

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

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

Editorial: Zeit für Angebotspolitik



gt/ Schon seit mehreren Jahren hinkt Deutschland der wirtschaftlichen Entwicklung vieler Länder hinterher. Lange interessierte das wenig, vielmehr dominierte die Frage, für was man überhaupt Wachstum brauche. In den letzten Wochen hat sich das komplett gedreht. Selbst die Boulevardpresse diskutiert über den „kranken Mann“ Europas bzw. das Land mit der „roten Laterne“ – und gemeint ist damit Deutschland. Während noch in der Corona-Krise und in der ersten Zeit des Ukraine-Krieges die Grundhaltung „Wir schaffen das“ dominierte, erfasst nun die Angst immer breitere Bevölkerungsschichten. Die politisch Verantwortlichen, die bis vor kurzem wenig bis gar nicht über wirtschaftliche Notwendigkeiten gesprochen haben, übertreffen sich jetzt mit Vorschlägen zu Konjunkturlösungen.

Dies ist m.E. aber der falsche Ansatz. Zwar befindet sich Deutschland in einer konjunkturellen Delle, die voraussichtlich dazu führen wird, dass für das Gesamtjahr eine marginale Minusrate zu erwarten ist. Damit wären wir eines der ganz wenigen Länder in der Welt, die in diesem Jahr kein Wachstum aufweisen würden. Dabei unterstellen wir sogar, dass im zweiten Halbjahr die Dynamik wieder etwas zunimmt. Dafür verantwortlich sind größtenteils die Konsumenten, die bei steigenden Löhnen von den niedrigeren Inflationsraten profitieren, so dass das real verfügbare Einkommen endlich mal wieder steigt.

Die Konjunkturschwäche wird vorübergehen. Was bleibt, sind jedoch die strukturellen Defizite. Notwendig sind Maßnahmen, die die Standortbedingungen verbessern und die Wettbewerbsfähigkeit erhöhen: Bürokratieabbau, der Ausbau der Verkehrs- und digitalen Infrastruktur, die Senkung der Steuerlast für Unternehmen anstelle von wettbewerbsverzerrenden Subventionen sowie Steuersenkungen für private Haushalte, um die Arbeitsaufnahme attraktiver zu gestalten und auch Ältere länger im Berufsleben zu halten. Einwanderung allein wird den demografischen Wandel nicht abfedern können. Innovationen sollten gefördert werden, allerdings technologieoffen. Der Staat sollte das Ziel, aber nicht den Weg vorgeben. Die Unternehmen brauchen mehr Raum für Investitionen und Innovationen. Dies bringt eine Volkswirtschaft mittel- bis langfristig voran.

Es ist Zeit für Angebotspolitik, aber nicht für immer neue Konjunkturpakete.

Ihre

Dr. Gertrud R. Traud

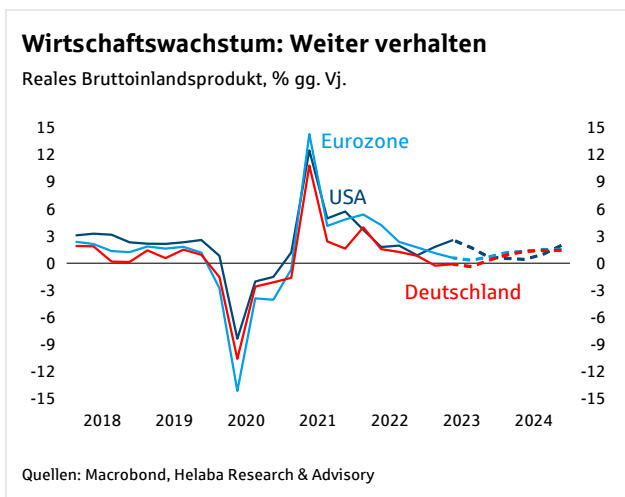
Chefvolkswirtin/Head of Research & Advisory

Konjunktur: Trans-Pazifische Divergenz



- Weltwirtschaft weiter mit geringer Dynamik, Industrie zeigt ausgeprägte Schwäche
- China ist konjunkturell angeschlagen, kräftige Erholung auf kurze Sicht unwahrscheinlich
- USA überraschen hingegen positiv, Rezessionswahrscheinlichkeit ist deutlich gefallen
- Deutsche Konjunktur ohne Impulse, Aufträge im Verarbeitenden Gewerbe schwach
- Höhere Löhne und sinkende Inflationsraten stabilisieren Konsum
- Während Deutschland 2023 leicht schrumpft, wächst die Eurozone

pf/ Obwohl sich in vielen Teilen der Weltwirtschaft Rezessionsorgen bisher als überzogen erwiesen haben, läuft es insbesondere in der Industrie derzeit alles andere als rund. Zuletzt machte vor allem **China** Sorgen. Die Euphorie über das Ende der Null-Covid-Politik war dort nur kurzlebig. Nach einer schnellen Erholung im ersten Quartal verlor die chinesische Wirtschaft an Schwung. Einerseits normalisieren sich die **Exporte** nach ihrem Pandemie-Boom. Andererseits dümpelt die **Binnennachfrage** nicht zuletzt wegen der Probleme im Immobiliensektor. Zunehmende geo- und handelspolitische Spannungen mit vielen Industrieländern belasten zusätzlich die Stimmung. Zwar dürfte Chinas Konjunktur mit Hilfe verstärkter Stimulusanstrengungen der Regierung in den nächsten Quartalen an Fahrt aufnehmen, massive Impulse für den Rest der Weltwirtschaft erwarten wir aber nicht.



Auf der anderen Seite des Pazifiks zeigt sich die **US-Wirtschaft** hingegen erstaunlich robust. Auch im dritten Quartal lassen Anzeichen einer unmittelbar bevorstehenden Rezession auf sich warten. Zwar spricht die erhebliche Straffung der Geldpolitik weiter für eine konjunkturelle Abkühlung. Der Fed könnte es aber erstmals seit Mitte der 1990er Jahre gelingen, wieder den „Heiligen Gral“ der Notenbanken, die **„weiche Landung“ ohne Rezession**, zu erlangen. Wir haben unser bisheriges Rezessions-Szenario daher modifiziert: Zwar erwarten wir ein schwaches zweites Halbjahr, der Anstieg der Arbeitslosenquote dürfte aber gedämpfter ausfallen. Im Jahresschnitt werden die USA

wohl um 1,7 % wachsen (bisher: 1,3 %). Obwohl die Dynamik im Verlauf von 2024 anziehen sollte, bleibt der Jahreswert wegen des mäßigen Starts ins Jahr mit 1 % niedriger als für 2023.

smü/ Die **deutsche Wirtschaft hat** nach ersten Meldungen des Statistischen Bundesamtes **im zweiten Quartal nur stagniert**, nach zwei Rückgängen zuvor. Gleichzeitig wurden Werte für das vierte Quartal 2022 sowie für das erste Vierteljahr 2023 nach oben revidiert. Trotz unserer aufgrund der schwachen Frühindikatoren niedrigeren, aber weiterhin positiven Werte für das laufende Halbjahr kann damit die Prognose für 2023 mit kalenderbereinigt -0,1 % unverändert bleiben. Allerdings sinkt durch die Anpassungen die **Wachstumsprognose für 2024** auf 1,3 % (vorher: 1,5 %). Zu berücksichtigen ist, dass die statistischen Ergebnisse aktuell sehr revisionsanfällig sind. Prognosen sind damit noch unsicherer geworden.

