

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

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

Editorial: Japan im Fokus



gt/ Wie die Zeit vergeht. Vor zwei Jahren haben wir drei neue Research-Produkte aus der Taufe gehoben: Mit der vorliegenden Publikation erhalten sie einmal im Monat eine umfassende Einschätzung zu Konjunktur und Kapitalmärkten. Der zweite Neuling ist kompakter, für den schnellen Leser. Als Bonus gibt es ein monatliches Video, in dem die wesentlichen Aussagen zusammengefasst werden. Herzlichen Glückwunsch „Märkte und Trends“ und vielen Dank an das Team Research & Advisory.

Im Juni 2021 drehte sich alles um die Auswirkungen der Corona-Maßnahmen, im letzten Jahr standen die Effekte des Ukraine-Krieges im Mittelpunkt. Nun stellt sich die Frage, ob die Notenbanken es schaffen, die Inflation einzudämmen, ohne die Volkswirtschaften in eine Rezession zu stürzen. Das Thema unseres Jahresausblicks „Gratwanderung“ für das Jahr 2023 bleibt damit bestehen.

Aber nicht alle Notenbanken verhalten sich identisch. Insbesondere eine sticht hervor: die Bank of Japan. Während die meisten geldpolitischen Instanzen in den letzten Monaten stark an der Zinsschraube gedreht haben, veränderte sie ihren Leitzins nicht. Lediglich eine kleine Anpassung des Zinszielbandes wurde vorgenommen. Zwar sind die Inflationsraten auch in Japan gestiegen, aber deutlich weniger als beispielsweise bei uns. In diesem Umfeld hat der Japanische Yen stark abgewertet und Aktien beflügelt.

Mit Blick auf die Bewertung ist der Nikkei 225 im Vergleich zu DAX und S&P 500 inzwischen zwar kein Schnäppchen mehr. Er bewegt sich aber noch innerhalb des fairen Bereichs, während der S&P 500 bereits leicht überbewertet ist. Auch der DAX befindet sich im fairen Bereich und ist sogar noch günstiger. Gerade deutsche und japanische Aktien sollten somit noch Luft nach oben haben.

Ihre

Dr. Gertrud R. Traud

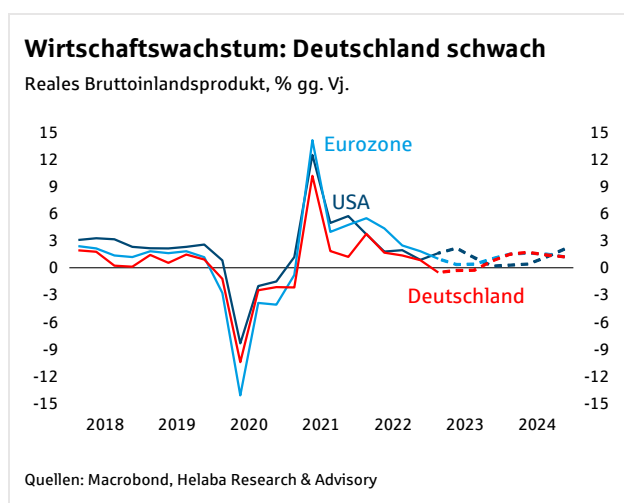
Chefvolkswirtin/Head of Research & Advisory

Konjunktur: Unterschiedliche Muster



- Unterschiedliche globale Lage: USA zeigen sich widerstandskräftig, China schwächelt
- Prognoseanpassung: Deutsche Wirtschaft schrumpft 2023 leicht und wächst 2024 stärker
- Konsumausgaben werden durch hohe Inflation belastet. Verarbeitendes Gewerbe in Deutschland mit schwachen Aufträgen
- Inflation der Eurozone fällt 2023 mit 5,7 % (bisher: 6,3 %) niedriger aus
- Energie und zunehmend auch Nahrungsmittel mit sinkenden Inflationsraten

pf/ Die Frage, ob die Inflation auf stabilitätskonforme Niveaus zurückkehren wird, ohne dass die Notenbanken einen konjunkturellen Einbruch herbeiführen müssen, bleibt am Sommeranfang unbeantwortet. Der **geldpolitische Straffungsprozess** geht jedenfalls weiter, trotz einiger positiver Zeichen von der Gesamtteuerung. Datenrevisio- nen bei den Wachstumszahlen von überdurchschnittlichem Ausmaß erschweren vielerorts die Lagebestimmung. Das Bild ist zudem ziemlich heterogen: Während aus Europa und insbesondere Deutschland zuletzt eher negative Nachrichten kamen, widersprach in den USA der Arbeitsmarkbericht zum Mai der postulierten Abkühlung.



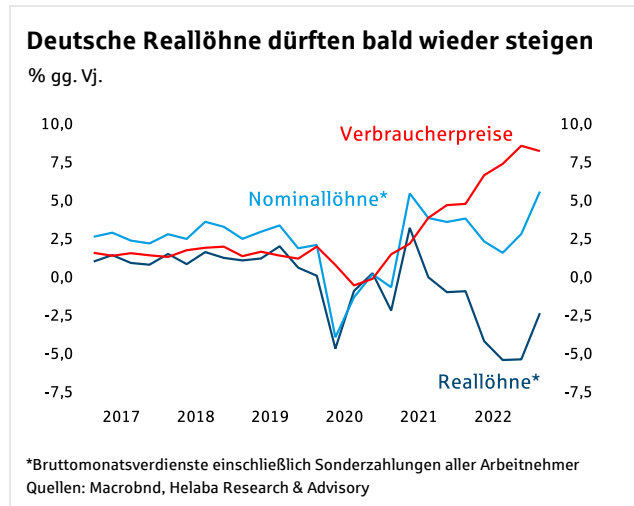
In den **USA** zeigt sich die Konjunktur der rekordver- dächtigen geldpolitischen Straffung gegenüber nach wie vor überraschend widerstandsfähig. Auch im zwei- ten Quartal expandierte die Wirtschaft offenbar mode- rat. Wir rechnen weiter mit einer milden Rezession, aber weil diese nun später ins Jahr fällt, verschieben sich die Jahreswerte beim BIP-Wachstum: 1,3 % für 2023 (bisher: 1 %) und 1 % für 2024 (bisher: 1,3 %). Die Daten aus **China** enttäuschen hingegen. Die Erho- lung von der Pandemiewelle Anfang des Jahres wird wohl weniger ins zweite Quartal hinein tragen als zu- nächst angenommen. Wir reduzieren daher unsere Wachstumsprognose für 2023 von 6,2 % auf 5,8 %.

smü/ Die jüngsten deutschen **Konjunkturindikatoren** der Industrie sind schlecht ausgefallen: Stark zurückgegangen sind die Auftragseingänge. Die Produktion verläuft aufgrund weiterhin hoher Auftragsbestände bislang seitwärts. Das ifo Geschäftsklima war nach sechs Anstiegen in Folge im Mai erstmals rückläufig und die Vorzeichen für das zweite Quartal sind nicht besonders gut. Zunehmend zeigen sich die negativen Konsequenzen der restriktiveren Geldpolitik im Bau, beispielsweise bei den drastisch gesunkenen Bestellungen. Wir erwarten deswegen für das **zweite Quartal** nur ein **geringes Wirtschaftswachstum**, obwohl mit einer Gegenbewegung beim öffentlichen Konsum gerechnet werden kann. Auch aufgrund von Sonderfaktoren war dieser im ersten Vierteljahr um fast 5 % eingebrochen. Im zweiten Halbjahr dürfte sich die deutsche Konjunktur aber bei niedrigeren Inflationsraten beleben. Die Verlaufsdaten dürften dann mit 0,5 % sogar höher ausfallen als bislang veranschlagt. Trotzdem bedeutet dies für die Jahresrate **2023** eine **Absenkung unse- rer Prognose** um 0,4 Prozentpunkte auf kalenderbereinigt **-0,1 %**. Das höhere Ausgangsniveau zu Beginn des nächsten Jahres führt bei unveränderter Dynamik für **2024** zu einem Plus von **1,5 %** (bisher: 1,3 %).

