerfungen im Bankensektor entweicht allmählich. Gold, das in einem Umfeld hoher Risikoaversion als sicherer Anlagehafen gesucht war, orientiert sich wieder mehr an den Fundamentalfaktoren. Zu denen zählt an erster Stelle die Erwartung über die **weitere Geldpolitik der US-Notenbank**. Sie befindet sich zwar nahe ihres Zinsgipfels, doch ist keineswegs ausgemacht, dass sie im Anschluss sogleich in den Zinssenkungsmodus wechselt, wie es die Kapitalmärkte bereits eskomptieren. Vielmehr ist von einer **längeren Zinspause** in Abhängigkeit von der Inflationsentwicklung auszugehen. Damit schwinden aber die Ausichten für Gold, von rückläufigen Zinsen an den Geld-

und Rentenmärkten zu profitieren. Abseits der Unsicherheiten im Finanzsektor dürfte das Edelmetall um 1.900 US-Dollar je Feinunze schwanken. Erst zum Jahreswechsel, wenn Zinssenkungen der US-Notenbank für 2024 tatsächlich vor der Tür stehen, dürfte Gold die Marke von 2.000 US-Dollar je Feinunze nachhaltig erreichen.

Preis / Feinunze	aktuell*	Q2/23	Q3/23	Q4/23	Q1/24
Gold in Euro	1.821	1.714	1.727	1.727	1.818
Gold in US-Dollar	1.995	1.800	1.900	1.900	2.000

\* 19.04.2023

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

## Rohöl: OPEC+-Kürzung ohne nachhaltige Folgen



- OPEC+ schockt mit Reduzierung der Fördermenge um über 1 Mio. Barrel/Tag ab Mai
- Ölpreise bleiben unter politischen Einflüssen – letztlich verfehlt OPEC+ aber ihr Ziel von 90 USD
- Perspektiven der US-Industrie weiterhin getrübt
- Allmähliche Erholung der Ölpreise ab Jahresmitte erwartet

### Rohöl: Unter politischen Einflüssen

USD/Barrel



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

ru/ Die Anfang des laufenden Monats beschlossene **Förderkürzung der OPEC+** hat die Verhältnisse an den Ölmärkten nicht komplett auf den Kopf gestellt, zeigt aber zweierlei: Zum einen stehen die Ölpreise kurzfristig unter politischen Einflüssen, denn die OPEC+ strebt ein Preisniveau von um 90 USD/Barrel an. Zum anderen werden die Preise im Long-run aber von den **wirtschaftlichen Perspektiven bestimmt** und diese bleiben in Bezug auf das Verarbeitende Gewerbe in vielen Ländern getrübt. Auch scheinen die international wichtigen Notenbanken ihre Zinserhöhungszyklen noch nicht abgeschlossen zu haben. Hoffnungen auf einen starken Schub der Ölnachfrage aufgrund der Wiederbelebung der chinesischen Wirtschaft haben sich in diesem Zusammenhang bislang nicht erfüllt. Wir halten daher an der Erwartung fest, dass die Ölno-

tierungen zunächst noch schwach bleiben und erst in der zweiten Jahreshälfte das Potenzial haben, sich allmählich zu erholen.