Die **privaten Konsumausgaben** haben sich nach zwei deutlichen Rückgängen im zweiten Quartal immerhin stabilisiert. Zwar wird sich der Verbrauch dank rückläufiger Inflationsraten im zweiten Halbjahr erholen. Durch die höheren Lohnsteigerungen nehmen dann auch die realen Einkommen der privaten Haushalte zu. Die Beschäftigung hat zuletzt allerdings nicht mehr zugenommen. In der Summe dürften die Haushalte 2023 real schätzungsweise mehr als 1 % geringere Ausgaben tätigen. In nominaler Rechnung werden die verfügbaren Einkommen schwächer zulegen als die Inflation mit jahresdurchschnittlich 6 %. Die Sparquote hat das Vorkrisenniveau wieder erreicht und dürfte 2023 leicht auf knapp 11 % (2022: 11,3 %) sinken.

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

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

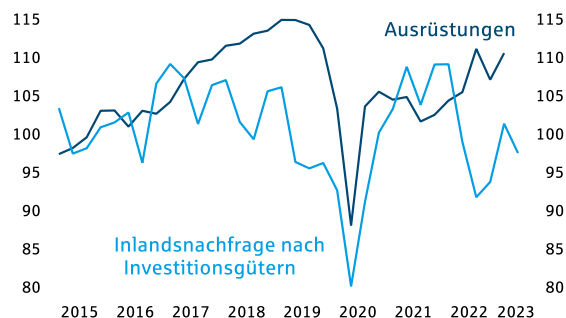
Die **Ausrüstungsinvestitionen** haben sich angesichts der schwachen Industriekonjunktur bislang überraschend stabil entwickelt. Die wirtschaftliche Unsicherheit bei gleichzeitig gestiegenen Kapitalmarktzinsen werden sich allerdings dämpfend auswirken. Die Auftragseingänge für inländische Kapitalgüter sind auf niedrigem Niveau. Die Investitionen in Maschinen, Anlagen und Fahrzeuge werden 2023 bestenfalls leicht zulegen.

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. Die realen Auftragseingänge haben sich 2023 immerhin auf allerdings sehr niedrigem Niveau stabilisiert. Die Wohnungsbaugenehmigungen sind hingegen weiterhin im Abwärtstrend. Dagegen sollten sich die **Exporte** 2023 allmählich erholen. Der Wachstumsbeitrag des Außenhandels war im vergangenen Jahr negativ. Hier ist nun mit einer Verbesserung zu rechnen.

Während Frankreich und Spanien im zweiten Vierteljahr deutlich gewachsen sind, schrumpfte Italiens Wirtschaft um 0,3 % gegenüber dem Vorquartal. Der Außenhandel hat hier nichts zum Wachstum beigetragen. Der Konsum dürfte schwach ausgefallen sein. Die italienische Industrie leidet stärker als in Deutschland. Schwierigkeiten gibt es zudem bei der Verausgabung der Brüsseler Finanzmittel. Auch wenn sich die Verbrauchsausgaben mit dem Rückgang der Inflation im zweiten Halbjahr erholen dürften, haben wir unsere Prognose für Italien für dieses Jahr auf 1,0 % (1,4 %) und für 2024 auf 1,4 % (1,7 %) gesenkt. Für die **Eurozone** ändert sich aufgrund einiger kleiner stark wachsender Länder wie Slowenien 2023 nichts. Für 2024 haben wir die Prognose leicht auf 1,4 % (1,5 %) reduziert.

Schwache Aufträge für Kapitalgüter im Inland

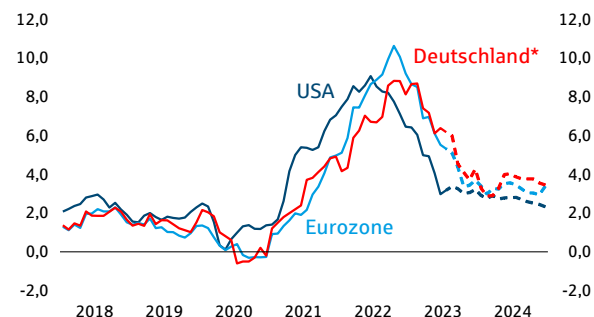
Real, Index: 2015 = 100



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Deutsche Inflation geht 2023 weiter zurück

Verbraucherpreise, % gg. Vj.



*nationale Berechnungsweise

Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Folge auf der unteren Seite überrascht. Dies war ausreichend prägnant, sodass wir unsere Jahresprognosen leicht angepasst haben: Wir rechnen nun mit einem Anstieg der Verbraucherpreise um 4 % im Jahr 2023 (bisher: 4,3 %) und um 2,7 % im kommenden Jahr (bisher: 3 %). Obwohl sich die Gesamtteuerung in den nächsten Monaten wegen Basis-Effekten vor allem von der Energieseite bei gut 3 % zunächst seitwärts bewegen sollte, erwarten wir bei der Kernrate ohne Energie und Nahrungsmittel (Juli: 4,7 %) bis zum Jahresende einen andauernden Rückgang von insgesamt rund einem Prozentpunkt.

Die deutsche **Inflationsrate** sank im Juli leicht auf 6,2 % (Juni: 6,4 %) und in der Eurozone auf 5,3 % (Juni: 5,5 %). Der Abwärtstrend wird sich in den nächsten Monaten fortsetzen. Allerdings sind zuletzt die Sprit- und Heizölpreise deutlich gestiegen. Bei einzelnen Dienstleistungen sind zudem weiterhin hohe Preissteigerungen auch aufgrund zunehmend überwältigter Lohnkosten an der Tagesordnung. Die Kernraten dürften deswegen weniger dynamisch zurückkommen.