Die **privaten Konsumausgaben** sind im ersten Quartal 2023 zum zweiten Mal in Folge deutlich gesunken. Zwar wird sich der Verbrauch mit rückläufigen Inflationsraten im zweiten Halbjahr erholen. Positive Impulse gehen auch von der steigenden Beschäftigung und deutlich höheren Tarifabschlüssen aus. Trotzdem dürften die Haushalte 2023 real schätzungsweise 1 % weniger ausgeben. Die verfügbaren Einkommen werden in nominaler Rechnung voraussichtlich schwächer zulegen als die Inflation mit 6 %. Die Sparquote hat das Vorkrisenniveau wieder er- reicht und dürfte 2023 nur leicht auf knapp 11 % sinken.

Die **Ausrüstungsinvestitionen** sind im ersten Vierteljahr 2023 mit 3,2 % gegenüber Vorquartal deutlich gestie- gen. Damit ist das Ausgangsniveau für dieses Jahr hoch. Die wirtschaftliche Unsicherheit bei gleichzeitig gestie-

genen Kapitalmarktzinsen werden sich zwar dämpfend auswirken. Die Auftragseingänge für inländische Kapitalgüter waren zuletzt rückläufig. Trotzdem dürften die Investitionen in Maschinen, Anlagen und Fahrzeuge 2023 mit rund 3 % fast so stark zulegen wie im Jahr zuvor. Die **Bauinvestitionen** hingegen waren bereits 2022 um 1,8 % gesunken und dürften 2023 mit etwa 3 % noch stärker schrumpfen. Gestiegene Kosten und vor allem höhere Zinsen belasten die Kalkulationen. Sowohl die Wohnungsbaugenehmigungen als auch die realen Auftragseingänge in der Bauwirtschaft sind deutlich rückläufig und es kommt zu Stornierungen. Dagegen sollten sich die **Exporte** 2023 allmählich erholen. Bereits im ersten Quartal sind sie leicht gestiegen, während die Importe real zurückgingen. Impulse gehen u.a. von der Eurozone und China aus. Der Wachstumsbeitrag des Außenhandels war im vergangenen Jahr negativ. Hier ist nun mit einer Verbesserung zu rechnen.

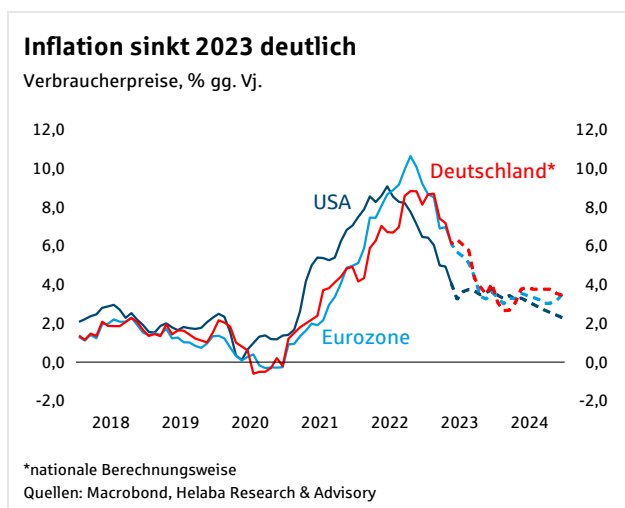


Durch die Prognosesenkung für Deutschland ändern sich auch die Wachstumswerte für die Eurozone. Wir erwarten für dieses Jahr nun 0,7 % (1,0 %) und erhöhen für nächstes Jahr marginal auf 1,5 % (1,4 %). Die großen Nachbarländer Deutschlands sind aktuell dynamischer. **Italien** und **Spanien** profitieren weiterhin von den umfangreichen europäischen Transfers.

Bruttoinlandsprodukt, real % gg. Vorjahr	2020	2021	2022	2023p	2024p
Deutschland	-4,1	2,6	1,9	-0,1	1,5
Eurozone	-6,2	5,3	3,5	0,7	1,5
USA	-2,8	5,9	2,1	1,3	1,0
Welt	-3,1	6,3	3,0	2,6	2,9

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

günstiger als erwartet. Dies gilt neben den baltischen Staaten vor allem für Spanien, wo im Mai eine Rate von nur 2,9 % erreicht wurde. Auch in den nächsten Monaten dürften die Preissteigerungen europaweit zurückgehen.



sichtlich umkehren und die Energiekomponente die Gesamtrate wieder anschieben. Die Kernrate zeigt sich zudem weiter unerwartet störrisch. Sie fiel im Mai gegenüber Vorjahr zwar auf 5,3 %. Die kurzfristige Dynamik verharrt seit Monaten allerdings bei rund 0,4 % pro Monat – eine Abschwächung ist seit Sommer 2022 quasi nicht mehr zu erkennen. Wegen der höheren Kernteuerung passen wir unsere Prognosen nach oben an: 4,3 % statt 4 % für 2023 und 3 % statt 2,8 % für 2024.

Die **Inflationsrate** sank im Mai sowohl in **Deutschland** als auch in der **Eurozone** auf 6,1 %. Die Inflationsentwicklung war in einigen Ländern der Eurozone zuletzt günstiger als erwartet. Dies gilt neben den baltischen Staaten vor allem für Spanien, wo im Mai eine Rate von nur 2,9 % erreicht wurde. Auch in den nächsten Monaten dürften die Preissteigerungen europaweit zurückgehen. Haushaltsenergie blieb bis in den Spätsommer 2022 hinein sehr teuer. Entsprechend niedrig sind hier die Vorjahresveränderungen. Hinzu kommt nun eine Trendwende bei Nahrungsmitteln. Bei einzelnen Dienstleistungen hingegen sind weiter hohe Preiserhöhungen auch aufgrund zunehmend überwältigter Lohnkosten an der Tagesordnung. Die Kernraten dürften deswegen weniger dynamisch zurückkommen. Wir passen unsere Inflationsprognose für die Eurozone für 2023 an und erwarten nun 5,7 % (bisher: 6,3 %) und für das kommende Jahr 3,3 % (3,5 %).