Preis / Barrel	aktuell*	Q2/23	Q3/23	Q4/23	Q1/24
Rohöl Brent	83	78	83	89	89

\* 19.04.2023

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

## Immobilien: Stabilisierung im späteren Jahresverlauf

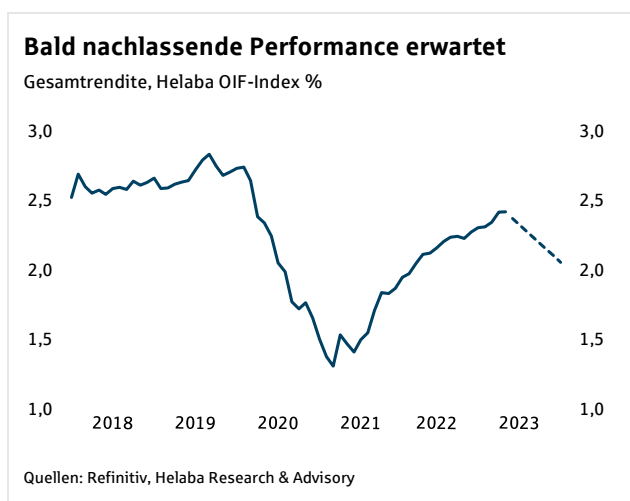


- Jahresperformance offener Immobilienfonds zuletzt unverändert bei 2,4 %
- Mittelzuflüsse offener Fonds in den ersten zwei Monaten 52 % unter Vorjahresstand
- Höhere Zinsen üben Druck auf Immobilienpreise aus
- Gesamtrendite deutscher Immobilien 2022 mit nur knapp 2 % deutlich geringer als im Vorjahr
- Schwächste Performance zuletzt bei erfolgsverwöhnten Industrieimmobilien
- Büro- und Einzelhandelsimmobilien weniger negativ, Wohnen mit höchster Gesamtrendite

smi/ Die Performance **offener Immobilienfonds**, gemessen am „Helaba OIF-Index“, lag zuletzt wie im Vormonat bei 2,4 %. Trotz des schwierigeren Umfeldes für Immobilien gab es bislang offensichtlich noch keine nennenswerten Abwertungen in den Portfolien, die die Gesamtrenditen gedrückt haben. Zumindest leisten mittlerweile die **liquiden Mittel** in den Fonds wieder einen positiven Renditebeitrag. So stabil wird es allerdings angesichts der zuletzt negativen Nachrichten von den Immobilienmärkten nicht bleiben. Die deutlich **gestiegenen Zinsen** sind der **Hauptbelastungsfaktor** und sorgen für Druck auf die Immobilienpreise. Dies dürfte in den kommenden Monaten zu niedrigeren Performance-

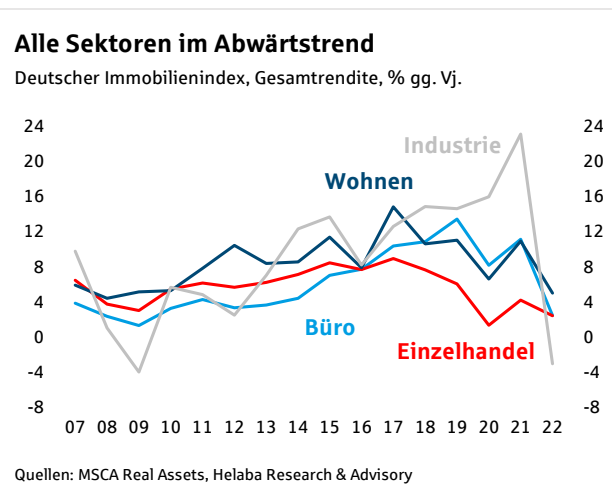
daten der offenen Fonds führen.

Die durch das höhere Zinsniveau gesunkene relative Attraktivität der Immobilienanlage spiegeln die schwächeren **Mittelzuflüsse** der offenen Fonds wider. Sie lagen im Februar mit nur 137 Mio. Euro deutlich unter dem Vorjahresniveau, in den ersten beiden Monaten des Jahres zusammen um rund 52 % niedriger.



Nach den von MSCI Real Assets vor kurzem veröffentlichten Daten lag die **Gesamtrendite deutscher Immobilien** 2022 mit **knapp 2 %** deutlich unter der des Vorjahres von über 11 %, als sogar der höchste Werte seit Beginn der Zeitreihe 1996 erreicht wurde. Während die Performance in den wichtigsten Nutzungsarten in den Vorjahren noch weit auseinandergedriftet war, fand 2022 eine Annäherung statt. Dies dürfte darauf zurückzuführen sein, dass sich der kräftige Zinsanstieg in allen Marktsegmenten negativ auswirkt.

