



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

Editorial: Menschliche Intelligenz noch gefragt



gt/ Vor ein paar Tagen schenkte mir mein Mann ein Gedicht. Ich war beeindruckt. Dies war nach mehr als 30 gemeinsamen Jahren das erste Mal. Er gestand mir aber auch zugleich, dass er die lyrischen Worte nicht selbst geschrieben hatte. Ein paar persönliche Hinweise und schon hatte ChatGPT einen wunderschönen Text gezaubert.

Dies inspirierte mich, ebenfalls die Fähigkeiten dieser KI zu erforschen. Jedoch nicht das Interesse an dichterischen Versen trieb mich, sondern die Frage, wie sich die aktuelle konjunkturelle Situation in Deutschland gestaltet. Mit Spannung wartete ich auf das Ergebnis – aber es kam nichts. Lediglich der Hinweis, dass mir das Programm nicht weiterhelfen könne und ich auf die Seiten des Statistischen Bundesamtes gehen solle. Was schließe ich daraus? Zumindest bis dato werden unsere Analysen und insbesondere Prognosen weiterhin gebraucht!

Hier nun unsere wichtigsten Aussagen: Die globale Industriekonjunktur schwächelt, in China ist die Binnenwirtschaft angeschlagen, die USA zeigen sich immer noch überraschend stark, während Deutschland nicht aus der Rezession herauszukommen scheint. Die Inflation ist auf dem Rückzug, in den USA ist der Verbraucherpreisanstieg bereits auf 3 % gefallen. In Deutschland vollzieht sich dieser Prozess langsamer, in den nächsten Monaten wird es hier ebenfalls eine Entspannung geben.

Die Notenbanken sind noch im Zinserhöhungszyklus. Die negativen Effekte werden aber dies- und jenseits des Atlantiks immer offensichtlicher. Weitere Zinsschritte im Juli sind ziemlich sicher, zusätzliche Zinserhöhungen darüber hinaus weniger wahrscheinlich. Die Notenbanken laufen jetzt schon Gefahr, zu restriktiv zu werden.

Wir, das Team Research & Advisory, werden weiterhin intensiv die Konjunktur und die Kapitalmärkte analysieren sowie deren Perspektiven für Sie aufzeigen – zumindest so lange, wie wir nicht durch Künstliche Intelligenz ersetzt werden.

Ihre

Dr. Gertrud R. Traud

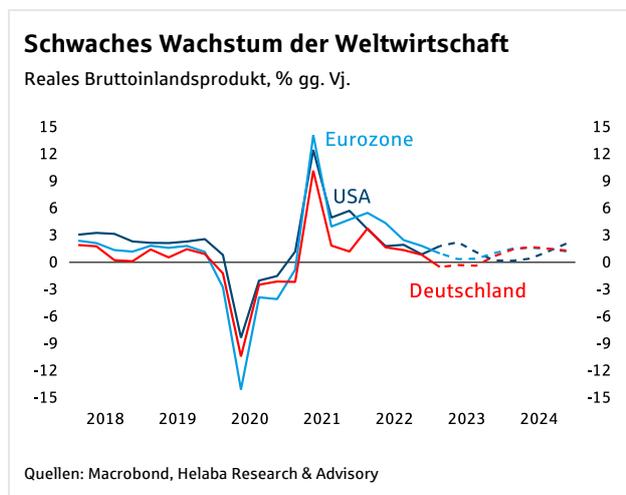
Chefvolkswirtin/Head of Research & Advisory

Konjunktur: Hoffnung auf niedrigere Inflation ohne Wachstumseinbruch



- Schafft die Weltwirtschaft diesmal eine Disinflation ohne schwere Rezession?
- Lage in den USA weiter unklar: Industrie schwächelt, Dienstleistungen bleiben robust
- Deutsche Konjunktur trübt sich ein, Aufträge im Verarbeitenden Gewerbe gehen zurück
- Konsum durch immer noch sinkende Realeinkommen belastet, Besserung ab zweiter Jahreshälfte
- Deutschland zuletzt mit etwas höherer Inflation, Abwärtstrend aber intakt
- In den USA überraschte die Inflation im Juni positiv, die Kernrate gibt weiter nach

pf/ Die **globale Industriekonjunktur** ist aktuell angeschlagen. Ob wir bereits nahe des Tiefpunktes sind oder ein weiteres Abtauchen bevorsteht, bleibt offen. Die Datenlage ist durchwachsen und regional unterschiedlich. Die weltweiten Lieferengpässe haben sich deutlich entspannt, die **Energiepreise** sind seit 2022 spürbar gefallen. Aber angesichts nach wie vor zu hoher Inflation straffen wichtige Notenbanken die Geldpolitik immer weiter.



China fällt dabei derzeit aus dem Rahmen und durch eine überraschende Schwäche auf, denn hier kommt zu anämischer Auslandsnachfrage noch eine enttäuschende Binnennachfrage, unter der insbesondere der Dienstleistungssektor leidet. Die jüngsten Wachstumswahlen machen eine Anpassung unserer Prognose für 2023 erforderlich: Statt mit 5,8 % wird China wohl nur um 5,3 % wachsen – selbst wenn die erwartete Belebung im zweiten Halbjahr kommt.

In den **USA** stehen die Wachstumswahlen für das zweite Quartal noch aus, aber es zeichnet sich ein Plus in der Nähe des Trends von knapp 2 % ab. Obwohl eine graduelle konjunkturelle Abkühlung erkennbar ist, bleibt der Arbeitsmarkt angespannt. Der vom Zins-

anstieg gebeutelte Wohnungsmarkt könnte sogar schon einen Boden bilden. Damit ist weiter unentschieden, ob die US-Konjunktur an einer Rezession vorbeischludern kann. Wir rechnen unverändert mit einer milden Kontraktion im zweiten Halbjahr und werden unsere Prognosen (1,3 % für 2023 und 1 % für 2024) nach der Veröffentlichung der Q2-Daten Ende Juli überprüfen.

smü/ Die jüngsten deutschen **Konjunkturindikatoren** sind erneut schlecht ausgefallen: Das ifo Geschäftsklima war nach sechs Anstiegen in Folge im Juni zum zweiten Mal rückläufig und die Vorzeichen für das zweite Quartal sind nicht besonders gut. Ein nicht unwahrscheinlicher dritter Rückgang würde eine Trendwende signalisieren. 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 dritten Quartal dürfte sich die deutsche Konjunktur bei niedrigeren Inflationsraten etwas beleben. Die **Risiken** für unsere Prognose von kalenderbereinigt -0,1 % in diesem Jahr **sind aber gestiegen**. Für 2024 sollte das erwartete Wachstum von 1,5 % erreicht werden können. Wir überprüfen unsere Prognose am 28. Juli mit der Bekanntgabe der Ergebnisse für das zweite Quartal.