In den **USA** sorgen die Energiepreise zwar auch für eine Entlastung bei der Gesamtteuerung – die Vorjahresrate des Verbraucherpreisindex ging im Mai auf 4 % zurück. Im zweiten Halbjahr wird sich dieser Effekt aber voraussichtlich umkehren und die Energiekomponente die Gesamtrate wieder anschieben. Die Kernrate zeigt sich zudem

Verbraucherpreise, % gg. Vorjahr	2020	2021	2022	2023p	2024p
Deutschland*	0,5	3,1	6,9	6,0	3,5
Eurozone	0,3	2,6	8,4	5,7	3,3
USA	1,2	4,7	8,0	4,3	3,0

p=Prognose, *nationale Abgrenzung
Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Geldpolitik: Notenbanken gehen in die Verlängerung

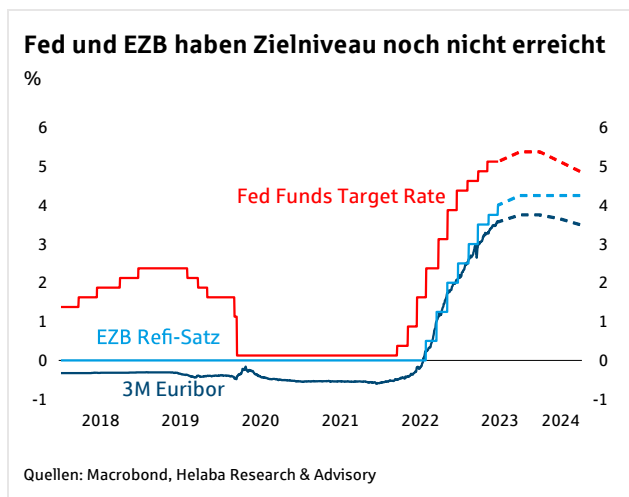
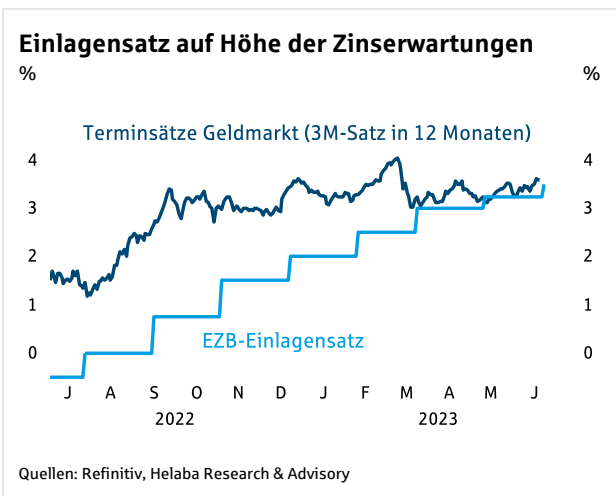


- EZB erhöht Leitzinsen um 25 Basispunkte und kündigt weitere Straffung im Juli an
- Innerhalb des EZB-Rats drängen die Falken auf noch mehr Zinsschritte
- Der Anstieg der Leitzinsen um vier Prozentpunkte zeigt aber bereits konjunkturelle Wirkung
- Die US-Notenbank pausierte im Juni erstmals seit Beginn der Zinserhöhungen im März 2022
- Sie signalisierte aber klar eine zusätzliche Straffung auf den kommenden Sitzungen
- Unsere Einschätzung bezüglich der zyklischen Zinsgipfel haben wir entsprechend angepasst

uk/ Im Juni erhöhte die **EZB** erwartungsgemäß den **Einlagen- und Refinanzierungssatz** auf **3,5 % bzw. 4,0 %**. Eine Fortsetzung des Straffungskurses wurde angekündigt. Auch der Beschluss, die Bestände an APP-Wertpapieren abzubauen, wurde bestätigt. Da der EZB-Rat offenbar das aktuelle Zinsniveau noch nicht als ausreichend ansieht, passen wir die Prognosen entsprechend an.

Das historische Muster spricht gleichwohl dafür, dass der **Zinsgipfel bereits nahe** ist. Ende der 60er bis Anfang der 80er Jahre gab es drei Straffungsphasen der Bundesbank mit Leitzinserhöhungen von insgesamt 4,5 bzw. 4,0 Prozentpunkten. Die Wirkung hat bereits eingesetzt. Deutschland befindet sich schon in einer Rezession. Die Preisüberwälzungsspielräume werden geringer, was zuletzt auch der Handel zu spüren bekam. Die Inflation im Euroraum ist rückläufig. Die Teuerung legte im Vergleich zu Vorjahr im Mai um 6,1 % zu. Die Spitze lag im Oktober bei 10,6 %.

Dennoch ist es **zu früh für eine Entwarnung**, denn die Euro-Kernrate liegt bei 5,3 %. Problematisch ist aus Sicht der EZB insbesondere der deutliche Lohnanstieg, der vor allem die Preise für Dienstleistungen nach oben treibt. Wohl auch vor diesem Hintergrund gab Christine Lagarde die Parole aus, dass der Zinsgipfel noch nicht erreicht sei. Um die Folgen des drastischen Zinsanstiegs besser abschätzen zu können, wäre allerdings eine geldpolitische Pause nach der Juli-Sitzung sinnvoll.



Die **Fed** hat Mitte Juni den **Leitzinskorridor** bei 5,00 % bis 5,25 % erwartungsgemäß **unverändert gelassen**, die erste Pause seit dem Beginn der Zinserhöhungen Anfang 2022. Die gleichzeitig veröffentlichten Projektionen der FOMC-Mitglieder zeigen allerdings, dass diese nun mit einer höheren Kernteuerung und mit mehr Wachstum rechnen als im März. Überraschend deutlich fiel das Votum hinsichtlich der künftigen Leitzinsen aus: Der Median sieht in den kommenden Monaten eine Anhebung um weitere 50 Basispunkte, nur zwei Geldpolitiker halten den Gipfel für schon erreicht.

%	aktuell*	Q3/23	Q4/23	Q1/24	Q2/24
3M Euribor	3,57	3,75	3,75	3,65	3,50
EZB Refi-Satz	4,00	4,25	4,25	4,25	4,25
Fed Funds Rate	5,13	5,38	5,38	5,13	4,88

* 21.06.2023

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Da unsere eigenen Konjunkturprognosen sich in ähnlicher Richtung verschoben haben, halten wir eine solche **weitergehende Straffung** nun für **wahrscheinlich**, konkret einen zusätzlichen Schritt um 25 Basispunkte Ende Juli. Danach sollten die Anzeichen für eine Abkühlung aber eindeutig erkennbar werden und die Fed in eine abwartende Haltung wechseln. Im Verlauf von 2024 erwarten wir eine graduelle Rücknahme des Restriktionsgrades, wenn es die Inflationsentwicklung erlaubt.

Staatsanleihen: In kritischer Phase

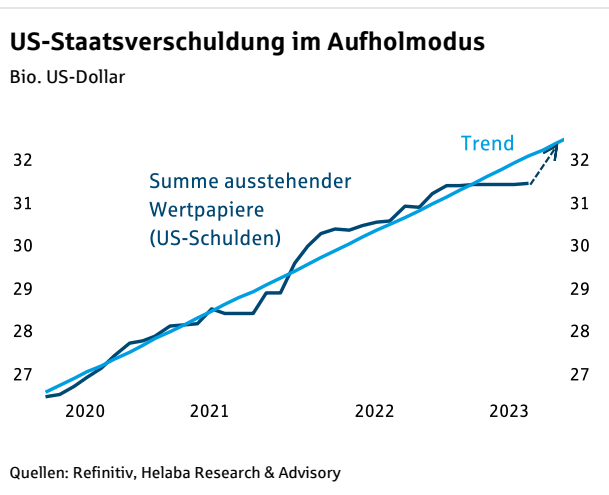


- Schnell wieder wachsende US-Staatsverschuldung als Risiko für US-Treasuries
- Unsicherheit über Leitzinsgipfel belastet Anleihemärkte beiderseits des Atlantiks
- Zuletzt erhöhte Inflationserwartungen im Euroraum begrenzen Kursspielraum
- In der zweiten Jahreshälfte sollte sich die Lage tendenziell entspannen
- Die Prognose 10-jähriger Bundesanleihen für das Jahresende liegt bei 2,3 %
- 10-jährige US-Treasuries dürften Ende 2023 bei 3,7 % notieren