Die volatilen **Industrieimmobilien** erlebten einen besonders kräftigen Absturz: 2021 noch mit einer außergewöhnlich hohen Gesamtrendite von 23 % wurde nun ein Minus von rund 3 % verbucht. Weniger stark war der Rückgang der Performance bei **Büro- und Einzelhandelsimmobilien**, die gemeinsam eine Gesamtrendite von 2,4 % erzielten (im Vorjahr noch 11 % bzw. gut 4 %). Besser schnitten **Wohnimmobilien** mit 5 % (2021: 11 %) ab. Für das laufende Jahr erwarten



% gg. Vorjahr	2019	2020	2021	2022	2023p
Helaba OIF-Index*	2,7	1,5	2,0	2,3	2,0
Wohnimmobilien**	6,5	6,8	10,3	7,2	-3,5
Gewerbeimmobilien**	6,4	3,1	-0,8	-0,4	-6,0

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

wir angesichts der weiterhin hohen Belastung durch gestiegene Finanzierungszinsen und die geringere relative Attraktivität der Assetklasse weitere Rückgänge. Allerdings dürften sich die Immobilienpreise voraussichtlich **in der zweiten Jahreshälfte stabilisieren**, wenn sich Anbieter und Nachfrager aufeinander zubewegen und dann wieder mehr Transaktionen stattfinden.



## Devisen: US-Dollar wird hinterfragt

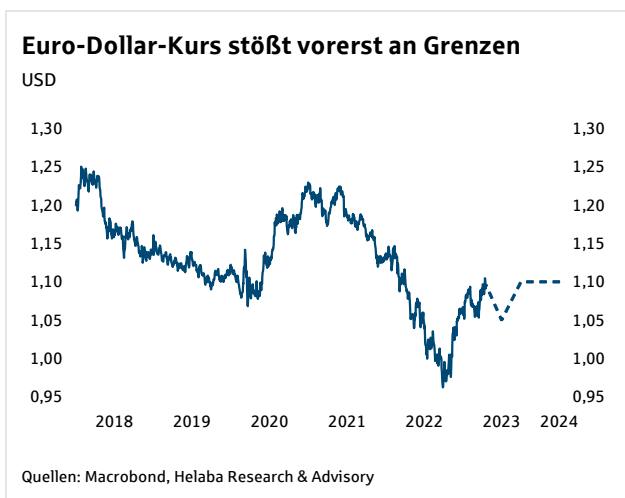
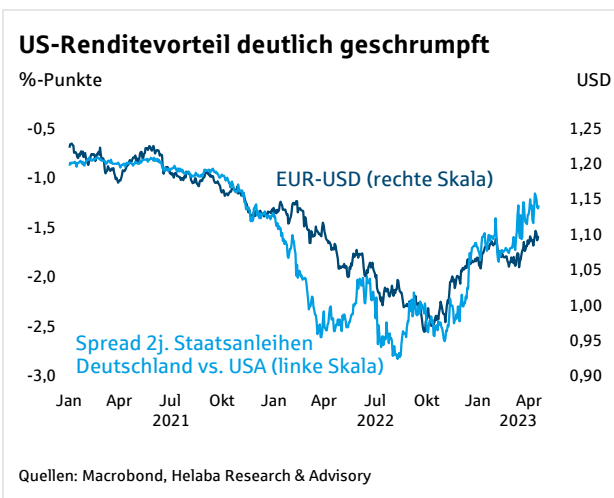


- US-Dollar geriet aufgrund von Zinssenkungsspekulationen unter Druck
- Kurzfristige Stabilisierung der US-Währung möglich, da Fed-Politik wohl restriktiver ausfällt
- Mittelfristig dominieren die Abwärtsrisiken für den Dollar, zumal seine Dominanz bröckelt
- Britisches Pfund dürfte von strafferer BoE-Politik leichten Rückenwind erhalten
- Schweizer Franken profitiert wohl von SNB-Eingriffen, jedoch fehlt fundamentale Unterstützung
- Japanischer Yen hat Gewinne abgegeben, aber mittelfristig mit Aufwertungspotenzial

ca/ Der Dollar neigte weiter zur Schwäche. Der Euro-Dollar-Kurs kletterte sogar auf ein **neues Jahreshoch über 1,10**, wenngleich er dieses Niveau nicht ganz verteidigen konnte. Zeitweise setzten Spekulationen über ein Ende der US-Zinserhöhungen bzw. über Senkungen den Greenback unter Druck. Sogar die Rolle des Dollar als Weltleitwährung („**De-Dollarisierung**“) wurde angezweifelt.