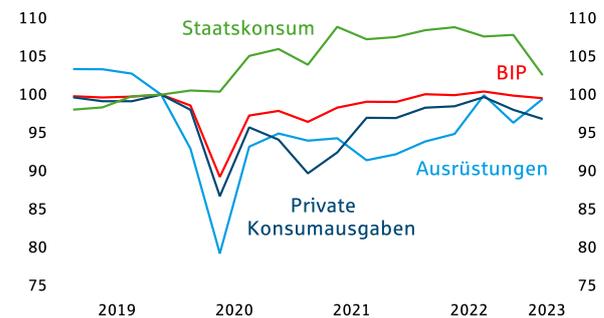
Die **privaten Konsumausgaben** sind im ersten Quartal 2023 zum zweiten Mal in Folge deutlich gesunken. Zwar wird sich der Verbrauch dank rückläufiger Inflationsraten im zweiten Halbjahr erholen. Durch die höheren Lohnsteigerungen steigen dann auch die realen Einkommen der privaten Haushalte. Die Beschäftigung hat zuletzt allerdings nicht mehr zugenommen. In der Summe dürften die Haushalte 2023 real schätzungsweise 1 % weniger ausgeben. In nominaler Rechnung werden die verfügbaren Einkommen voraussichtlich schwächer zulegen als die Inflation mit jahresdurchschnittlich 6 %. Die Sparquote hat das Vorkrisenniveau wieder erreicht und dürfte 2023 leicht auf knapp 11 % sinken.

Die **Ausrüstungsinvestitionen** sind im ersten Vierteljahr 2023 mit 3,2 % gegenüber Vorquartal gestiegen. Die wirtschaftliche Unsicherheit bei gleichzeitig gestiegenen Kapitalmarktzinsen werden sich zwar dämpfend auswirken. Die Auftragseingänge für inländische Kapitalgüter haben sich aber zuletzt von niedrigem Niveau etwas erholt. Die Investitionen in Maschinen, Anlagen und Fahrzeuge 2023 dürften mit rund 3 % fast so stark zulegen wie im Jahr zuvor.

Die **Bauinvestitionen** hingegen waren bereits 2022 um 1,8 % gesunken und werden 2023 mit 3 % noch stärker schrumpfen. Gestiegene Baukosten 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. Der Wachstumsbeitrag des Außenhandels war im vergangenen Jahr negativ. Hier ist nun mit einer Verbesserung zu rechnen.

Deutscher Konsum bremst

Reales Bruttoinlandsprodukt und Komponenten, Index: Q4 2019 = 100



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

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	2,5	2,9

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

Wichtige europäische Flächenstaaten sind aktuell dynamischer als Deutschland. **Italien** und **Spanien** profitieren weiter von umfangreichen europäischen Transfers. Zudem ist ihr Anteil des Verarbeitenden Gewerbes, das zurzeit in der Rezession ist, geringer. Deutschland weist zudem hier strukturelle Schwächen auf.

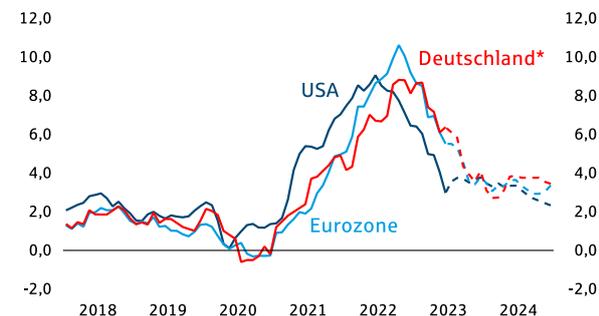
Die deutsche **Inflationsrate** stieg im Juni leicht auf 6,4 % (Mai: 6,1 %), während sie in der Eurozone auf 5,5 % (Mai: 6,1 %) zurückging. Ursachen für die gegensätzliche Entwicklung waren das 9-Euro-Ticket und der Tankrabatt in Deutschland, die vor einem Jahr das Preisniveau gesenkt hatten. Der Abwärtstrend der Inflationsraten wird in den nächsten Monaten auch hierzulande wiederaufgenommen werden. Haushaltsenergie blieb bis in den Spätsommer 2022 hinein sehr teuer. Entsprechend niedrig sind hier die Vorjahresveränderungen. Hinzu kommt die

Trendwende bei Nahrungsmitteln. Bei einzelnen Dienstleistungen sind hingegen weiter hohe Preiserhöhungen auch aufgrund zunehmend überwältigter Lohnkosten an der Tagesordnung. Die Kernraten dürften deswegen weniger dynamisch zurückkommen.

Jenseits des Atlantiks haben die Verbraucherpreise im Juni positiv überrascht. Die Gesamtteuerung fiel in den **USA** stärker als prognostiziert auf 3 %. Auch die Kernrate blieb mit 4,8 % unter den Erwartungen. Letztere dürfte in den kommenden Monaten weiter nachgeben, während Basiseffekte und auslaufende Impulse von den Energiepreisen die Teuerungsraten insgesamt für den Rest des Jahres recht hoch halten werden.

Inflation sinkt im Jahresverlauf 2023 deutlich

Verbraucherpreise, % gg. Vj.



*nationale Berechnungsweise

Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

2024 sollte der **Disinflationsprozess** andauern – im Schnitt rechnen wir für das kommende Jahr mit einem Preisanstieg in den USA um 3 % (auch in der Kernrate), nach 4,3 % (und 4,9 %) in diesem Jahr.