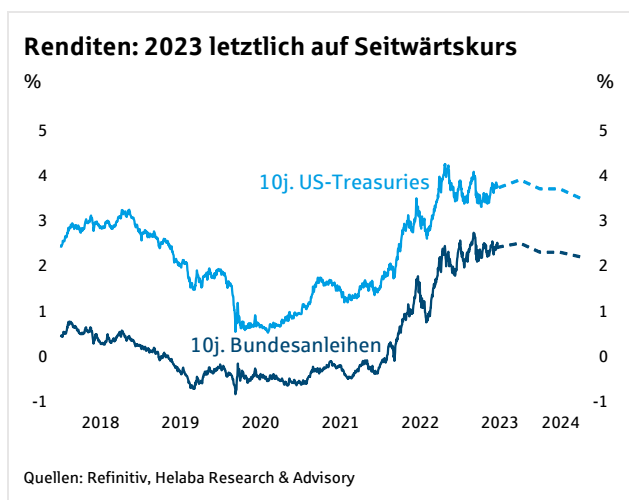
uk/ Die **US-Risikoprämien** sind zwar nach der Einigung im Schuldenstreit wieder deutlich gesunken. Die Rendite 10-jähriger Treasuries verharret jedoch auf einem Niveau von rund 3,75 %. Hierfür sind im Wesentlichen zwei Gründe zu nennen: Die **Zinserwartungen** haben aufgrund der starken Arbeitsmarktdaten nach oben gedreht und die US-Notenbank dürfte die Zinsen erneut anheben.

Nach der fiskalpolitisch erzwungenen Schuldenbremse seit November 2022 gibt es nun einen enormen **Aufholprozess** mit entsprechend erhöhten Marktrisiken.

Die Lücke zwischen der Trendverschuldung und der Seitwärtsbewegung ist bis Ende Mai auf über 600 Mrd. US-Dollar gewachsen. Sollte sich das Trendwachstum fortsetzen, kämen bis Ende des Jahres weitere 1,1 Billionen an Schulden hinzu. Immerhin sind die aktuellen Renditeniveaus relativ attraktiv, was Investoren anlockt. Zweijährige US-Staatsanleihen notieren bei rund 4,75 %. Dies spricht ebenso wie die **inverse US-Zinsstrukturkurve** gegen einen weiteren deutlichen Renditeanstieg.



Auch bei den Bundesanleihen sieht es nach der Ankündigung einer **weiteren Zinserhöhung** durch die EZB wenig entspannt aus. Die Rendite 2-jähriger Bundesanleihen liegt rund 40 Basispunkte über dem Niveau von Anfang Juni, die 10-jähriger Bunds immerhin noch rund 20 Basispunkte. Damit hat sich die Inversion der Zinsstrukturkurve weiter verstärkt. Der 10/2-Spread erreichte mit -80 Basispunkten ein neues zyklisches Tief. Gleichzeitig stiegen die Inflationserwartungen zuletzt wieder an. Der 5Y5Y Inflation Forward liegt nach einer kurzen Entspannungsphase wieder über 2,5 %.



Für eine Entwarnung ist es freilich zu früh. Der **Abbau der Wertpapierbestände** bei den Notenbanken bei gleichzeitig relativ hoher staatlicher Emissionstätigkeit mahnt zur Vorsicht. Im Zuge rückläufiger Inflationsraten bzw. sinkender Inflationserwartungen ist jedoch im Verlauf der zweiten Jahreshälfte mit einem vorsichtigen Agieren der Notenbanken zu rechnen. Damit steigt die Wahrscheinlichkeit für eine **ruhigere Phase** an den Rentenmärkten. Für Ende 2023 erwarten wir Renditen für 10-jährige Bundesanleihen im Bereich von 2,3 %. Ihr US-Pendant dürfte bei etwa 3,7 % notieren.

%	aktuell*	Q3/23	Q4/23	Q1/24	Q2/24
10j. Bundesanl.	2,44	2,50	2,30	2,30	2,20
10j. US-Treasuries	3,72	3,90	3,70	3,70	3,50

* 21.06.2023

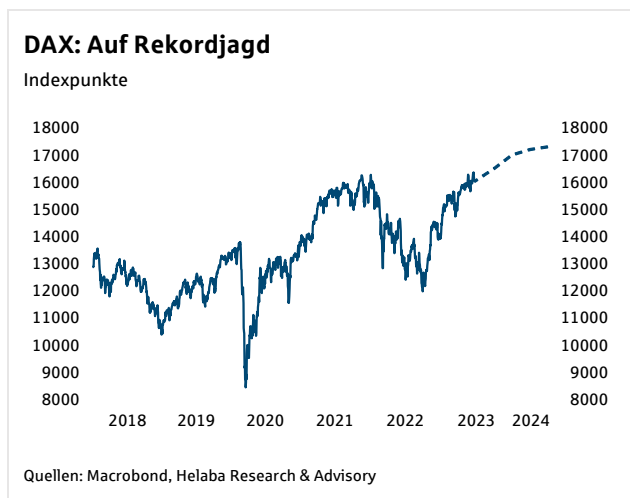
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Aktien: Gipfel noch nicht erreicht



- Die Rally an den Aktienmärkten hält an. Nikkei 225 auf der Überholspur, DAX mit Allzeithoch
- Euro-Aktien sind im internationalen Vergleich am niedrigsten bewertet
- Positiver Trend bei den Gewinnrevisionen hat sich zuletzt fortgesetzt
- Bei den Konjunkturerwartungen scheint der Abwärtstrend der vergangenen Monate gestoppt
- Der hartnäckige Pessimismus der Anleger spricht im Sinne der Kontraindikation für Aktien
- Auf Sicht der kommenden Monate erwarten wir leicht steigende Notierungen

mr/ Aktien rund um den Globus setzten ihre Rally fort. Zwar konnte der DAX erneut ein Allzeithoch markieren. Im Vormonatsvergleich hinken die bislang sehr dynamischen europäischen Blue-Chips den US-Pendants hinterher. In den letzten Wochen machte aber vor allem ein Index von sich reden, der von vielen Marktteilnehmern schon abgeschrieben war: Der japanische Nikkei 225. Auch wenn die alten Höchststände noch immer nicht erreicht wurden,



konnte er in den letzten Wochen doch an den meisten etablierten Aktienindizes vorbeiziehen und den höchsten Indexwert seit 33 Jahren markieren.

Zwar haben sich die konjunkturellen Frühindikatoren in Japan zuletzt aufgehellt und ebenso wie die lockere Geldpolitik die Aktienmarkterholung untermauert. Dennoch scheint die jüngste Outperformance japanischer Titel eher ein Branchenthema zu sein. Die Rally im Technologiesektor und damit verbundenen Bereichen wie Automation und Roboter schlagen hier positiv zu Buche.

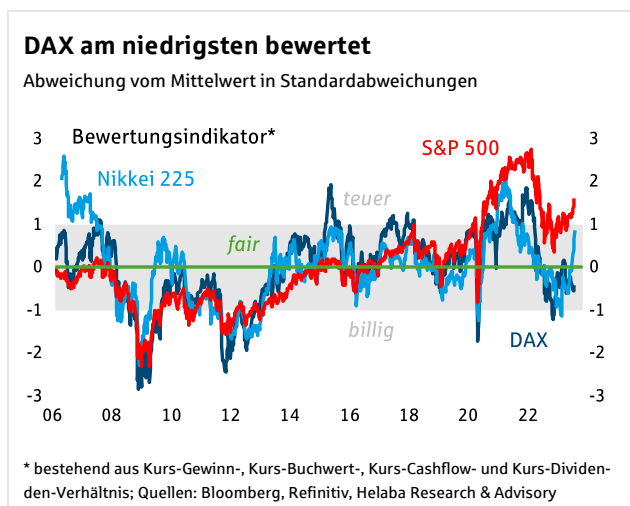
Hierzulande hat sich der Rückgang der Konjunkturerwartungen zuletzt zumindest verlangsamt. Positiv für Aktien ist, dass die Gewinnschätzungen für die kom-

menen zwölf Monate trotz des schwierigen Umfelds und geldpolitischen Gegenwinds mehrheitlich nach oben revidiert werden. Ähnliches gilt für den US-Aktienmarkt.