Die **US-Teuerung** hat im Juli den zweiten Monat in

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	4,0	2,7

p=Prognose, *nationale Abgrenzung

Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

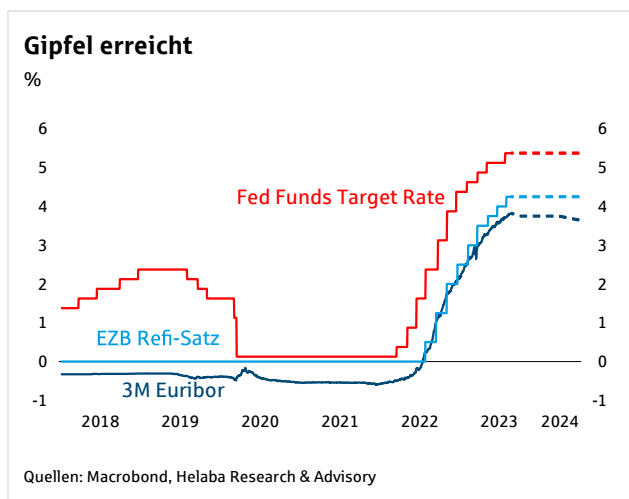
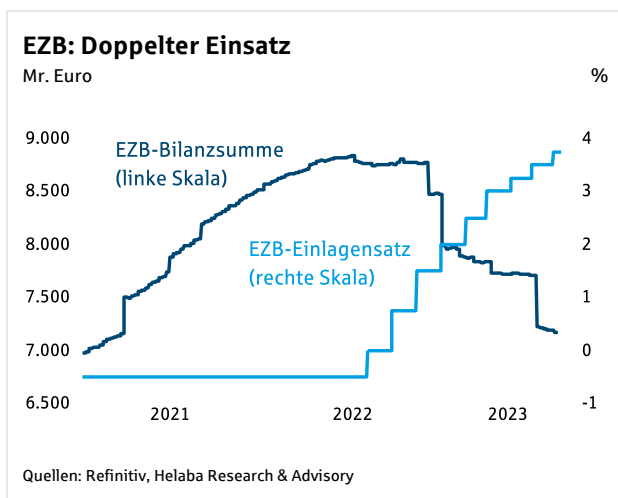
Geldpolitik: Notenbanken richten sich auf dem Zinsgipfel ein



- Wachsende globale Konjunkturrisiken bremsen den Elan der Notenbanken
- EZB dürfte im September nicht anheben und in eine geldpolitische Pause gehen
- Durch die fortgesetzte Verkürzung der EZB-Bilanz wird der Straffungskurs jedoch fortgesetzt
- EZB-Zinssenkungen sind auf Sicht der nächsten zwölf Monate vermutlich noch kein Thema
- US-Leitzinsband bei 5,25 % bis 5,50 %, das Hoch ist damit wohl erreicht
- Teilweise Rücknahme der geldpolitischen Straffung in den USA nun aber erst später realistisch

uk/ Die Parameter für geldpolitische Entscheidungen können sich in einem weltweit **fragilen konjunkturellen Umfeld** rasch ändern. Die Unsicherheit, die derzeit von China ausgeht, dürfte auch bei der nächsten Sitzung des EZB-Rats Mitte September ein Thema sein. Die Mitglieder werden dann entscheiden, ob nach neun Zinserhöhungen in Folge eine geldpolitische Pause angebracht ist. Die Entscheidung ist **datengetrieben**, wobei wichtige Indikatoren wie die Inflationsrate für August den Ausschlag geben könnten. Sollte es zu einem weiteren Zinsschritt kommen, wird dies auch nach Aussagen von EZB-Falken vermutlich der letzte gewesen sein. Vieles spricht derzeit aber dafür, dass die **Tauben** im EZB-Rat diesmal die besseren Argumente haben.

Ein wichtiges Argument dürfte sein, dass eine Zinspause nicht notwendigerweise das Ende des Straffungskurses bedeutet. Zusätzlich ist noch der Effekt der **schrumpfenden Bilanzsumme** der EZB zu berücksichtigen. Diese ist seit November um fast 20 % gesunken. Durch die Einstellung der Reinvestitionen im Rahmen des Kaufprogramms APP wird dieser Prozess fortgesetzt. Darüber hinaus könnte es eine Zusage geben, dass die Leitzinsen für **einen längeren Zeitraum** auf einem hohen Niveau gehalten werden.



Fed (selbst nach einer Verschiebung aktuell noch immer im kommenden Frühjahr) sehen wir **erste Zinssenkungen** aber erst nach einer längeren Pause. Wegen der relativ robusten Konjunktur rechnen wir nun frühestens ab **Mitte 2024** mit einer Korrektur des Zinsniveaus durch die Fed (bisher: erstes Quartal).

pf/ Die **Fed** hat erwartungsgemäß Ende Juli den Leitzins noch einmal um 25 Basispunkte angehoben. Der Zielkorridor für die Federal Funds Rate liegt nun bei 5,25 % bis 5,50 %. Aus unserer Sicht ist damit das Hoch erreicht. Die Geldpolitik ist derzeit **klar restriktiv**. Rückläufige Inflationserwartungen bedeuten dabei einen steigenden Realzins, auch ohne zusätzliche Anhebungen der nominalen Fed Funds Rate.

Unter welchen Bedingungen sich die Fed an den Spielfeldrand zurückziehen wird, hat sie bislang taktisch unklar gelassen. Die Kombination von konjunktureller Abkühlung im zweiten Halbjahr 2023 und eine auch ins Jahr 2024 hinein rückläufige (Kern-)Inflation sollten dafür aber ausreichen. Verglichen mit den Markterwartungen eines recht zeitnahen Kurswechsels der

%	aktuell*	Q3/23	Q4/23	Q1/24	Q2/24
3M Euribor	3,83	3,75	3,75	3,75	3,65
EZB Refi-Satz	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25
Fed Funds Rate	5,38	5,38	5,38	5,38	5,38

* 23.08.2023
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Staatsanleihen: Belastende US-Vorgaben

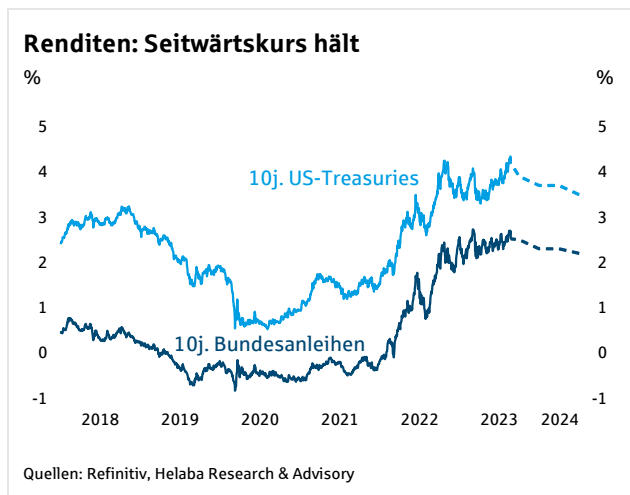
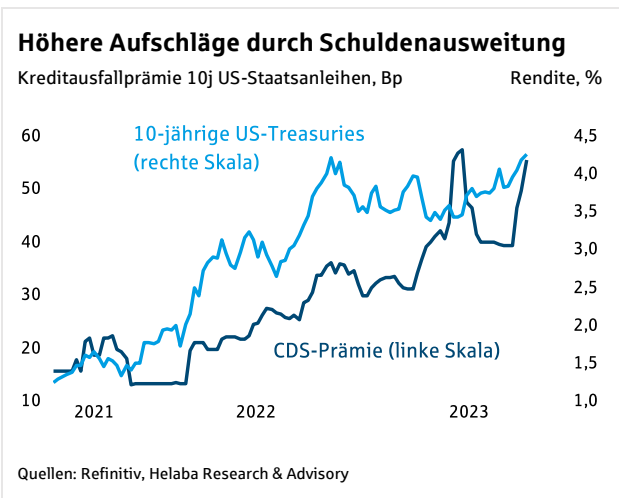


- US-Staatsanleihen sind nach der Ratingherabstufung durch Fitch angezählt
- Rendite 10-jähriger US-Treasuries kletterte mit 4,3 % auf ein Jahreshoch
- Steigende Inflationserwartungen üben zusätzlich Druck auf Anleihen aus
- Unsicherheit über die chinesische Konjunktur stützt derzeit die Rentenurse
- Anhaltende Wachstumssorgen begrenzen die Risiken in den USA und in Europa
- Rendite 10-jähriger Bunds zum Jahresende bei 2,3 % erwartet

uk/ Die Ratingagentur Fitch hat Anfang August die **Kreditwürdigkeit der USA** von der Bestnote AAA auf AA+ herabgestuft. Gründe seien die schlechte Haushaltslage, die hohe Schuldenlast sowie die schwieriger gewordene politische Führung. Die Kreditausfallprämien für US-Staatsanleihen stiegen nach der Ankündigung deutlich. Hinzu kamen relativ robuste US-Konjunkturdaten und damit neue Unsicherheiten über den Kurs der Fed. Die Rendite **10-jähriger US-Treasuries kletterte auf 4,3 %** und markierte damit ein neues Jahreshoch.