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

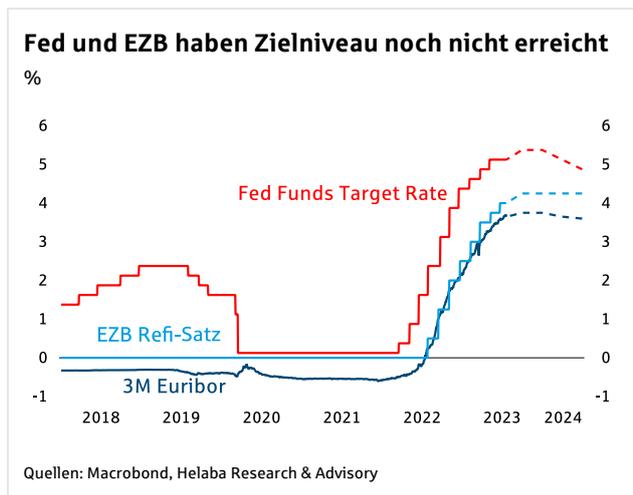
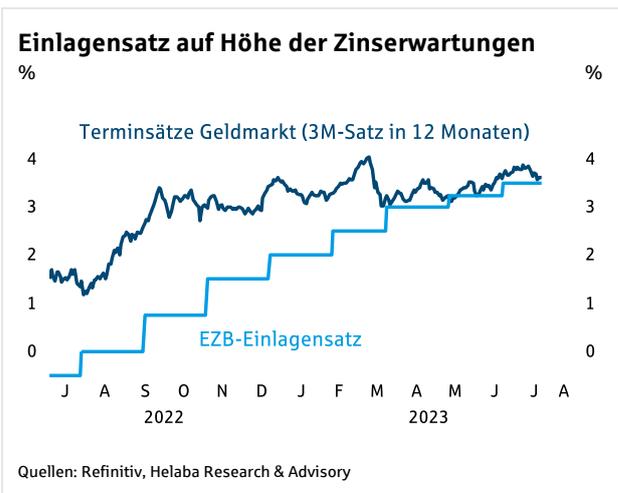
Geldpolitik: Unsicherheit über Wirkung der Straffungen



- EZB steht vor einer weiteren Leitzinserhöhung um 25 Basispunkte
- Wirkung des Straffungskurses gewinnt in der Eurozone an Kraft
- EZB könnte daher früher als erwartet eine geldpolitische Pause einlegen
- US-Notenbank ist mit der Entwicklung der (Kern-)Teuerung noch nicht zufrieden
- Erhöhung der Federal Funds Rate Ende Juli um 25 Basispunkte sehr wahrscheinlich
- Mit 5,25 % bis 5,50 % sollte der Zielkorridor in den USA dann sein Hoch erreicht haben

uk/ Die Äußerungen der EZB-Ratsmitglieder im Vorfeld der Zinsentscheidung am 27. Juli fallen erwartungsgemäß unterschiedlich aus. Kein Zweifel besteht nach der klaren Aussage von EZB-Präsidentin Lagarde an einem **weiteren Zinsschritt um 25 Basispunkte**. Sie betonte, dass die kumulierten Zinserhöhungen von insgesamt 400 Basispunkten noch nicht ihre volle Wirkung entfaltet hätten. Sorge bereitet der EZB vor allem das Szenario weiter deutlich **steigender Löhne** bei gleichzeitig **niedrigem Produktivitätswachstum** in der Eurozone. Doch wie geht es im September weiter? Der italienische Notenbankchef Visco sagte, der **Zinsgipfel** sei nicht mehr weit entfernt.

Die EZB könnte daher früher als erwartet eine Pause einlegen, um die Auswirkungen der geldpolitischen Straffung besser einschätzen zu können. Chefvolkswirt Lane sprach davon, dass sich die volle **Wirkung** erst in den nächsten Jahren zeigen werde. Die durchaus nachvollziehbare **Ungeduld** der Währungshüter hinsichtlich niedrigerer Inflationsraten, auch bei den Kernpreisen, ist verständlich. Allerdings steigt mit jeder Straffung das **Risiko**, über das Ziel hinauszuschießen.



pf/ Nach der Pause im Juni steuert die **Fed** auf ihrer Sitzung am 25./26. Juli auf eine weitere Zinsanhebung zu – wahrscheinlich die letzte in diesem Zyklus. Mit der Erhöhung des Zielkorridors um 25 Basispunkte auf 5,25 % bis 5,50 % hätte die US-Notenbank zwar noch nicht ganz den im Juni von der Mehrzahl der Geldpolitiker erwarteten Gipfel erreicht. Die Daten zeigen, dass die konjunkturelle Dynamik auch zur Jahresmitte noch überraschend hoch bleibt.

Dagegen fielen die **Inflationsdaten** zuletzt aus Sicht der Fed günstig aus. Nun müssen die FOMC-Mitglieder entscheiden, ob sie geduldig genug sind, das restriktive Zinsniveau eine Weile wirken zu lassen. Obwohl die Kernrate in den kommenden Monaten weiter nach-

geben sollte, bleibt sie bis 2024 voraussichtlich ein ganzes Stück von der Preisniveaustabilität entfernt. Letztlich werden daher die „**realwirtschaftlichen**“ **Daten** den Ausschlag geben: Anzeichen der von uns erwarteten Abkühlung in den kommenden Monaten würden die Fed veranlassen, von einer weiteren Straffung abzusehen. Startet die US-Konjunktur hingegen durch, wäre das Ende der Fahnenstange bei den Leitzinsen wohl noch nicht erreicht.

%	aktuell*	Q3/23	Q4/23	Q1/24	Q2/24
3M Euribor	3,65	3,75	3,75	3,65	3,60
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

* 19.07.2023
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Staatsanleihen: Weiter auf Seitwärtskurs

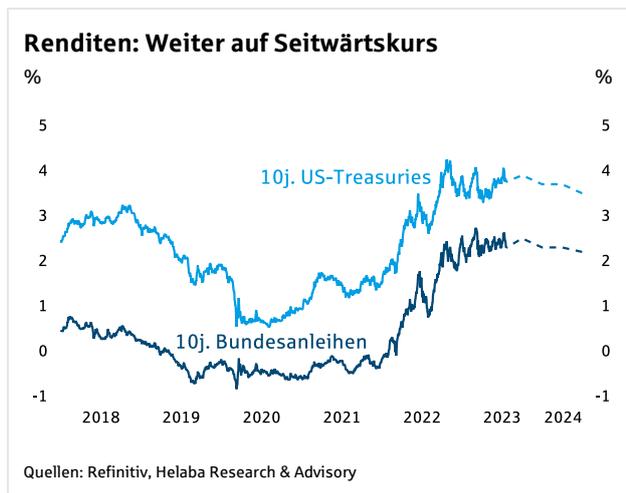


- Bundesanleihen standen zuletzt im Schatten starker US-Renditeschwankungen
- Unsicherheit über Leitzinsgipfel sorgt für erhöhte Volatilität an den Kapitalmärkten
- Intakter Abwärtstrend bei Inflation brachte jedoch Entspannung für Renten
- Risiko hoher US-Schulden in Kombination mit mehr Emissionen und Fed-Bilanzschrumpfung
- Renditeniveaus dürften in der zweiten Jahreshälfte gehalten werden
- Rendite 10-jähriger Bunds zu Jahresende bei 2,3 %, US-Pendant bei 3,7 %

uk/ Die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen war zwischenzeitlich wieder über die **4 %-Marke** geklettert. Die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen stieg im Zuge dessen auf knapp 2,7 %. Die **Nervosität** der Anleger hing vor allem mit der Frage zusammen, wie weit die **Notenbanken** die Leitzinsen noch anheben bzw. wann sie sie wieder lockern werden.