Indexpunkte	aktuell*	Q3/23	Q4/23	Q1/24	Q2/24
DAX	16.023	16.500	17.000	17.200	17.300
Euro Stoxx 50	4.323	4.500	4.600	4.650	4.700
S&P 500	4.366	4.500	4.600	4.630	4.650

*21.06.2023
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Schaut man sich die Bewertungssituation im Vergleich zu DAX und dem S&P 500 an, so zeigt sich, dass der Nikkei 225 inzwischen natürlich kein Schnäppchen mehr ist. Er bewegt sich aber auf Basis wichtiger Bewertungskennziffern (Kurs-Gewinn-, Kurs-Buchwert-, Kurs-Cashflow- und Kurs-Dividenden-Verhältnis) noch innerhalb des fairen Bereiches, während der S&P 500 bereits wieder leicht überbewertet ist. Wir haben unsere Prognosen für den Nikkei 225 und dem S&P 500 entsprechend angepasst. Auch wenn aus unserer Sicht das Ende der Fahnenstange noch nicht erreicht ist, wird die Luft gerade bei diesen beiden Indizes jedoch zunehmend dünner.

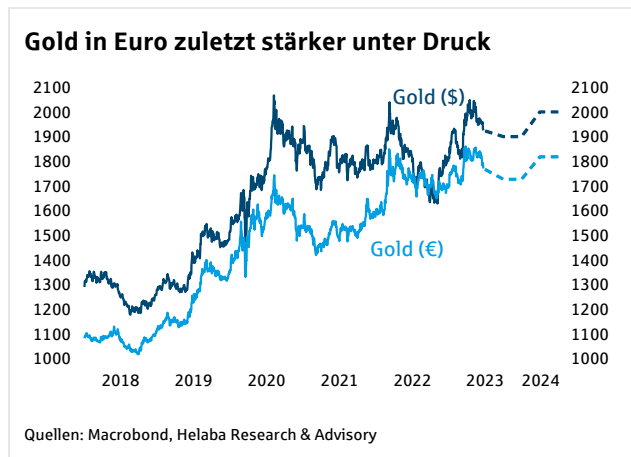


Allerdings spricht der hartnäckige Pessimismus der Anleger, der gerade hierzulande besonders ausgeprägt ist, im Sinne der Kontraindikation dafür, dass die Rally an den Aktienmärkten noch nicht auf der Zielgeraden ist. Vielmehr dürfte ein allmähliches Ende der Zinserhöhungen sowie die Aussicht auf eine wirtschaftliche Belebung in der zweiten Jahreshälfte noch einmal Breite in die Aufwärtsbewegung bringen.

Gold: Geldpolitische Enttäuschungen



- Gold ist nach den jüngsten geldpolitischen Entscheidungen unter Druck geraten
- Fed und EZB setzen ihren aktuellen Kurs fort
- Laufender Straffungszyklus der Fed dürfte aber in diesem Jahr beendet werden
- Dollarstärke ist ein Belastungsfaktor für Gold in Eurorechnung



cw/ Goldanleger hatten sich zu früh gefreut. Die Fed erklärte ihren **Straffungszyklus** nicht für beendet, trotz der jüngsten Zinspause. Vielmehr stellte sie mindestens noch eine weitere Anhebung in Aussicht. Damit sind **Zinssenkungen** in diesem Jahr endgültig vom Tisch, wovon das Edelmetall zuvor stark profitiert hatte. Umgekehrt hält sich aber die Enttäuschung der Marktteilnehmer in Grenzen. So ist das Ende des laufenden **Zinszyklus** schließlich absehbar. Deshalb bewegt sich der Preis für **Gold** in einer Seitwärtsbewegung zwischen 1.930 und 1.985 US-Dollar je Feinunze. Eine größere Korrektur ist damit ausgeblieben. Gleichzeitig hat der US-Dollar aufgewertet, was das Edelmetall zusätzlich unter Druck setzte. Deshalb fallen die Verluste in **Eurorechnung** höher aus. Hier verlor Gold

im Monatsvergleich über 2 %. In den kommenden Wochen dürfte es an maßgeblichen Impulsen fehlen, Gold dürfte abseits von safe haven-Käufen weiter in Richtung 1.900 USD/Unze nachgeben.

Preis / Feinunze	aktuell*	Q3/23	Q4/23	Q1/24	Q2/24
Gold in Euro	1.759	1.727	1.727	1.818	1.818
Gold in US-Dollar	1.933	1.900	1.900	2.000	2.000

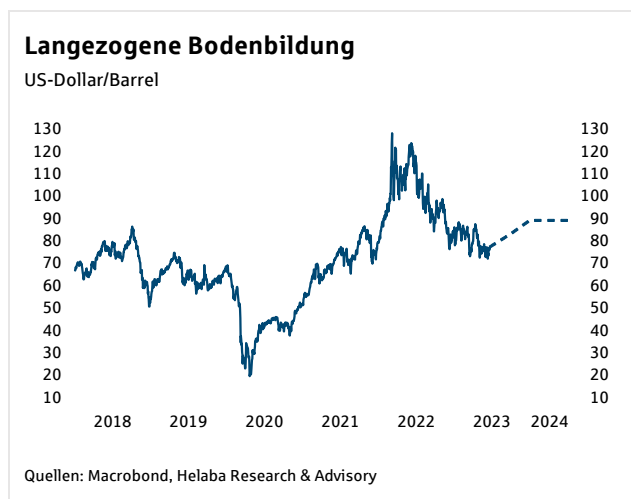
* 21.06.2023 Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Rohöl: Wenig Bewegung vor Fördermengenkürzung durch Saudi-Arabien



- OPEC+-Treffen Anfang Juni endet mit Verlängerung der April-Kürzung bis Ende 2024
- Saudi-Arabien reduziert zudem die Förderung für den Monat Juli um 1 Mio. Barrel pro Tag
- Ölpreise wegen der Sorgen um die konjunkturelle Entwicklung aber auf tiefen Niveaus seitwärts
- Seit 2020 stark rückläufige Spekulation auf steigende Kurse

ru/ Angebotsbeschränkungen der **OPEC+** haben zuletzt nicht gegenüber den bestehenden konjunkturellen Sorgen die Oberhand gewinnen können. Schon der Preissprung, nachdem die OPEC+ im April für dieses Jahr geringere



Fördermengen bekanntgegeben hatte, war nur vorübergehend. Auch in diesem Monat fiel die Unterstützung für die Rohölnotierungen schwach aus, obwohl die April-Kürzungen auf 2024 ausgeweitet wurden und Saudi-Arabien zudem im Juli 1 Mio. Barrel/Tag weniger produzieren will. Die Sorgen vor einer weiteren **Ab-schwächung** der weltwirtschaftlichen **Dynamik** lasten auf den Preisen. Zudem sind die Netto-Long-Positionierungen laut CFTC-Daten auf das tiefste Niveau seit 2015 gefallen. Dies mahnt zur Vorsicht. Ein Sentimentwechsel bei den spekulativen Marktteilnehmern könnte den Ölpreisen in den kommenden Monaten Unterstützung liefern, sodass wir am Szenario einer Bodenbildung festhalten.