Im Euroraum haben die **Risikoprämien** zwar nur wenig auf die Herabstufung der US-Staatsanleihen reagiert. Dennoch sind auch hier die **Rentenmärkte angespannt**. Die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen stieg zuletzt deutlich und notierte zeitweise in Nähe der Jahreshöchststände bei rund 2,75 %. Weniger stark stiegen hingegen zweijährige Bundesanleihen, so dass die Zinskurve seit Anfang Juli wieder flacher geworden ist.

Ähnlich wie in den USA sind die **Zinserhöhungserwartungen** wieder etwas gestiegen. Negative Einflüsse gingen zudem von den **Inflationserwartungen** im Euroraum aus. Die 5Y5Y-Inflationsforwardsätze kletterten temporär auf über 2,6 % und markierten damit ein neues Allzeithoch. Der Aufwärtstrend ist, trotz der jüngsten Ölpreisgetriebenen Beruhigung, intakt und signalisiert Unsicherheit im Zusammenhang mit veränderten strukturellen Einflussfaktoren wie **Demografie, Klimawandel und geopolitischen Konflikten**. Sie alle haben das Potenzial, die Inflation in den kommenden Jahren auf einem erhöhten Niveau zu halten.



Allerdings bilden die deflationären Tendenzen in **China** einen bemerkenswerten Kontrapunkt zur globalen Situation an der Inflationsfront. Aufgrund der großen Bedeutung Chinas als globaler Wachstumsmotor könnte es bei einer Ausweitung der Krise durchaus zu spürbaren **renditebremsenden Effekten** kommen. Entsprechende Kursbewegungen waren zuletzt bereits zu beobachten.

Allerdings bilden die deflationären Tendenzen in **China** einen bemerkenswerten Kontrapunkt zur globalen Situation an der Inflationsfront. Aufgrund der großen Bedeutung Chinas als globaler Wachstumsmotor könnte es bei einer Ausweitung der Krise durchaus zu spürbaren **renditebremsenden Effekten** kommen. Entsprechende Kursbewegungen waren zuletzt bereits zu beobachten.

%	aktuell*	Q3/23	Q4/23	Q1/24	Q2/24
10j. Bundesanl.	2,52	2,50	2,30	2,30	2,20
10j. US-Treasuries	4,19	3,90	3,70	3,70	3,50

* 23.08.2023 Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

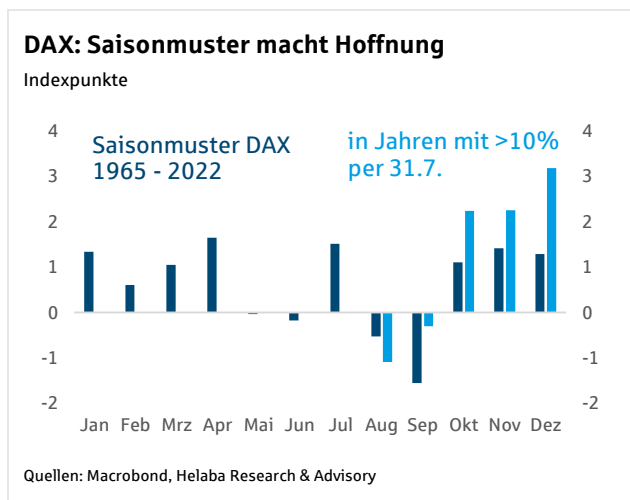
Das **Risiko eines nachhaltigen Ausbruchs** 10-jähriger US-Treasuries aus ihrem seit fast einem Jahr bestehenden Renditeseitwärtsband würde sich in diesem Umfeld deutlich reduzieren. Aber auch ohne diesen Effekt ist im Rahmen einer deutlichen **Abkühlung der US-Konjunktur** mit wieder niedrigeren US-Renditen zu rechnen. Wir erwarten die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen zum Jahresende bei 2,3 %.

Aktien: Schwächephase bald überstanden



- Nach den (zyklischen) Höchstständen im Juli setzte bei Aktien eine Konsolidierung ein
- Bewertung hat sich etwas reduziert: DAX weiter leicht unterbewertet, S&P 500 teuer
- Konjunkturelle Frühindikatoren fallen noch, aber die negativen Überraschungen lassen nach
- Inflationserwartungen sind leicht gestiegen, Zinssenkungserwartungen haben sich reduziert
- US-Anleger bleiben optimistisch, deutsche Investoren behalten Skepsis bei
- Auf Sicht der kommenden Monate erwarten wir eine Fortsetzung des Haussezyklus

mr/ Nachdem die international führenden Aktienindizes noch im Juli neue (zyklische) Höchststände markieren konnten, setzte im August eine Konsolidierung ein. Angesichts der weiterhin **schwächeren Konjunkturindikatoren** und vorerst wenig Hoffnung auf Rückenwind durch die Geldpolitik nahmen Anleger augenscheinlich einen Teil der bis dato überdurchschnittlichen Gewinne mit.



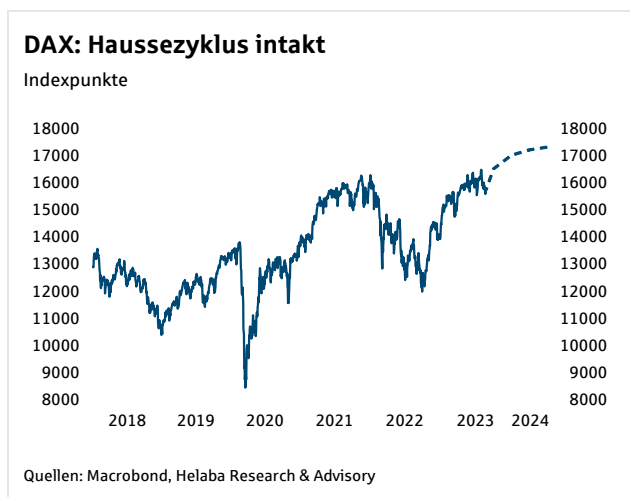
Dies passt übrigens ins langjährige **saisonale Muster**, wonach August und September die schwächsten Börsenmonate sind. Schaut man sich die Jahre an, in denen der DAX wie dieses Jahr per Ende Juli bereits mehr als 10 % zulegen konnte – seit 1965 war das 23 Mal der Fall – verschiebt sich das Muster etwas: der August löst den September als schlechtesten Monat ab. Demnach wäre die Schwächephase bald überstanden.