Zuletzt entspannte sich die Lage jedoch spürbar. Auslöser war der **Rückgang der US-Inflationsrate** im Juni von 4 % auf 3 %. Die Rendite 10-jähriger US-Treasuries gab daraufhin auf rund 3,75 % nach. Auch die Bund-Rendite reduzierte sich und rutschte wieder unter die Marke von 2,5 %. Der seit Herbst letzten Jahres bestehende **Seitwärtskanal**, in dem sich beide Benchmark-Anleihen bewegen, wurde damit ein weiteres Mal **bestätigt**.

Ohnehin spricht der weit fortgeschrittene Zinserhöhungszyklus dies- und jenseits des Atlantiks gegen einen deutlichen Renditeanstieg. Eine **inverse US-Zinsstrukturkurve** war in der Vergangenheit ein zuverlässiger Indikator dafür, dass die Renditen auf ihrem Niveau verharren oder sogar tendenziell wieder sinken. Gleichzeitig begrenzt aber unter anderem die **Fiskalpolitik** den Spielraum für einen spürbaren Renditerückgang.



Die Schuldenobergrenze in den USA wurde jüngst angehoben, mit der Folge, dass der **Schuldenstand** innerhalb eines Monats um 868 Mrd. US-Dollar in die Höhe schnellte. Der inzwischen etablierte steilere Aufwärtstrend der Staatsverschuldung in Kombination mit einer Ausweitung der **Anleiheemissionen** sowie der passiven **Bilanzschrumpfung** der Fed stellt eine latente Belastung für den US-Rentenmarkt dar. Die **Risikoaufschläge** für US-Staatsanleihen sind nach der Einigung im Schuldenstreit zwar wieder gesunken, der seit dem vergangenen Jahr zu beobachtende Aufwärtstrend bei den Kreditausfallprämien ist aber noch intakt.

Während die Anleger kurzfristig ein **höheres Zinsniveau eingepreist** haben – wie der tendenzielle Anstieg der Rendite zweijähriger Bundesanleihen zeigt – scheinen sie mittel- bis langfristig auf eine erfolgreiche Geldpolitik zu setzen, was die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen relativ **stabil** hält. Zwischenzeitlich war der Abstand auf fast einen Prozentpunkt gewachsen. Für Ende 2023 erwarten wir Renditen für 10-jährige Bundesanleihen im **Bereich um 2,3 %**.

%	aktuell*	Q3/23	Q4/23	Q1/24	Q2/24
10j. Bundesanl.	2,44	2,50	2,30	2,30	2,20
10j. US-Treasuries	3,75	3,90	3,70	3,70	3,50

* 19.07.2023 Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Aktien: Anstieg wird beschwerlicher

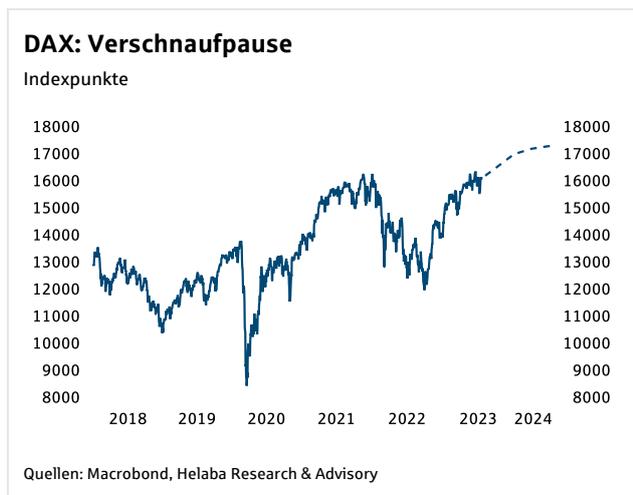


- US-Aktienindizes legten zuletzt weiter zu, während DAX und Nikkei 225 konsolidierten
- Euro-Aktien sind im internationalen Vergleich nach wie vor am attraktivsten bewertet
- Konjunkturelle Frühindikatoren befinden sich noch immer auf Bodensuche
- Inflation entspannt sich, Zinserhöhungsängste bilden sich zurück
- Deutsche Anleger weiterhin pessimistisch und in Aktien unterinvestiert
- Auf Sicht der kommenden Monate erwarten wir eine Fortsetzung der Rally

mr/ Bei den international führenden Aktienindizes war zuletzt eine divergierende Entwicklung zu beobachten: Während DAX, EURO STOXX 50 und Nikkei 225 konsolidierten, legte der S&P 500 deutlich zu und zog in der Jahrsperformance am DAX vorbei. Fundamental Rückenwind für US-Titel lieferte ein im Vergleich zum Euroraum

günstigerer Datenmix. So überwogen bei den **US-Konjunkturdaten** zuletzt die positiven Überraschungen. Gleichzeitig fielen die **Inflationsdaten** niedriger aus als befürchtet. Damit haben sich auch die **Zinserhöhungsängste** zurückgebildet. Hierzulande gehen die Inflationsraten zwar ebenfalls zurück, gleichzeitig überraschen die Konjunkturdaten noch immer mehrheitlich negativ.

Auch bei den Schätzungen für die **Unternehmensgewinne** war zuletzt eine divergierende Entwicklung zu beobachten: Während beim S&P 500 derzeit die Aufwärtsrevisionen überwiegen, sind beim DAX wieder die Abwärtsrevisionen in der Überzahl.