Preis / Barrel	aktuell*	Q3/23	Q4/23	Q1/24	Q2/24
Rohöl Brent	77	83	89	89	89

* 21.06.2023 Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

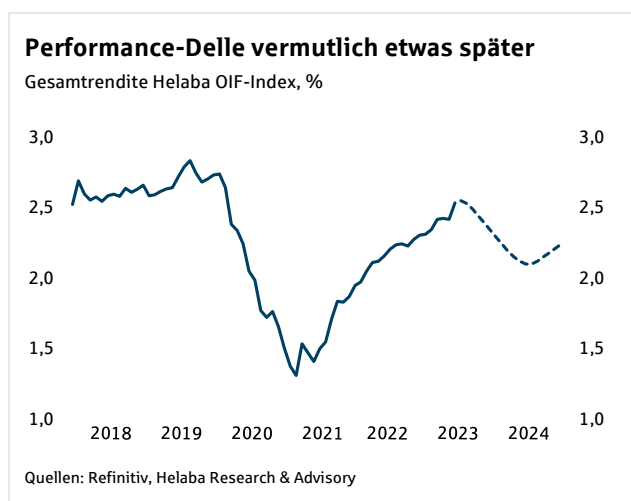
Immobilien: Offene Fonds überraschend stabil



- Jahresperformance offener Immobilienfonds zuletzt robust bei 2,5 %
- Mittelzuflüsse nehmen im Trend ab, Januar-April rund 60 % unter Vorjahreszeitraum
- Wertänderungsrendite sinkt, da Zeit der Aufwertungen in den Portfolien erstmal vorbei ist
- Liquiditätsrendite offener Fonds profitiert dagegen von steigenden Zinsen
- Höhere Mietrendite stabilisiert Fondsperformance dank häufig indexierter Mietverträge
- Renditeprognose für OIF angepasst – Performance-Delle verschiebt sich ins Jahr 2024 hinein

smi/ Der Zinsschock belastet die Immobilienwirtschaft und hat zu einem Einbruch bei den Transaktionen geführt. Unterschiedliche Preisindikatoren deuten darauf hin, dass die Immobilienpreise unter Druck geraten sind. Daher scheint es auf den ersten Blick überraschend, dass die **Performance offener Immobilienfonds (OIF)** bis zuletzt

nicht nachgegeben hat. Gemessen am „Helaba OIF-Index“ lag die Jahresrendite zuletzt unverändert bei 2,5 %. Der Index bildet die durchschnittliche Wertentwicklung von neun großen Immobilienpublikumsfonds der vier führenden Anbieter ab.



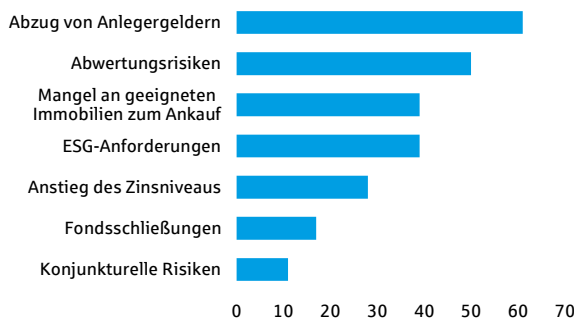
Da die relative Attraktivität der Fonds nachgelassen hat – die Performance entspricht derzeit etwa der Rendite 10-jähriger Bundesanleihen – sind die **Nettomittelzuflüsse** im Trend gesunken. Sie lagen nach Angaben der Deutschen Bundesbank im April bei 235 Mio. Euro und in den ersten vier Monaten des Jahres mit rund 1,1 Mrd. 60 % unter dem Vorjahreszeitraum. In einer aktuellen Umfrage von Scope Fund Analysis unter den Asset Managern wurde der Abzug von Anlagegeldern am häufigsten als Risikofaktor genannt.

Zur Erklärung, warum sich die offenen Fonds bislang so stabil verhalten, ist es hilfreich, die einzelnen Komponenten der Performance zu betrachten. Denn nicht nur die **Wertänderungsrendite** bestimmt die Entwicklung der Fondsanteile. Zwar ist die Zeit der teils hohen Aufwertungen in den Portfolien erst einmal vorbei und es dürfte vermehrt zu Abwertungen im Bestand kommen. Diese gehen durch die (nicht kontinuierliche) Bewertung der Gebäude durch Sachverständige aber oft erst zeitverzögert in die Fondsrendite ein. Dagegen hat sich die **Mietrendite** in Zeiten hoher Inflation dank häufig indexierter Verträge deutlich verbessert. Auch die **Liquiditätsrendite** sollte wieder günstiger ausfallen. Hier war es bei einigen Fonds zu erheblichen Kursverlusten bei festverzinslicher Wertpapiere gekommen, die sich wohl nicht wiederholen werden.

Vor dem Hintergrund der erwarteten Abwertungen passen wir unsere **Renditeprognose** für die offenen Immobilienfonds an. Weiterhin ist mit einem modera-

Veränderte Einschätzung der Risiken

Umfrage unter Fondsmanagern, Häufigste Nennungen* in %



*Mehrfachnennungen möglich

Quellen: Scope Fund Analysis, Juni 2023, Helaba Research & Advisory

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

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

ten Rückgang der durchschnittlichen Performance in Richtung 2 % zu rechnen, der aber etwas später einsetzt. Im Verlauf des kommenden Jahres dürfte die Performance-Delle allmählich überwunden werden, so dass die Rendite gegen Jahresende wieder zunimmt.

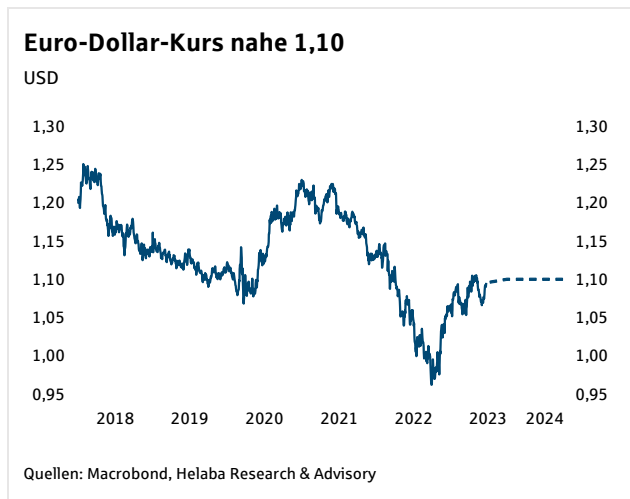
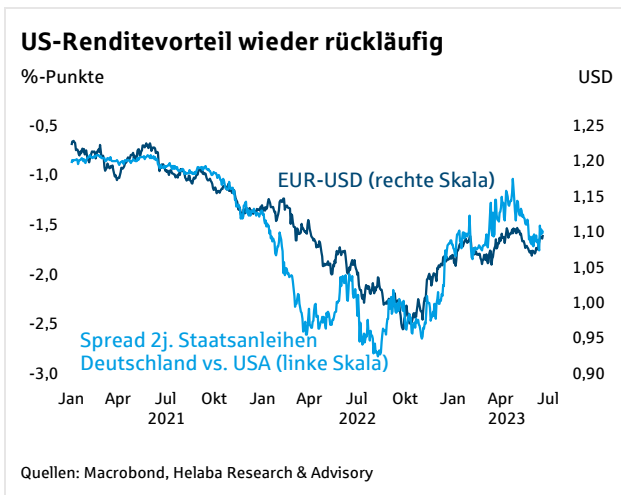
Devisen: Sommerpause