Indexpunkte	aktuell*	Q3/23	Q4/23	Q1/24	Q2/24
DAX	15.728	16.500	17.000	17.200	17.300
Euro Stoxx 50	4.267	4.500	4.600	4.650	4.700
S&P 500	4.436	4.600	4.700	4.730	4.750

* 23.08.2023
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Wie entwickeln sich derzeit die fundamentalen Faktoren? Die **Frühindikatoren aus dem Verarbeitenden Gewerbe** fallen zwar noch, die Sentix- und ZEW-Konjunkturerwartungen konnten allerdings zuletzt wieder leicht zulegen. Insgesamt lassen die negativen Überraschungen nach.

In der jüngsten Berichtssaison der Unternehmen blieben die **Nettoergebnisse** der DAX-Mitglieder etwas hinter den Erwartungen zurück, während Titel aus EURO STOXX 50 bzw. S&P 500 leicht und aus dem Nikkei 225 deutlich positiv überraschten. Die **Bewertung** hat sich im Zuge der Konsolidierung reduziert. Im internationalen Vergleich bleibt der DAX mit einer moderaten Unterbewertung am attraktivsten. Der japanische Nikkei 225 ist fair gepreist, der S&P 500 teuer.



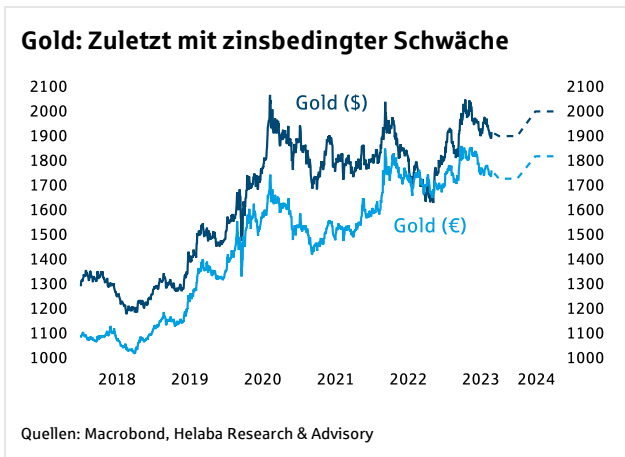
Ähnlich divergierend wie die Bewertung ist die **Stimmung unter den Anlegern**. Während US-Investoren trotz der jüngsten Abwanderungen aus dem Bullenlager überwiegend positiv für Aktien eingestellt sind, bleibt die Stimmung hierzulande ausgesprochen zurückhaltend. Die Chance auf positive Überraschungen ist angesichts der verhaltenen Erwartungen daher hier am größten.

Wir gehen davon aus, dass Aktien nach einer kurzen Verschnaufpause in den klassisch schwachen Monaten ihren **Haussezyklus fortsetzen** werden und raten daher bereits investierten Anlegern, ihre Positionen zu halten bzw. unterdurchschnittlich engagierten Aktien in Schwächephasen nachzukaufen.

Gold: In der Sommerflaute



- Gold verliert aufgrund solider US-Konjunkturdaten und nachgebender Inflation
- Zinsgipfel erreicht, aber noch keine Inflations- oder Zinsentwarnung
- Steigender Realzins setzt dem Edelmetall weiter zu
- Positive Impulse für Gold erst mit Spekulationen auf Zinssenkungen 2024



Erst wenn Klarheit herrscht, dass der Zinserhöhungszyklus beendet ist, wird wieder verstärkt über **Senkungen** spekuliert werden. Frühestens im Herbst sollte dies der Fall sein und die Sommerflaute für Gold enden.

cw/ Gold ist aktuell aus gutem Grund weniger gefragt. Die Inflation sinkt im Trend, US-Rezessionssorgen haben sich nach starken BIP-Quartalsdaten verringert, so dass die **Fed** an ihrem **Zinsgipfel** angekommen scheint. Allerdings ist der US-Arbeitsmarkt zu robust, um endgültig **Inflations-** und damit **Zinsentwarnung** zu geben. Am Rentenmarkt lässt deshalb der Zinsdruck nicht nach, was im Gegenzug hohe Opportunitätskosten für das zinslose Gold bedeutet. Nachdem der **US-Realzins** (auf Basis der inflationsgeschützten 10-jährigen Staatsanleihe) auf den höchsten Stand seit 2009 geklettert ist, gab Gold zeitweise bis unter 1.900 US-Dollar bzw. 1.740 Euro je Feinunze nach. Diese Sommerflaute dürfte vorerst anhalten.

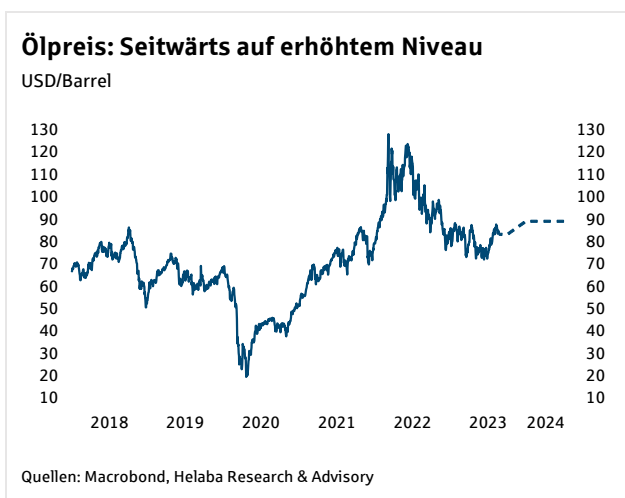
Preis / Feinunze	aktuell*	Q3/23	Q4/23	Q1/24	Q2/24
Gold in Euro	1.763	1.727	1.727	1.818	1.818
Gold in US-Dollar	1.915	1.900	1.900	2.000	2.000

* 23.08.2023 Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Rohöl trotz den China-Sorgen und starkem Dollar



- Ölpreise nach Bodenbildung im Juni gestiegen – keine neuen Jahreshöchststände markiert
- Sorgen um konjunkturelle Entwicklung in China bringt Ölpreise nicht nachhaltig unter Druck
- US-Dollar-Aufwertung bislang keine Belastung für Ölnotierungen
- Lagerbestände der US-Industrie gesunken, Abbau der strategischen US-Rohöl-Reserven läuft aus



Nachfrageseite entstehen, wenn Teile der Reserven wieder angefüllt werden. In der Summe rechnen wir zunächst mit einer Seitwärtsphase auf – gegenüber den aktuellen Ständen – erhöhtem Niveau.