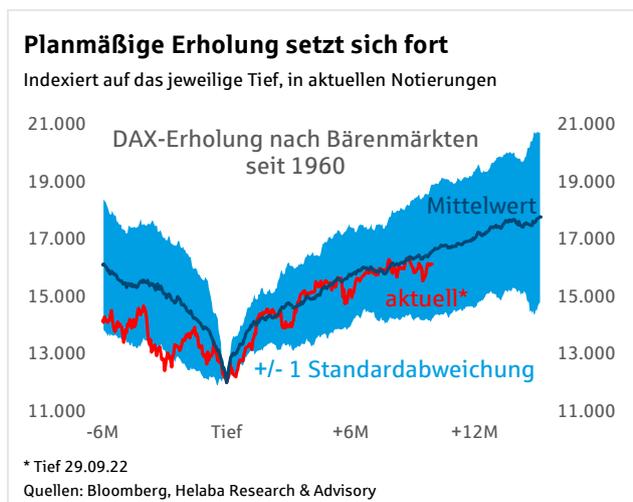


Da der **DAX** im internationalen Vergleich mit Abstand am **niedrigsten bewertet** ist, besteht hier ein gewisser Puffer. Dagegen ist für die hoch bewerteten US-Titel eine Verbesserung der Gewinnperspektiven dringend geboten. Positive Signale kommen von der in den USA bereits angelaufenen Berichtssaison über das zweite Quartal. Mehr als 80 % der S&P 500-Unternehmen konnten bislang die Erwartungen übertreffen. Hierzulande müssen sich

Indexpunkte	aktuell*	Q3/23	Q4/23	Q1/24	Q2/24
DAX	16.109	16.500	17.000	17.200	17.300
Euro Stoxx 50	4.362	4.500	4.600	4.650	4.700
S&P 500	4.566	4.500	4.600	4.630	4.650

* 19.07.2023
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

die Investoren noch etwas gedulden, bis vergleichbare Daten vorliegen.



Insgesamt zeigt sich, dass der einfache Teil der Hausse mit dynamischen Kuranstiegen offensichtlich vorbei ist. Die Kursentwicklung differenziert sich aus. Auch die Argumente für und gegen Aktien sind dies- und jenseits des Atlantiks durchaus unterschiedlich. Dennoch bleibt unter dem Strich weiterhin ein **klares Votum für Aktien** bestehen. Hierzulande sind es insbesondere die niedrige Bewertung und der ausgeprägte Pessimismus der Anleger, der im Sinne der Kontraindikation für eine Fortsetzung der Rally spricht. Diese orientiert sich bislang sehr eng am historischen Muster. In den USA scheint dagegen der Zinsgipfel in greifbarer Nähe und die sich verbessernden

Gewinnperspektiven relativieren die schon hohe Bewertung. Auch wenn die Kurszuwächse im zweiten Halbjahr vermutlich hinter denen der ersten sechs Monate zurückbleiben dürften, spricht derzeit vieles dafür, die Gewinne einfach laufen zu lassen.

Gold: Nachlassende Inflation vertreibt Zinssorgen



- Gold profitierte vom jüngsten Rückgang der US-Inflation
- Opportunitätskosten für das zinslose Gold weiterhin entscheidender Preisfaktor
- Dollarschwäche sorgt allerdings für Verluste in Eurorechnung
- Unsicherheit um Zinspause oder Zinsgipfel wird zunächst anhalten



cw/ Gold erfährt Auftrieb durch den **Rückgang der US-Inflation** auf 3 %, da der geldpolitische Handlungsdruck geringer geworden ist. Das Edelmetall konnte sich wieder um 1.960 US-Dollar je Feinunze festigen, nachdem der Preis zuvor aufgrund von **Zinssorgen** unter 1.900 gefallen war. Auf Monatssicht bleibt ein Plus von über 1 %. Trüber sieht dagegen die Entwicklung in Eurorechnung mit einem Verlust von gut 2 % aus. Hier erweist sich die Stärke der Gemeinschaftswährung als Belastung. Das zinslose Gold steht weiter unter dem Eindruck seiner **Opportunitätskosten**. Sofern die Geldpolitik diese in die Höhe treibt, wird Gold anfällig bleiben. Die Unsicherheit, ob die Geldpolitik ihren **Zinsgipfel** erreicht hat oder eine

längere **Zinspause** einlegt, dürfte in den kommenden Wochen anhalten. Für einen geldpolitischen **Befreiungsschlag** aber ist die Konjunktur (noch) zu stark. Deshalb dürfte Gold tendenziell weiter in Richtung 1.900 US-Dollar je Feinunze nachgeben.

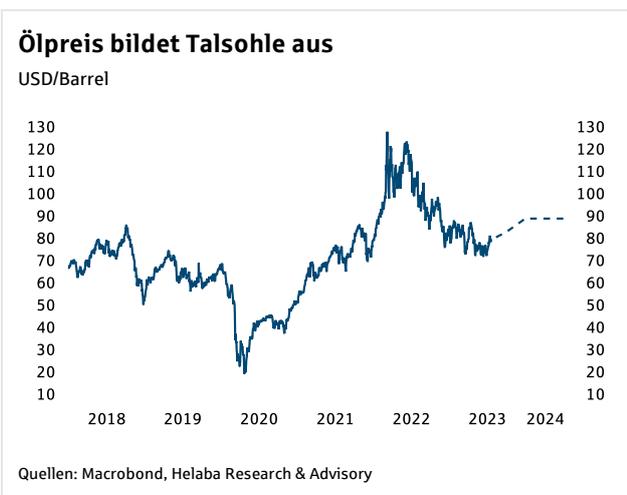
Preis / Feinunze	aktuell*	Q3/23	Q4/23	Q1/24	Q2/24
Gold in Euro	1.765	1.727	1.727	1.818	1.818
Gold in US-Dollar	1.977	1.900	1.900	2.000	2.000

* 19.07.2023 Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Rohöl: Schwacher US-Dollar hilft Ölnotierungen – unter anderem



- Brent-Öl notiert an der 80-US-Dollar-Marke
- Zinserwartungen in den USA geschmälert – US-Dollar belastet
- Ankündigung neuer Produktionskürzungen durch Saudi-Arabien und Russland
- Abbau der strategischen US-Reserven nähert sich dem Ende



ru/ Die Lage an den Rohölmärkten hat sich aufgehellt. Ein Treiber dessen waren niedriger als erwartet ausgefallene US-Inflationszahlen und die **reduzierten Zinserhöhungserwartungen** bezüglich der Fed. Per saldo hat dies den US-Dollar belastet, was den Ölnotierungen einen Schub gab. Dieser wäre aber möglicherweise nicht so kräftig ausgefallen, wenn nicht bereits die Grundlagen für eine Befestigung vorhanden gewesen wären. Anfang des Monats hatte Saudi-Arabien die einseitige **Förderkürzung** im laufenden Monat auf den August ausgeweitet und zudem hat Russland signalisiert, weniger exportieren zu wollen. Seit Kriegsbeginn ist die Datenlage hier aber mit Fragezeichen behaftet. Unstrittig dagegen ist, dass der Abbau der **strategischen US-Reserve** ausläuft und damit ein „Zusatzangebot“ wegfällt.