In den USA hat die Teuerung ihren Zenit überschritten. Daher wird der Zinserhöhungszyklus bald auslaufen, zumal dessen Nebenwirkungen mit den Problemen von einigen US-Banken erkennbar wurden. Vermutlich wird die Fed noch einen weiteren Zinsschritt vornehmen und dann abwarten. Die Kerninflation ist aus Sicht der Notenbank noch zu hoch. Auch schwächt sich die Konjunktur trotz einiger Anzeichen bislang nicht klar ab. Die an den Geldmärkten **eingepreisten Zinssenkungen** schon für dieses Jahr sind daher **wohl zu voreilig**. Sollten die Markterwartungen korrigieren, dürfte der Dollar davon profitieren.

Der französische Präsident Macron hinterfragte die **Führungsrolle der US-Währung**. Seit einigen Jahren sorgt die Instrumentalisierung des Dollar für Finanzsanktionen in manchen Ländern für Unbehagen. Nach Russland versucht auch China die **Abhängigkeit vom Dollar zu reduzieren** und etwa den Rohstoffhandel z.B. mit den Golfstaaten in eigener Währung abzuwickeln. Der Erfolg dieser Bemühungen bleibt abzuwarten. Grundsätzlich fehlt dem Greenback aber ein schlagkräftiger Herausforderer, sowohl Euro als auch Yuan haben ihre eigenen Probleme. Dennoch ist der Dollar-Anteil an den globalen Devisenreserven mit gut 58 % so niedrig wie seit den neunziger Jahren nicht mehr. Die Dominanz der US-Währung scheint weiter zu bröckeln.

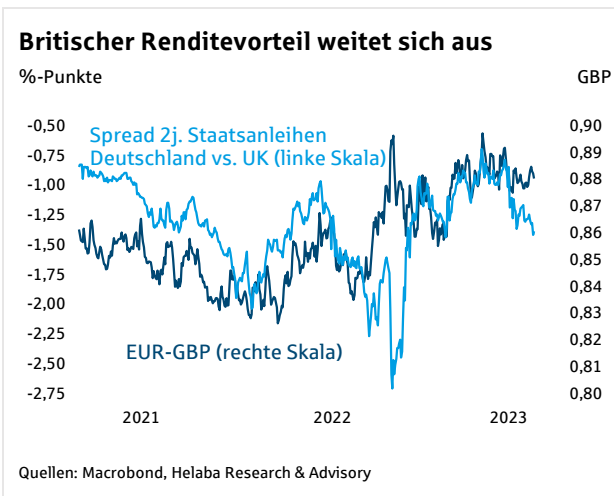


Während die Fed-Politik restriktiver als am Markt erwartet ausfallen könnte, sind auch bei der EZB weitere Zinsanhebungen möglich. Der **US-Renditevorteil** hat sich bereits **deutlich reduziert**. Auch wenn die Fed die Zinssenkungen noch nicht auf der Agenda hat, wird sie dann – vermutlich aber eben erst 2024 – vor der EZB den Kurswechsel vollziehen. Dies spricht **auf mittlere Sicht gegen den Dollar**.

Kurzfristig ist jedoch durchaus möglich, dass sich der Dollar stabilisiert. Neben den teilweise überzogenen US-Zinssenkungserwartungen ist der **Euro-Dollar-Kurs überkauft**. Die deutlichen spekulativen Positionen zugunsten des Euro – eher ein Kontraindikator – dämpfen ebenso das Anstiegspotenzial des Wechselkurses. Der **Euro-Dollar-Kurs** dürfte daher vorerst **nicht mehr stark zulegen**. Mittelfristig dominieren beim Dollar aber nach wie vor die Abwertungsrisiken.