ru/ Die Preise für Rohöl der Sorte Brent haben im Frühsommer eine Bodenbildungsphase knapp oberhalb von 70 US-Dollar pro Barrel durchlaufen. Seitdem konnte der Preis in der Spitze auf über 88 USD zulegen. Inzwischen pendelt Brent um 85 USD/Barrel. Bemerkenswert ist die Tatsache, dass die an den Märkten vorherrschende Skepsis in Bezug auf die chinesische Konjunktur und auch der starke US-Dollar kaum Spuren hinterlassen haben. Bezogen auf die chinesische Ölnachfrage haben solide Transportdaten dazu ein Gegengewicht geschaffen, ebenso wie der Anstieg der Öllagerbestände in chinesischen Häfen. Derweil sinken die industriellen Lagerbestände in den USA, während der Abbau der strategischen Reserven allmählich auslaufen dürfte. Zukünftig könnte eine Unterstützung auf der

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

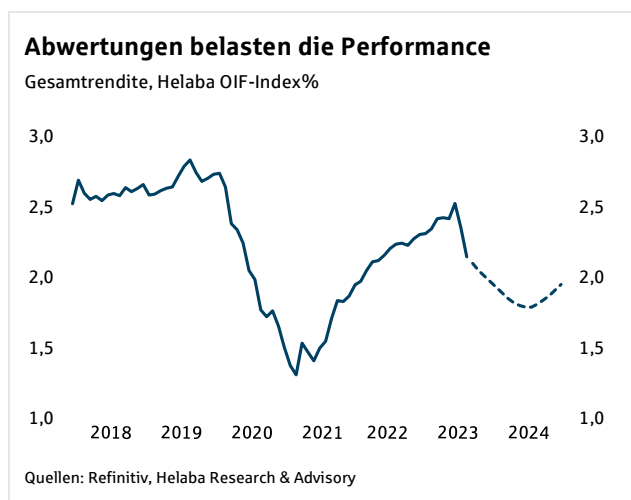
* 23.08.2023 Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Immobilien: Preisrückgänge zuletzt etwas geringer



- Jahresperformance offener Immobilienfonds zuletzt etwas auf 2,1 % zurückgegangen
- Trotz Schwierigkeiten am Immobilienmarkt noch moderate Mittelzuflüsse bei offenen Fonds
- Korrektur am deutschen Immobilienmarkt schreitet voran, Stabilisierung bis Jahresende erwartet
- Preisrückgang bei selbstgenutztem Wohneigentum im 2. Quartal deutlich verlangsamt
- Auch Büroimmobilienwerte zuletzt weniger stark gesunken, Belastung durch Homeoffice bleibt
- Preise für Einzelhandelsimmobilien auch im 2. Quartal unter Druck, aber Besserung bei Mieten

smi/ Die Performance **offener Immobilienfonds**, gemessen am „Helaba OIF-Index“, lag zuletzt mit 2,1 % etwas niedriger als in den Vormonaten. Offensichtlich scheinen sich nun doch Abwertungen auf die Immobilienwerte in den Portfolios niederzuschlagen. Die dank Indexierung zunehmenden Mieteinnahmen sowie die höhere Verzinsung der liquiden Mittel wirken jedoch bislang stärkeren Rückgängen in der Performance entgegen. Wir erwarten für die kommenden Monate eine noch weiter rückläufige Jahresrendite und dann eine Trendwende im Jahresverlauf 2024. Die Mittelzuflüsse offener Fonds haben nach Angaben der Deutschen Bundesbank im Juni nach schwachem Vormonat wieder leicht auf 270 Mio. Euro zugelegt, bleiben aber im ersten Halbjahr mit knapp 1,4 Mrd. Euro etwa 60 % unter dem Vorjahresergebnis.

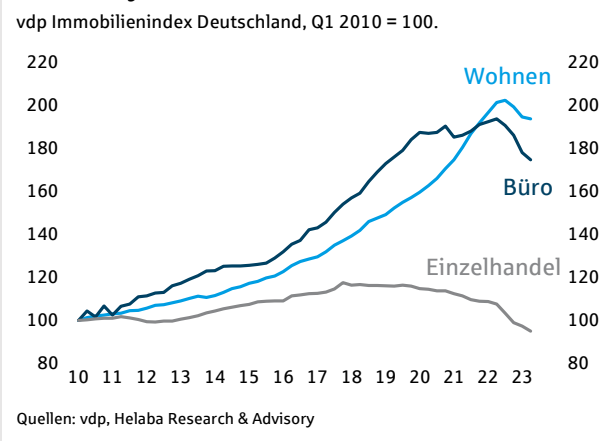


Die Immobilienpreise in Deutschland haben vor etwa einem Jahr den Rückwärtsgang eingelegt. Ursache sind vor allem die in kurzer Zeit kräftig gestiegenen Finanzierungszinsen. Die Korrektur ist aber bereits recht weit fortgeschritten. Die Preisindizes des Pfandbrief-

verbands vdp deuten auf eine Verlangsamung der Abwärtsbewegung. Bei selbstgenutztem Wohneigentum wurde für das 2. Quartal ein Rückgang um 0,4 % gegenüber dem Vorquartal gemeldet (Q1: -2,4 %). Bis Ende 2023 könnten sich die Wohnimmobilienpreise stabilisieren, so dass im kommenden Jahr wieder leicht steigende Hauspreise wahrscheinlich sind.

Auch bei deutschen Büroimmobilien hat sich der Preisrückgang deutlich verlangsamt (-1,9 % g. Vj., nach -4,3 %), er dürfte aber noch einige Quartale andauern. Hochwertige Büros bleiben gefragt, was die weitgehend stabile Entwicklung der Mieten widerspiegelt. Schwieriger ist die Situation bei weniger attraktiven Büroflächen, die stärker unter dem Trend zum häufigeren Arbeiten im Homeoffice leiden. Sie werden von Investoren gemieden, vor allem, wenn sie nicht den steigenden ESG-Anforderungen entsprechen. Höhere Leerstände und Abwertungen sind die Folge.

Abwärtsdynamik nimmt ab



Die Kapitalwerte von Einzelhandelsimmobilien bleiben dagegen unter Druck. Der Abwärtstrend hat sich hier laut vdp im 2. Quartal fortgesetzt (-2,5 % gg. Vq.). Zumindest deuten die jüngsten Daten auf eine Trendwende zum Besseren bei den Einzelhandelsmieten.

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

Devisen: US-Dollar vorerst in der Oberhand

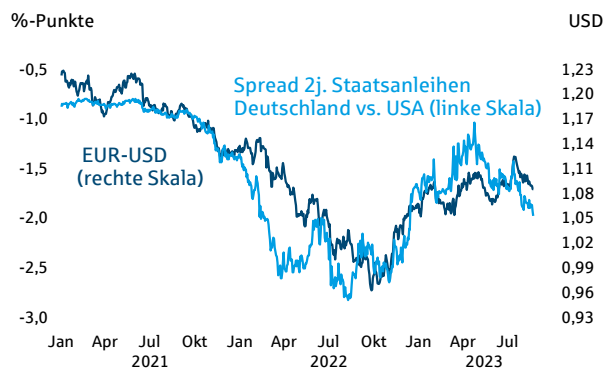


- US-Dollar erholte sich vom Rückschlag und wertete allgemein auf
- Robustes Wachstum und steigende Kapitalmarktrenditen helfen zurzeit dem Greenback
- Mittelfristig dürfte der Rückenwind nachlassen und den Euro-Dollar-Kurs zumindest stabilisieren
- Britisches Pfund profitiert von zunehmenden Inflationssorgen, aber Potenzial begrenzt
- Schweizer Franken gewinnt als sicherer Hafen, Zinspolitik mahnt jedoch zur Vorsicht
- Japanischer Yen weiter unter Druck, wenngleich auf mittlere Sicht Erholungschancen bestehen

ca/ Die Schwächephase des **US-Dollar** im Juli währte nur kurz. Der Greenback erholte sich zügig und neigt insgesamt zur Stärke. Der Euro-Dollar-Kurs fiel unter 1,09. Ohnehin sprach die fundamentale Entwicklung zuletzt für die US-Währung. Die lang erwartete Abkühlung der US-Konjunktur lässt auf sich warten, während die Lage in der Eurozone durchaus schwierig ist. Zudem konnte der Dollar als Fluchtwährung von einem allgemein nervöseren Umfeld an den Finanzmärkten profitieren. Gegenüber vielen anderen Devisen wertete der Greenback sogar mehr als gegenüber dem Euro auf.