An der Erwartung, dass die Ölpreise in den kommenden Quartalen langsam, aber sukzessive **steigen**, halten wir fest.

Preis / Barrel	aktuell*	Q3/23	Q4/23	Q1/24	Q2/24
Rohöl Brent	79	83	89	89	89

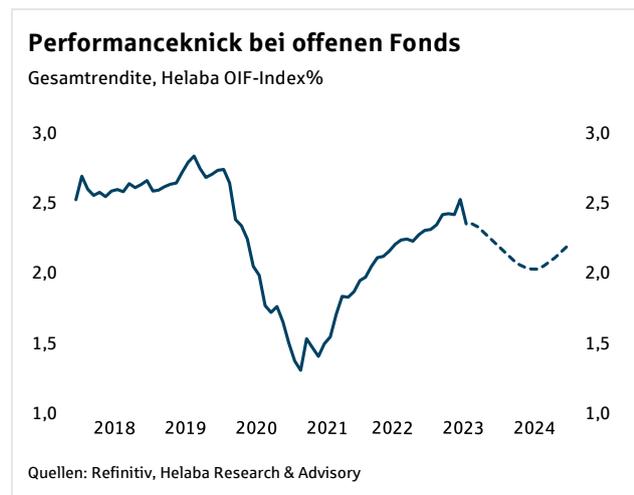
* 19.07.2023 Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Immobilien: Trendwende bei offenen Fonds?



- Jahresperformance offener Immobilienfonds zuletzt mit 2,3 % niedriger als im Vormonat
- Mittelzuflüsse offener Fonds im Mai weitgehend zum Erliegen gekommen (21 Mio. Euro)
- Sinkende Hauspreise in Europa vor allem in Ländern mit zuvor kräftigem Anstieg
- Rückgang der deutschen Hauspreise kommt vermutlich bis Jahresende zum Stillstand
- Steigende Mieten, unverändert hoher Wohnungsbedarf und geringe Bautätigkeit stabilisieren
- Leichte Zuwächse dann im kommenden Jahr wieder wahrscheinlich

smi/ Die Performance **offener Immobilienfonds**, gemessen am „Helaba OIF-Index“, ist zuletzt erstmals seit Beginn der Corona-Pandemie im Jahr 2020 leicht auf 2,3 % gesunken. Der Index, der sich in den vergangenen Monaten überraschend robust gezeigt hatte, bildet die durchschnittliche Wertentwicklung von neun großen Immobilien-



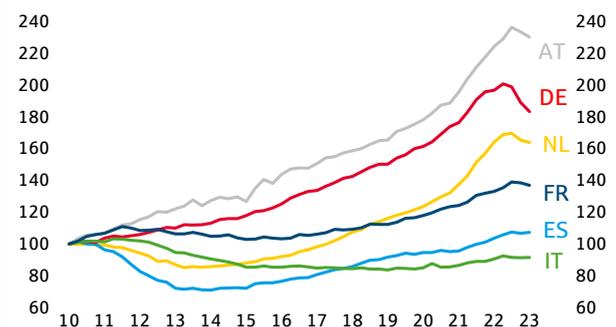
publikumsfonds der vier führenden Anbieter ab. Vermutlich ist es nun doch zu spürbaren **Abwertungen** in den Portfolios einzelner Fonds gekommen, die nicht mehr durch die günstige Mietentwicklung und die inzwischen wieder positive Verzinsung der liquiden Mittel kompensiert werden konnten. Wir bleiben bei unserer Einschätzung einer **überschaubaren Rendite-Delle**, die bis ins kommende Jahr andauern sollte und die durchschnittliche Performance der offenen Immobilienfonds in Richtung 2 % senken dürfte, bevor es dann allmählich wieder aufwärtsgeht.

Auch beim **Nettomittelaufkommen** zeichnet sich eine Trendwende ab. Diese sind im Mai mit nur noch 21 Mio. Euro weitgehend zum Erliegen gekommen. Insgesamt lag das Mittelaufkommen im Zeitraum Januar bis Mai mit rund 1,1 Mrd. bereits erheblich unter dem Vorjahreszeitraum (3,1 Mrd. Euro). Dies ist angesichts der gesunkenen relativen Attraktivität gegenüber festverzinslichen Wertpapieren nachvollziehbar.

Nicht nur an den **gewerblichen Immobilienmärkten**, dem Anlageschwerpunkt der offenen Fonds, haben die kräftig gestiegenen Finanzierungszinsen eine Korrektur ausgelöst. Auch die jüngst vom europäischen Statistikamt vorgelegten Daten zur Entwicklung der **Hauspreise in den EU-Ländern** zeigen meistens gen Süden. Dabei fielen die Rückgänge in Deutschland und Österreich stärker aus als beispielsweise in Frankreich, Italien oder Spanien, in denen die Preisentwicklung in den vergangenen Jahren weniger prägnant war.

Europäischer Wohnungsmarkt hat gedreht

Eurostat-Hauspreisindex, Q1 2010 = 100



Bei **deutschen Wohnimmobilien** erwarten wir für die kommenden Quartale weiter rückläufige Preise. Bis Jahresende dürften sich die Vorstellungen von Anbietern und Nachfragern annähern und die Zahl an Transaktionen sollte wieder zulegen. Die Marktteilnehmer werden

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

sich langsam an die höheren Zinsen gewöhnen, zumal das Zinshoch bald erreicht sein sollte. Die unverändert starke Nachfrage nach Wohnraum, weiter steigende Mieten und die schrumpfende Bautätigkeit sprechen dann für eine **Stabilisierung**. Schon im kommenden Jahr könnten die Hauspreise vermutlich wieder leicht zulegen.