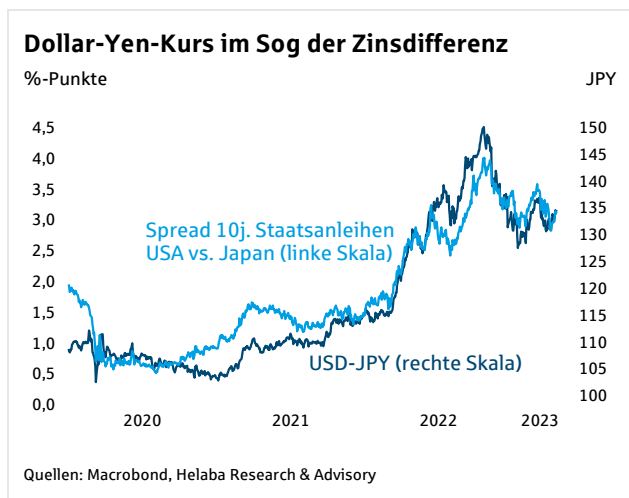
Das **Britische Pfund** zeigte sich gegenüber dem Euro stabil und legte gegenüber dem US-Dollar leicht zu. Während sich die Bank of England nach ihrer letzten Zinserhöhung hinsichtlich weiterer Schritte sehr bedeckt hielt, könnte die ökonomische Realität eine zusätzliche Straffung erzwingen. Die Inflation hat zwar ihren Zenit überschritten, aber die **Kernteuerung geht zu langsam zurück**. Die britische Wirtschaft wächst zwar nicht. Jedoch scheint die befürchtete deutliche Rezession ausbleiben. Die Quartalsraten schwanken um die Nulllinie. Auch der Arbeitsmarkt erweist sich als erstaunlich robust, was wiederum das Lohnwachstum treibt.

Vermutlich wird die **Bank of England daher noch nachlegen**. Damit könnte sich eine Zinswende ebenso verschieben. Der britische Renditevorteil gegenüber dem Euro nahm somit zu. Übrigens haben die britischen Renditen gegenüber dem Dollar noch deutlicher angezogen. Zudem wird sich im zweiten Halbjahr die britische Konjunktur wieder etwas beleben. Deshalb dürfte das **Pfund** gegenüber dem Euro wie auch dem US-Dollar im laufenden Jahr **aufwerten**.



Der **Schweizer Franken** zählte zu den Gewinnern. Der Euro-Franken-Kurs rutschte wieder **unter die Parität**. Die SNB hatte ungeachtet des Dramas um die Credit Suisse den Leitzins um 50 Basispunkte angehoben. Vermutlich wird die Notenbank sogar noch nachlegen, obwohl die Inflation wieder unter die Marke von 3 % sank. Die Schweizer Konjunktur hielt sich bislang noch recht stabil, wenngleich die Stimmungsindikatoren jüngst zurückgingen.

Mutmaßlich hat die SNB die eigene Währung zuletzt gestützt. Rückläufige Devisenreserven deuten auf **Interventionen zugunsten des Frankens**. Damit möchte die Notenbank über niedrigere Importpreise die Inflation dämpfen und die Bilanzrisiken reduzieren. Gleichwohl sprechen die Zinsdifferenzen gegen den Franken. Auch die generelle Stärke des Euro sowie die wieder gesunkene Risikoaversion sind keine Argumente für die Schweizer Währung. Vermutlich wird der **Euro-Franken-Kurs wieder über die Parität steigen**.



Der **Japanische Yen** war in den letzten Wochen der große Verlierer, nachdem er zuvor noch deutlich aufgewertet hatte. Mit der Beruhigung im Bankensektor war der **Yen als Fluchtwährung weniger gefragt**. Zudem zogen die Renditen in den USA und der Eurozone wieder leicht an, weshalb sich der Zinsnachteil des Yen ausweitete.

In Japan hat der **neue Notenbankchef Ueda** sein Amt angetreten. In seinen ersten Verlautbarungen hat er noch keinen Kurswechsel erkennen lassen. Es wird

spekuliert, dass die Bank of Japan ihre Zinskurvensteuerung lockert oder sogar ganz beendet. Vermutlich wird sich die Notenbank aber damit noch etwas Zeit lassen, was den Yen kurzfristig belastet. In den nächsten Monaten dürfte sie dann diesen Schritt aber doch vollziehen. Schließlich liegt die Teuerung in Japan mit mehr als 3 % zwar klar unter den Raten der Eurozone oder den USA, aber immerhin höher als in der Schweiz. Außerdem werden im Verlauf des Jahres wohl die internationalen Kapitalmarktrenditen etwas zurückgehen. Damit sollte sich der japanische Zinsnachteil verringern. Der **Yen** dürfte daher gegenüber Euro und Dollar mittelfristig **aufwerten**.