- Euro-Dollar-Kurs näherte sich wieder Marke von 1,10 auch wegen höherer Risikoneigung
- Trotz avisiertem weiteren Fed-Schritt verringerte sich US-Renditevorteil gegenüber Euro
- Künftig abwartende Haltung der Notenbanken deutet auf stabilen Euro-Dollar-Kurs
- Britisches Pfund profitierte von restriktiverer Bank of England, wobei Potenzial fast ausgereizt ist
- Schweizer Franken hält sich erstaunlich robust, wenngleich weitere Verluste drohen
- Japanischer Yen unter Druck – Kurswechsel der Bank of Japan könnte aber stützen

ca/ Der **US-Dollar** zählte in den letzten Wochen insgesamt zu den Verlierern. So näherte sich der Euro-Dollar-Kurs wieder der Marke von 1,10 an. Dabei neigte die US-Währung zunächst sogar noch zur Stärke. Die überzogenen Zinssenkungserwartungen an den Geldmärkten wurden ausgepreist und der Schuldenstreit im Kongress wurde beigelegt. Auch von den kriselnden Regionalbanken blieben neue Hiobsbotschaften aus. Allerdings untermauerten auch andere Notenbanken, dass sie ihre Geldpolitik weiter straffen. Zudem hat eine **zunehmende Risikoneigung** den sicheren Anlagehafen Dollar eher belastet.

Die US-Konjunkturdaten zeigten zuletzt ein gemischtes Bild. Der befürchtete Einbruch ist bislang ausgeblieben. Allerdings deuten manche Indikatoren auf ein schwächeres zweites Halbjahr. Dennoch wird die Fed nach der Pause wohl noch einmal ihren Leitzins anheben. Die Spekulationen über Zinssenkungen haben sich erst einmal in die Ferne verschoben. Gleichwohl ist im Vergleich zu anderen Notenbanken die Fed in ihrem Erhöhungszyklus schon weiter vorangeschritten und wird diesen, wenn auch etwas später als erwartet, wohl noch im Sommer beenden. Andere Währungen hätten seitens der Geldpolitik noch etwas mehr Nachholpotenzial und genau dies war zuletzt zu erkennen. Entsprechend ist der **US-Renditevorteil** gegenüber dem Euro und auch anderen Währungen jüngst **geschrumpft**.



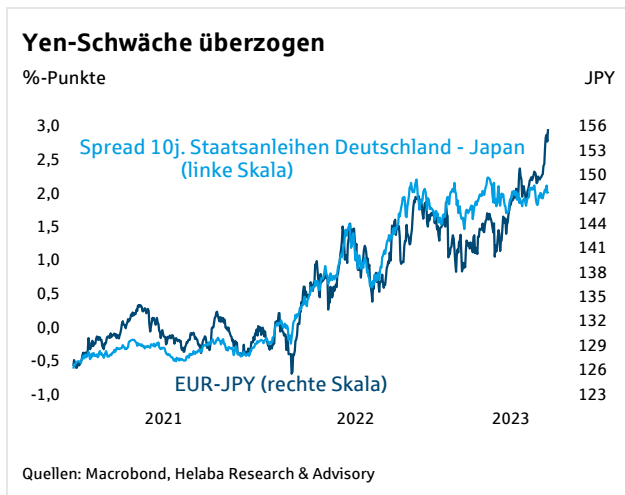
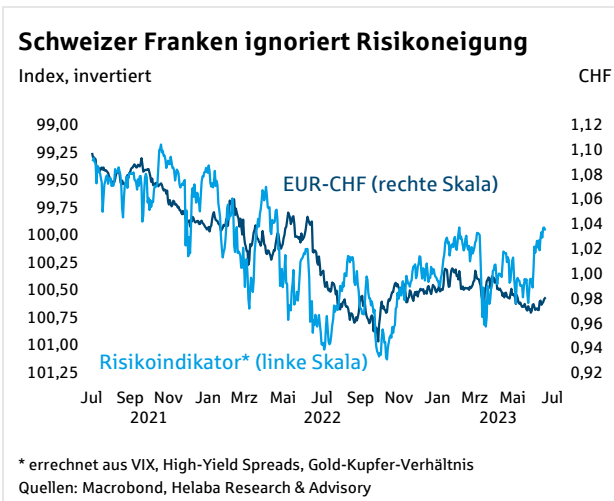
In der Eurozone war die Konjunkturlage zwar zuletzt wackliger, was kurzzeitige Rückschläge für die Gemeinschaftswährungen ermöglichen könnte. Während die Wachstumszahlen mehr für den Dollar sprachen, sollte sich das Blatt im weiteren Jahresverlauf zu Gunsten des Euro wenden. Schließlich dürfte sich die Euro-Konjunktur allmählich fangen. Hinsichtlich des **EZB-Straffungskurses** ist jedoch mittlerweile auch **einiges schon vorweggenommen** worden. Dies dämpft das Anstiegspotenzial für den Euro-Dollar-Kurs. Eine höhere Risikoneigung an den Finanzmärkten hilft grundsätzlich mehr dem Euro. Eine kurzzeitige Stimmungseintrübung zu Gunsten des Dollar ist jedoch möglich, selbst wenn die mittleren Aussichten freundlich sind.

Da die Notenbanken auf der Zielgeraden sind und dann in den Wartemodus wechseln, sollte der Einfluss der Geldpolitik allmählich nachlassen. In einem dann ruhigeren Fahrwasser dürfte sich der **Euro-Dollar-Kurs** in den nächsten Monaten **um 1,10** einpendeln. Spannender würden erst Kurswechsel in Richtung Zinssenkungen werden, was sich aber zunächst noch nicht abzeichnet. Daher könnte der Euro-Dollar-Kurs gewissermaßen in eine Sommerpause gehen, wenngleich der Devisenmarkt durchaus für Überraschungen gut ist.

Das **Britische Pfund** konnte gegenüber dem Euro und noch mehr gegenüber dem US-Dollar aufwerten. Die britische Wirtschaft stagniert zwar nur, übertrifft damit aber die negativen Erwartungen aus den Vormonaten. Auch die Inflation überraschte zuletzt nach oben, was wiederum die Notenbank unter Druck setzt. Die Bank of England, die ihre Zinserhöhungen eigentlich schon aussetzen wollte, wird nach ihrer jüngsten Anhebung um 50 Basispunkte auf 5,0 % noch weiter straffen. Damit dürfte sie ihren Leitzins noch mehr als Fed oder EZB anheben. Entsprechend bewegten sich die **Zinsdifferenzen zugunsten der britischen Währung**. Die Zinserwartungen sind womöglich sogar zu weit gegangen, so dass das Aufwertungspotenzial begrenzt ist. Ein Euro-Pfund-Kurs von 0,85 scheint angemessen, zumal das Niveau aus längerfristiger Perspektive ebenfalls „fair“ wirkt. Der Pfund-Dollar-Kurs von 1,28 besitzt damit nur geringfügiges Anstiegspotenzial.

Der **Schweizer Franken** verlor gegenüber dem Euro geringfügig. Dabei sollte in dem allgemein positiven Kapitalmarktumfeld der sichere Anlagehafen kaum gefragt sein. Aber nicht zum ersten Mal hat der Euro-Franken-Kurs dieses Signal überwiegend ignoriert.