Devisen: Dollar-Schwäche wirkt etwas überzogen

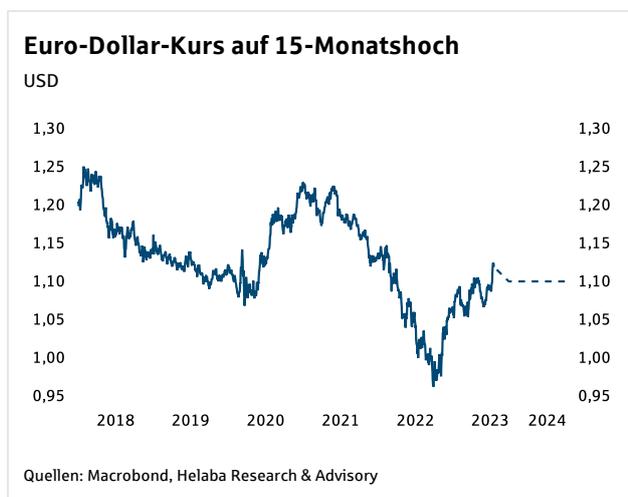
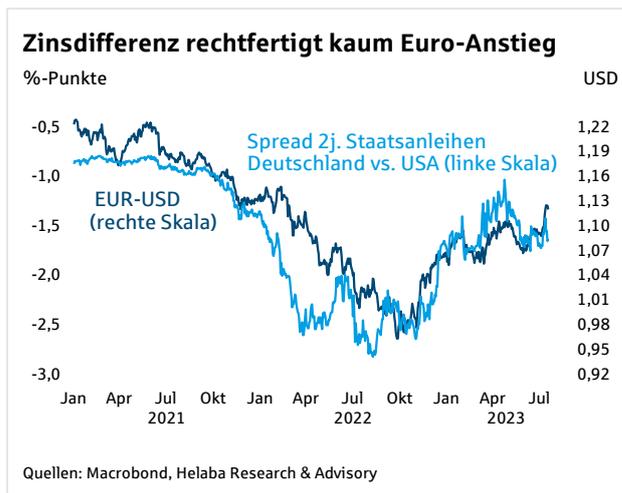


- US-Dollar wertete trotz überraschend solider US-Konjunktur gegenüber Euro deutlich ab
- US-Zinsvorteil etwas gesunken, spricht aber vorerst kaum für höheren Euro-Dollar-Kurs
- Makroumfeld sollte US-Währung stabilisieren, Euro-Dollar-Kurs dürfte eher um 1,10 schwanken
- Britisches Pfund profitierte von restriktiver Geldpolitik, auch wenn Potenzial fast ausgereizt ist
- Stärke des Schweizer Franken fehlt fundamentale Unterstützung, Rückschlagrisiken wachsen
- Japanischer Yen setzt zur Erholung an und dürfte mit geldpolitischem Rückenwind weiter zulegen

ca/ Der **US-Dollar** gab zuletzt deutlich nach. Der breite Dollarindex fiel auf ein neues Jahrestief. Spiegelbildlich kletterte der Euro-Dollar-Kurs über 1,12 und damit auf den **höchsten Stand seit März 2022**. Auslöser waren sinkende Inflationszahlen aus den USA, mit denen die Zinserwartungen zurückgingen und die Risikoneigung an den Finanzmärkten zunahm. Per se reagierte der Devisenmarkt damit quasi nach Lehrbuch, denn ein mutmaßlich früheres Ende der Fed-Zinserhöhungen und eine geringere Nachfrage nach Sicherheit belasten den Dollar. Auf den zweiten Blick ist die Lage aber komplexer, denn andere Aspekte sprachen eher für die US-Währung.

Die US-Konjunktur erweist sich zwar nicht als sehr robust, denn es gab durchaus auch Enttäuschungen. Gemessen an der Erwartung eines deutlichen Abschwungs hält sich die Wirtschaft jedoch recht stabil. Dies fällt insbesondere im Vergleich zur Eurozone positiv auf. Dort überraschten die Daten in den letzten Monaten eindeutig negativ, nicht zuletzt in Deutschland. Daher spricht das **konjunkturelle Momentum klar für den Dollar**. Die kurzfristige Wachstumsdynamik kann erfahrungsgemäß schnell wieder drehen. Schließlich erwarten wir nach wie vor für das zweite Halbjahr eine Abschwächung in den USA und eine Aufhellung in der Eurozone. Dennoch bleibt die derzeitige Dollar-Schwäche angesichts der Konjunkturdaten bemerkenswert.

Die Teuerung liegt in den USA niedriger als in der Eurozone, was für ein schnelleres Ende der Fed-Zinserhöhungen spricht. In den Kernraten ist der Unterschied jedoch relativ gering. Die US-Notenbank wird ihren Leitzins vermutlich nur noch einmal anheben. Allerdings dürfte die EZB angesichts der Konjunktursorgen auch nicht viel mehr als noch einen Zinsschritt vorneh-



men. Der **US-Renditevorteil** gegenüber der Eurozone ist daher **nur geringfügig zurückgegangen** und sogar noch höher als vor einigen Monaten. Damit wird die jüngste Euro-Stärke auch nicht von der Zinsentwicklung komplett gerechtfertigt.

Die Dollar-Schwäche ist daher mit Vorsicht zu genießen, selbst wenn die höhere Risikoneigung an den Finanzmärkten zurzeit dem Euro hilft. Seitens der **Markttechnik** ist der Euro-Dollar-Kurs zwar kurzfristig überkauft, jedoch besteht nach Überwindung des gut halbjährigen Seitwärtsbands die Chance, dass sich die Gewinne ausweiten. Aus der kürzeren fundamentalen Perspektive mag das kaum gerechtfertigt sein. Auf längere Sicht gibt es aber durchaus Argumente dafür, wie die Kaufkraftparität oder auch mögliche Zinssenkun-

gen der Fed 2024. Insgesamt bestehen also **Chancen und Risiken beim Euro-Dollar-Kurs**. Wir halten an unserer Jahresendprognose von 1,10 fest. Kurse um 1,15 sehen wir nachhaltig erst im kommenden Jahr.

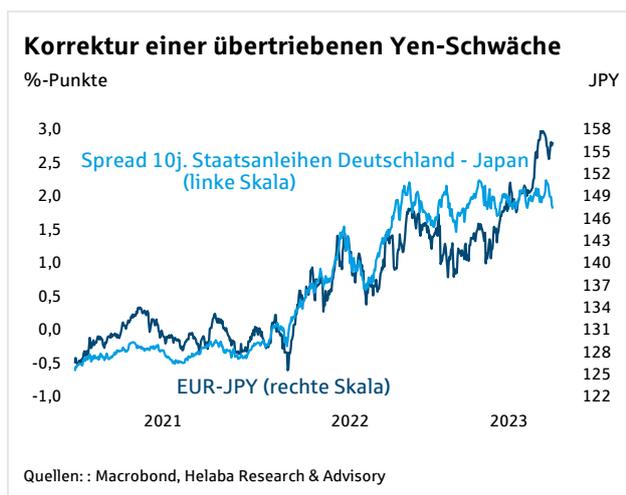
Das **Britische Pfund** legte gegenüber dem Euro nur temporär zu. Die britische Wirtschaft tut sich zwar schwer, kann aber wohl eine Schrumpfung vermeiden. Die Inflation fällt trotz eines Rückgangs zu hoch aus, zumal die Löhne recht kräftig wachsen. Dies setzt die Bank of England unter Druck, ihre Geldpolitik immer weiter zu straffen. An den Terminmärkten wurden zeitweise Zinssätze von weit über 6 % gehandelt. Demzufolge, wenn auch nicht in dem Ausmaß, hat sich der britische Renditevorteil gegenüber dem Euro ausgeweitet. Gemessen daran wertete das Pfund zu wenig auf.