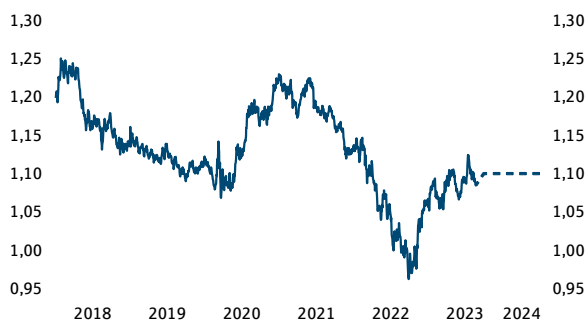
Die US-Notenbank lieferte wie erwartet eine Zinsanhebung und hielt sich für die Zukunft bedeckt. Die Inflation geht grundsätzlich zurück. Allerdings hält sich das **Wachstum erstaunlich robust**, wie nicht nur das BIP des zweiten Quartals, sondern auch jüngste Indikatoren vom Einzelhandel oder der Industrie untermauerten. Damit besteht das Risiko, dass die Inflation nicht ausreichend nachlässt und die Fed doch noch nachlegen muss. Einzelne Notenbankvertreter plädierten schon für weitere Zinsschritte. Am Kapitalmarkt kletterten die Treasury-Renditen auf Jahreshochs. Dazu trug auch die Rating-Herabstufung der USA durch Fitch bei, die dem Dollar übrigens kaum schadete. Die Kapitalmarktrenditen zogen in der Eurozone ebenfalls an, der **US-Zinsvorteil weitete sich** jedoch per saldo aus. Kurzfristig könnte der Dollar daher etwas zulegen. Hinzu kommt, dass – saisonal nicht unüblich – an den Kapitalmärkten noch eine gewisse Unsicherheit herrscht, was den Dollar unterstützt.

Höherer US-Zinsvorteil stützt zunächst den Dollar



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

US-Dollar zeigte sich zuletzt stärker



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

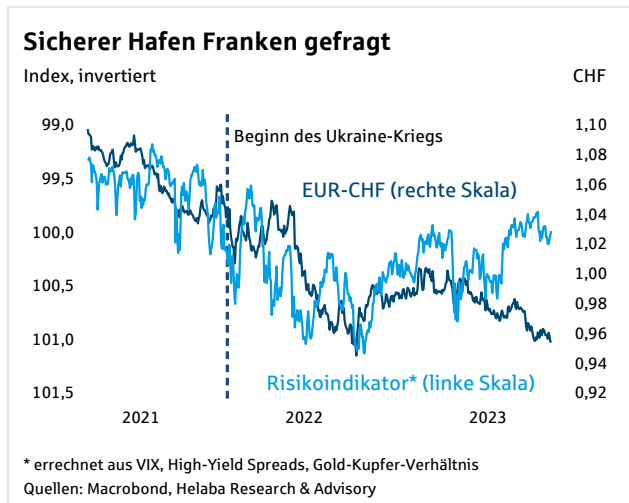
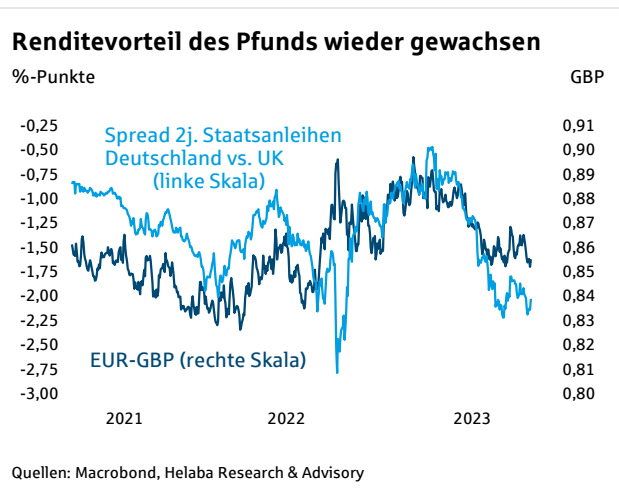
Auf mittlere Sicht ist dennoch davon auszugehen, dass der **US-Konjunktur ein wenig die Luft ausgeht**. Einzelne Stimmungsindikatoren mahnen bereits zur Vorsicht. Zusammen mit der rückläufigen Teuerung sollte das Thema Zinserhöhungen dann zu den Akten gelegt werden. Mit Blick auf 2024 dürfte sogar eine geldpolitische Lockerung ins Visier genommen werden. Den Rückenwind von der Zinsentwicklung wird der Dollar vermutlich noch im Laufe dieses Jahres verlieren.

In der Eurozone wird die EZB wohl auch nicht nachlegen, selbst wenn die Inflation hier langsamer zurückgeht. Die Konjunktur tut sich derzeit – vor allem in Deutschland – schwer. Allerdings überraschten die Daten zuletzt nicht mehr so negativ. Das Wachstum dürfte sich in den kommenden Monaten etwas verbessern,

also gegen den US-Trend. Zinssenkungen werden für die EZB daher vermutlich erst viel später als für die Fed ein Thema, was für einen steigenden Euro spricht – im kommenden Jahr. Gegen Ende 2023 dürfte der **Euro-Dollar-Kurs wieder um 1,10** notieren, auch wenn er kurzfristig etwas niedriger bleiben könnte.

Das **Britische Pfund** gab auch gegenüber dem US-Dollar nach, konnte aber gegenüber dem Euro aufwerten. Anders als die jüngste Zinserhöhung der Bank of England stützten die Konjunkturdaten die britische Währung. Die Inflation sank zwar deutlich, die Kernrate hingegen zog etwas an. Noch wichtiger war ein sich weiter beschleunigendes Lohnwachstum. Steigende Löhne stimulieren nicht nur die Nachfrage, sondern wirken über die höheren Kosten als Inflationstreiber. Zudem wuchs die britische Wirtschaft im zweiten Quartal, die befürchtete Rezession scheint auszubleiben.