Die Geldpolitik ist ein anderer wichtiger Faktor für den Wechselkurs. Nach der EZB erhöhte auch die Schweizer Notenbank (SNB) ihren Leitzins um 25 Basispunkte auf 1,75 %. Ein wenig könnte sie durchaus noch nachlegen. Das Schweizer Wachstum ist zwar mäßig, aber immerhin positiv. Allerdings reduziert die moderate Inflation von nur 2,2 % den Bedarf an einer weiteren Straffung. Ebenso wenig spricht dies für SNB-Interventionen zugunsten der eigenen Währung. Die Zinsdifferenzen gegenüber dem Euro deuten bereits klar auf einen schwächeren Franken. Der **Euro-Franken-Kurs** dürfte daher **mittelfristig wieder über die Parität** steigen, wenngleich später als bislang erwartet.



durchaus Bedarf für eine straffere bzw. nicht ganz so expansive Geldpolitik. Laut Notenbankchef Ueda würde eine etwaige Anpassung der Zinskurve eher überraschend kommen, also ohne klare Ankündigung. Wir gehen davon aus, dass die Obergrenze des Zielbands für zehnjährige Staatsanleihen von 0,5 % im zweiten Halbjahr angehoben wird. Der Yen dürfte davon profitieren, zumal schon die **bisherigen Renditedifferenzen das Ausmaß der jüngsten Abwertung nicht rechtfertigen**. Japans Währung wird vermutlich gegenüber Euro und US-Dollar aufwerten.

Der **Japanische Yen** war in den letzten Wochen die schwächste unter den Währungen der Industrieländer und gab insbesondere gegenüber dem Euro nach. Schon kamen Spekulationen über Devisenmarktinterventionen auf. Einmal mehr resultierten die Verluste aus den geldpolitischen Erwartungen. Während Fed und EZB wohl noch Zinsschritte vornehmen werden, **scheut die Bank of Japan** nach wie vor **eine geldpolitische Wende**. Auch auf ihrer jüngsten Sitzung fehlten klare Signale, die auf Leitzinserhöhungen bzw. eine Anpassung der Zinskurvensteuerung hindeuten.

Die japanische Wirtschaft wächst recht solide, im ersten Quartal legte sie sogar kräftig zu. Die Inflation hat zwar in der Gesamtrate ihren Zenit überschritten, jedoch kletterten die Kernraten weiter. Daher besteht

gg. Euro	aktuell*	Q3/23	Q4/23	Q1/24	Q2/24
US-Dollar	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10
Jap. Yen	156	148	145	142	142
Brit. Pfund	0,86	0,85	0,85	0,85	0,85
Schw. Franken	0,98	1,00	1,02	1,03	1,05

* 21.06.2023
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory



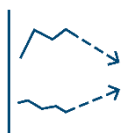
Prognosetabelle BIP und Inflation

	Bruttoinlandsprodukt				Verbraucherpreise			
	reale Veränderung gg. Vorjahr, %				Veränderung gg. Vorjahr, %			
	2021	2022	2023p	2024p	2021	2022	2023p	2024p
Eurozone	5,3	3,5	0,7	1,5	2,6	8,4	5,7	3,3
Deutschland	2,6	1,9	-0,1	1,5	3,1	6,9	6,0	3,5
Frankreich	6,4	2,5	0,8	1,5	2,1	5,9	5,5	3,0
Italien	7,0	3,8	1,4	1,7	1,9	8,7	6,6	3,5
Spanien	5,5	5,5	2,1	2,0	3,0	8,3	3,5	3,3
Niederlande	4,9	4,5	0,8	1,6	2,8	11,6	6,0	4,0
Österreich	4,7	4,9	0,7	1,5	2,8	8,6	7,6	3,0
Schweden	5,9	2,9	0,5	1,0	2,2	8,4	8,5	3,3
Polen	6,8	5,4	1,5	2,2	5,1	14,4	12,6	5,5
Tschechien	3,5	2,5	0,2	2,4	3,8	15,1	11,0	2,5
Ungarn	7,2	4,6	0,2	3,4	5,1	14,5	17,6	4,5
Großbritannien	7,6	4,1	0,3	1,2	2,6	9,1	7,0	3,7
Schweiz	3,9	2,0	1,0	1,5	0,6	2,8	2,5	1,5
USA	5,9	2,1	1,3	1,0	4,7	8,0	4,3	3,0
Japan	2,2	1,0	1,0	1,0	-0,2	2,5	2,7	1,3
Asien ohne Japan	7,1	3,7	5,0	4,8	2,4	3,7	2,7	2,6
China	8,4	3,0	5,8	5,0	0,9	1,9	1,4	2,5
Indien*	9,1	7,2	6,0	5,6	5,1	6,7	5,7	4,5
Russland	5,6	-2,1	-2,0	2,2	6,7	13,7	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	3,0	2,6	2,9	3,7	7,0	5,1	3,5

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, Refinitiv, Helaba Research & Advisory



Kapitalmarktprognosen

	Veränderung seit ...		aktueller Stand**	Helaba-Prognosen			
	31.12.2022	Vormonat*		Q3/2023	Q4/2023	Q1/2024	Q2/2024
Zinsen	Basispunkte		%				
EZB Refi-Satz	150	25	4,00	4,25	4,25	4,25	4,25
EZB Einlagenzins	150	25	3,50	3,75	3,75	3,75	3,75
Tagesgeldsatz €STR	151	25	3,40	3,75	3,75	3,75	3,75
3M Euribor	144	11	3,57	3,75	3,75	3,65	3,50
6M Euribor	119	12	3,89	3,85	3,80	3,70	3,55
2j. Bundesanleihen	37	23	3,13	3,00	2,80	2,60	2,50
5j. Bundesanleihen	-2	3	2,56	2,60	2,40	2,35	2,30
10j. Bundesanleihen	-14	-9	2,44	2,50	2,30	2,30	2,20
2j. Swapsatz	42	12	3,81	3,70	3,50	3,20	3,00
5j. Swapsatz	0	-2	3,24	3,30	3,10	3,00	2,90
10j. Swapsatz	-17	-13	3,04	3,15	3,00	3,00	2,85
20j. Swapsatz	-8	-19	2,85	3,05	2,90	2,90	2,75
30j. Swapsatz	6	-16	2,59	2,75	2,70	2,70	2,60
Fed Funds Target Rate	75	0	5,13	5,38	5,38	5,13	4,88
10j. US-Treasuries	-16	-10	3,72	3,90	3,70	3,70	3,50
Aktien	Landeswährung, %						
DAX	15,1	1,5	16.023	16.500	17.000	17.200	17.300
Euro Stoxx 50	13,9	1,2	4.323	4.500	4.600	4.650	4.700
Dow Jones	2,4	3,6	33.952	35.000	35.500	35.880	36.250
S&P 500	13,7	5,2	4.366	4.500	4.600	4.630	4.650
Nikkei 225	28,7	9,0	33.575	34.000	35.000	35.300	35.500
Gold und Brentöl	%						
Gold €/Unze	3,2	-2,8	1.759	1.727	1.727	1.818	1.818
Gold \$/Unze	6,0	-0,5	1.933	1.900	1.900	2.000	2.000
Brentöl \$/Barrel	-10,2	1,1	77	83	89	89	89
Devisen	jeweils gg. Euro, %		jeweils gg. Euro				
US-Dollar	-2,6	-2,4	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10
Japanischer Yen	-9,9	-3,7	156	148	145	142	142
Britisches Pfund	2,9	1,2	0,86	0,85	0,85	0,85	0,85
Schweizer Franken	0,8	-1,0	0,98	1,00	1,02	1,03	1,05

* 25.05.2023 ** 21.06.2023

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 Mitropoulos
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/>