Sollte die **Bank of England** aber tatsächlich ihren Leitzins derart anheben, wäre das vermutlich zu viel des Guten, denn dann würde die britische Konjunktur doch stärker leiden. Vermutlich wird die Notenbank daher etwas zögerlich vorgehen. Da das Pfund den höheren Zinsvorteil nur teilweise nachvollzogen hat, würde dies der Währung kaum schaden. Der Euro-Pfund-Kurs dürfte um 0,85 schwanken und der Pfund-Dollar-Kurs dann um 1,30 notieren.



Der **Schweizer Franken** tendierte einmal mehr zur Stärke. Der Euro-Franken-Kurs rutschte zeitweise auf ein mehrmonatiges Tief unter 0,97. Der Dollar-Franken fiel sogar auf den tiefsten Kurs seit 2015. Trotz mancher Schwankungen ist die Risikobereitschaft an den Märkten allgemein erhöht. Daher sollte ein sicherer Anlagehafen wie der Franken eigentlich nicht gefragt sein. Die Schweizer Konjunktur zeigte sich zuletzt ähnlich wacklig wie in der Eurozone. Die Inflation fiel in der Schweiz sowohl insgesamt als auch in der Kernrate unter 2 %. Die Notenbank wird nach ihrer Zinsanhebung auf 1,75 % vermutlich noch einen kleinen Schritt nachlegen, dann aber pausieren. Daher sollte der Renditevorteil des Euro gegenüber dem Franken hoch bleiben.

Offen ist, inwiefern die SNB zugunsten der eigenen Währung interveniert, also Reserven abgebaut hat. Der Bestand ist nun auf Vor-Corona-Niveau gefallen. Ein weiterer Abbau ist möglich, aber aus geldpolitischer Sicht kaum erforderlich. Wir betrachten die Franken-Stärke daher mit Skepsis und rechnen bis Jahresende wieder mit einem **Euro-Franken-Kurs über der Parität**.



Zielband für zehnjährige Renditen nach oben ausweiten. Davon sollte der Yen deutlich profitieren, schließlich würde sich dann der Renditenachteil verringern. So könnte der Dollar-Yen-Kurs in Richtung 130 fallen und der Euro-Yen-Kurs bis Jahresende auf 145 zurückgehen.

Der **Japanische Yen** scheint sich von seiner mehrmonatigen Durststrecke zu erholen: Der Dollar-Yen-Kurs kletterte zunächst auf ein Jahreshoch von 145, fiel aber im Anschluss wieder unter 140. Auch gegenüber dem Euro verbuchte Japans Währung leichte Gewinne. Zeitweise sprach die Zinsentwicklung gegen den Yen, da sich dessen Renditenachteil gegenüber Euro und Dollar leicht ausweitete. Die Bank of Japan hält im Gegensatz zu Fed und EZB ihren Leitzins weiter niedrig. Allerdings war die jüngste Yen-Schwäche selbst gemessen an den Renditespreads etwas überzogen und wird daher wohl korrigiert.

Auch darüber hinaus besteht Potenzial für den Yen. Japans Notenbank könnte angesichts erhöhter Inflationsraten allmählich doch reagieren und zumindest ihr

gg. Euro	aktuell*	Q3/23	Q4/23	Q1/24	Q2/24
US-Dollar	1,12	1,10	1,10	1,10	1,10
Jap. Yen	156	148	145	142	142
Brit. Pfund	0,87	0,85	0,85	0,85	0,85
Schw. Franken	0,96	1,00	1,02	1,03	1,05

* 19.07.2023
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	2,3	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	2,4	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	4,7	4,7	2,4	3,7	2,4	2,5
China	8,4	3,0	5,3	5,0	0,9	1,9	1,0	2,2
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	2,5	2,9	3,7	7,0	4,9	3,4

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	0	4,00	4,25	4,25	4,25	4,25
EZB Einlagenzins	150	0	3,50	3,75	3,75	3,75	3,75
Tagesgeldsatz €STR	151	0	3,40	3,75	3,75	3,75	3,75
3M Euribor	151	5	3,65	3,75	3,75	3,65	3,60
6M Euribor	124	3	3,94	3,85	3,80	3,70	3,65
2j. Bundesanleihen	31	-15	3,07	3,00	2,80	2,60	2,50
5j. Bundesanleihen	-6	-13	2,52	2,60	2,40	2,35	2,30
10j. Bundesanleihen	-13	-6	2,44	2,50	2,30	2,30	2,20
2j. Swapsatz	38	-11	3,77	3,70	3,50	3,20	3,00
5j. Swapsatz	-3	-11	3,21	3,30	3,10	3,00	2,95
10j. Swapsatz	-16	-5	3,04	3,15	3,00	3,00	2,85
20j. Swapsatz	-6	-4	2,87	3,05	2,90	2,90	2,75
30j. Swapsatz	7	-2	2,60	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	-13	-5	3,75	3,90	3,70	3,70	3,50
Aktien	Landeswährung, %						
DAX	15,7	0,8	16.109	16.500	17.000	17.200	17.300
Euro Stoxx 50	15,0	1,3	4.362	4.500	4.600	4.650	4.700
Dow Jones	5,8	3,3	35.061	35.000	35.500	35.880	36.250
S&P 500	18,9	4,2	4.566	4.500	4.600	4.630	4.650
Nikkei 225	26,1	-1,1	32.896	34.000	35.000	35.300	35.500
Gold und Brentöl	%						
Gold €/Unze	3,6	1,2	1.765	1.727	1.727	1.818	1.818
Gold \$/Unze	8,4	3,3	1.977	1.900	1.900	2.000	2.000
Brentöl \$/Barrel	-7,5	7,2	79	83	89	89	89
Devisen	jeweils gg. Euro, %		jeweils gg. Euro				
US-Dollar	-4,4	-2,2	1,12	1,10	1,10	1,10	1,10
Japanischer Yen	-10,2	0,2	156	148	145	142	142
Britisches Pfund	2,3	-0,7	0,87	0,85	0,85	0,85	0,85
Schweizer Franken	2,9	1,9	0,96	1,00	1,02	1,03	1,05

* 22.06.2023 ** 19.07.2023

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

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/>