Angesichts der fundamentalen Entwicklung kletterten die Zinserwartungen. **Eine weitere Zinsanhebung der Bank of England** gilt als sicher. Sollten sich jüngste Daten bestätigen, könnte die Notenbank nochmals nachlegen. Der Zinsvorteil des Pfunds gegenüber dem Euro nahm zu. Der Euro-Pfund-Kurs notiert mit 0,85 auf einem angemessenen Niveau. Da die Bank of England wohl etwas vorsichtig bleibt, wachsen für das Pfund die Bäume aber nicht in den Himmel, der Wechselkurs dürfte also seitwärts tendieren.



Der **Schweizer Franken** konnte erneut ein wenig aufwerten, der Euro-Franken-Kurs rutschte unter 0,96. Dabei lief einmal mehr die Zinsentwicklung klar gegen den Franken. Dessen Renditenachteil gegenüber dem Euro weitete sich erneut aus und erreichte bei zehnjährigen Laufzeiten den höchsten Wert seit fast 20 Jahren. Zwar wird die Schweizer Notenbank (SNB) vermutlich noch einmal den Leitzins anheben. Angesichts der nur moderaten Inflation und manch wackliger Konjunkturindikatoren wird sie aber danach mit der Zinspolitik in den Wartemodus wechseln, so dass die Renditen weiter gegen den Franken sprechen.

Die zuletzt gestiegene Risikoaversion half umgekehrt dem sicheren Anlagehafen. Allerdings schadete dem

Franken die in den Monaten zuvor höhere Risikoneigung ebenfalls nicht, weshalb dieser Zusammenhang mit etwas Vorsicht zu betrachten ist. Entscheidender sind wohl die **Interventionen der SNB**, die zur Inflationsbekämpfung Reserven verkauft und damit die eigene Währung stärkt. Die recht geringen Inflationsraten sprechen eher dagegen, dass die SNB dies noch lange macht. Vorerst bleibt der Euro-Franken-Kurs aber unter der Parität.

Der **Japanische Yen** zählte im Umfeld steigender Kapitalmarktrenditen einmal mehr zu den Verlierern, vor allem gegenüber dem US-Dollar. Der Dollar-Yen-Kurs markierte ein Jahreshoch über 145. Der Renditenachteil des Yen weitete sich ein wenig gegenüber dem Euro und klarer gegenüber dem Dollar aus. Allerdings wirkt die Yen-Schwäche gemessen an den Zinsdifferenzen nach wie vor überzogen.

Die **Bank of Japan** half der Währung ebenfalls nicht. Zwar lockerte sie die Obergrenze für die Renditen im Rahmen ihrer Zinskurvensteuerung. Gleichwohl strebt sie keine höheren Renditen an. Diese **halbherzige Maßnahme** enttäuschte die Finanzmärkte. Angesichts einer erhöhten Inflation und eines durchaus robusten BIP-Wachstums könnte die Notenbank in Zukunft doch noch mehr anpassen. Wenn dann auch die Kapitalmarktzinsen international nachlassen, sollte der Yen wieder die Oberhand gewinnen und gegenüber Euro und Dollar aufwerten – von jedoch niedrigeren Niveaus ausgehend.

gg. Euro	aktuell*	Q3/23	Q4/23	Q1/24	Q2/24
US-Dollar	1,09	1,10	1,10	1,10	1,10
Jap. Yen	157	156	152	150	148
Brit. Pfund	0,85	0,85	0,85	0,85	0,85
Schw. Franken	0,95	0,98	0,98	1,00	1,00

* 23.08.2023
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	5,4	3,4	0,7	1,4	2,6	8,4	5,7	3,3
Deutschland	2,6	1,9	-0,1	1,3	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	1,0	1,4	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	3,3
Schweden	5,9	2,9	-0,8	1,0	2,2	8,4	8,5	3,5
Polen	6,8	5,4	1,5	2,2	5,1	14,4	12,2	6,0
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	1,0	2,6	9,1	7,4	3,5
Schweiz	3,9	2,0	1,0	1,5	0,6	2,8	2,2	1,5
USA	5,9	2,1	1,7	1,0	4,7	8,0	4,0	2,7
Japan	2,3	1,0	2,0	1,0	-0,2	2,5	3,0	1,6
Asien ohne Japan	7,1	3,7	4,7	4,7	2,4	3,7	2,4	2,5
China	8,2	3,1	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	-2,2	2,1	6,7	13,7	7,0	5,5
Türkei	11,1	5,6	3,0	2,8	19,6	72,4	37,0	20,0
Lateinamerika**	7,0	3,7	1,7	2,3	10,3	14,9	16,7	13,0
Brasilien	4,6	2,9	2,6	2,2	8,3	9,0	5,0	3,5
Welt	6,3	3,0	2,7	2,9	3,7	7,0	5,1	3,7

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	175	0	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25
EZB Einlagenzins	175	0	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75
Tagesgeldsatz €STR	176	25	3,65	3,75	3,75	3,75	3,75
3M Euribor	169	11	3,83	3,75	3,75	3,75	3,65
6M Euribor	126	-2	3,95	3,85	3,80	3,80	3,70
2j. Bundesanleihen	21	-12	2,97	3,00	2,80	2,80	2,60
5j. Bundesanleihen	-6	-3	2,52	2,60	2,40	2,45	2,35
10j. Bundesanleihen	-5	4	2,52	2,50	2,30	2,30	2,20
2j. Swapsatz	26	-11	3,66	3,70	3,50	3,40	3,10
5j. Swapsatz	-5	-5	3,19	3,30	3,10	3,10	3,00
10j. Swapsatz	-10	3	3,11	3,15	3,00	3,00	2,85
20j. Swapsatz	8	5	3,01	3,05	2,90	2,90	2,75
30j. Swapsatz	23	8	2,76	2,75	2,70	2,70	2,60
Fed Funds Target Rate	100	0	5,38	5,38	5,38	5,38	5,38
10j. US-Treasuries	32	19	4,19	3,90	3,70	3,70	3,50
Aktien	Landeswährung, %						
DAX	13,0	-4,1	15.728	16.500	17.000	17.200	17.300
Euro Stoxx 50	12,5	-4,1	4.267	4.500	4.600	4.650	4.700
Dow Jones	4,0	-2,3	34.473	36.000	36.500	36.900	37.250
S&P 500	15,5	-2,2	4.436	4.600	4.700	4.730	4.750
Nikkei 225	22,7	-2,7	32.010	34.000	35.000	35.300	35.500
Gold und Brentöl	%						
Gold €/Unze	3,5	-0,5	1.763	1.727	1.727	1.818	1.818
Gold \$/Unze	5,0	-1,6	1.915	1.900	1.900	2.000	2.000
Brentöl \$/Barrel	-3,1	-1,2	83	83	89	89	89
Devisen	jeweils gg. Euro, %		jeweils gg. Euro				
US-Dollar	-1,5	1,1	1,09	1,10	1,10	1,10	1,10
Japanischer Yen	-10,8	-2,7	157	156	152	150	148
Britisches Pfund	3,7	0,5	0,85	0,85	0,85	0,85	0,85
Schweizer Franken	3,7	0,0	0,95	0,98	0,98	1,00	1,00

* 27.07.2023 ** 23.08.2023

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/>