gg. Euro	aktuell*	Q2/23	Q3/23	Q4/23	Q1/24
US-Dollar	1,10	1,05	1,10	1,10	1,10
Jap. Yen	148	142	142	140	140
Brit. Pfund	0,88	0,87	0,85	0,85	0,85
Schw. Franken	0,98	1,02	1,04	1,05	1,05

\* 19.04.2023 | Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory



## Prognosetabelle BIP und Inflation

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

\*Indien: Financial Year; \*\* Lateinamerika wegen Hyperinflation ohne Venezuela; p=Prognose, BIP-Wachstum soweit verfügbar kalenderbereinigt

Quellen: Macrobond, Refinitiv, Helaba Research & Advisory



## Kapitalmarktprognosen

	Veränderung seit ...		aktueller Stand**	Helaba-Prognosen			
	31.12.2022	Vormonat*		Q2/2023	Q3/2023	Q4/2023	Q1/2024
<b>Zinsen</b>	Basispunkte		%				
EZB Refi-Satz	100	0	3,50	3,75	3,75	3,75	3,75
EZB Einlagenzins	100	0	3,00	3,25	3,25	3,25	3,25
Tagesgeldsatz €STR	101	0	2,90	3,25	3,25	3,25	3,25
3M Euribor	107	22	3,21	3,50	3,50	3,40	3,40
6M Euribor	89	30	3,59	3,55	3,55	3,45	3,45
2j. Bundesanleihen	20	44	2,97	3,00	2,80	2,80	2,50
5j. Bundesanleihen	-1	37	2,57	2,70	2,65	2,55	2,45
10j. Bundesanleihen	-6	32	2,52	2,70	2,50	2,30	2,30
2j. Swapsatz	25	35	3,65	3,70	3,50	3,50	3,10
5j. Swapsatz	0	27	3,24	3,40	3,35	3,25	3,10
10j. Swapsatz	-6	23	3,14	3,35	3,15	3,00	3,00
20j. Swapsatz	5	23	2,98	3,15	2,95	2,80	2,80
30j. Swapsatz	13	27	2,67	2,85	2,75	2,70	2,70
Fed Funds Target Rate	50	0	4,88	5,13	5,13	5,13	4,88
10j. US-Treasuries	-28	16	3,59	4,00	3,90	3,70	3,70
<b>Aktien</b>	Landeswährung, %						
DAX	14,2	4,5	15.895	16.000	16.500	16.000	16.100
Euro Stoxx 50	15,8	4,4	4.394	4.350	4.450	4.350	4.380
Dow Jones	2,3	5,6	33.897	34.500	35.500	34.500	34.900
S&P 500	8,2	5,2	4.155	4.200	4.300	4.200	4.240
Nikkei 225	9,6	4,3	28.607	28.500	29.000	28.500	28.800
<b>Gold und Brentöl</b>	%						
Gold €/Unze	6,9	-1,1	1.821	1.714	1.727	1.727	1.818
Gold \$/Unze	9,4	0,1	1.995	1.800	1.900	1.900	2.000
Brentöl \$/Barrel	-3,2	9,5	83	78	83	89	89
<b>Devisen</b>	jeweils gg. Euro, %		jeweils gg. Euro				
US-Dollar	-2,3	-1,1	1,10	1,05	1,10	1,10	1,10
Japanischer Yen	-4,9	-4,0	148	142	142	140	140
Britisches Pfund	0,5	0,1	0,88	0,87	0,85	0,85	0,85
Schweizer Franken	0,6	1,0	0,98	1,02	1,04	1,05	1,05

\* 23.03.2023 \*\* 19.04.2023

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory



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

## Wir sind für Sie da:

### Themengebiete

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

### Autoren/-innen

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

**Durchwahl**  
069/9132-

## Herausgeber und Redaktion

Helaba Research & Advisory

Redaktion:  
Dr. Stefan Mütze

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

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