



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

Editorial: Innovationen gefragt



gt/ Die Weltwirtschaft zeigt sich wenig dynamisch. In China belastet immer noch die Null-Co-vid-Strategie. Zumindest die Produktionsseite entspannt sich etwas, so dass auch die weltweiten Lieferkettenprobleme gemildert werden. Auch die vormals extrem dynamischen USA neigen zur Schwäche. Hohe Inflationsraten erfordern weltweit eine restriktivere Geldpolitik, der Ukraine-Krieg belastet insbesondere die europäischen Länder, allen voran Deutschland, wo das Wachstum bereits im zweiten Quartal zum Erliegen gekommen ist. Das wird sich in den nächsten Quartalen voraussichtlich nicht ändern.

Nichts scheint mehr rund zu laufen. Die Angst vor einem russischen Gasstopp mit anschließender Rezession beherrscht die Diskussionen. Zusätzliche Kosten über die Gasumlage verringern das verfügbare Einkommen der Verbraucher. Sozial Schwache bangen, überhaupt noch über die Runden zu kommen. Zu den kriegsbedingten Kosten und Risiken kommen noch die klimatischen Belastungen. Ausgetrocknete Flüsse erhöhen die Transportkosten. Sonst lebendige Landschaften wirken wie Steppen. Manch einer fühlt sich an den Schlager von Rudi Carrell erinnert „Wann wird's mal endlich wieder Sommer, ein Sommer wie er früher einmal war“ – nur mit umgekehrtem Vorzeichen.

Der Klimawandel und die Transformation hin zu einer nachhaltigen Welt stehen somit ganz im Mittelpunkt der Betrachtung. Allerdings sollte beachtet werden, dass Deutschland und auch Europa allein dies nicht stemmen können. Hier handelt es sich um eine globale Aufgabe, die die Welt gemeinsam angehen muss. CO₂-Einsparungen bei uns sind zwar zu begrüßen, reichen allerdings nicht. Die Industrieländer müssen mit innovativen Ideen und Produkten als Vorbild für den Rest der Welt dienen – dies gilt sowohl kurzfristig zur Lösung der aktuellen Energiekrise als auch langfristig zur Bewältigung des Megatrends Klimawandel.

Damit Unternehmen bereit sind, diesen Weg zu gehen, braucht es stabile Rahmenbedingungen, eine gute Infrastruktur inklusive einer Digitalisierung der bürokratischen Prozesse. Nur mit den Unternehmen und nicht gegen sie kann Deutschland dazu einen Beitrag leisten.

Ihre

Dr. Gertrud R. Traud

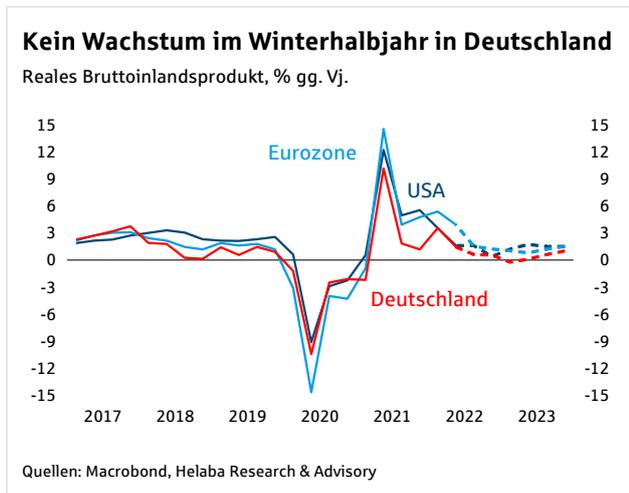
Chefvolkswirtin/Head of Research & Advisory

Konjunktur: Stotternde Motoren überall



- Weltkonjunktur kühlt sich ab, mit regional unterschiedlichen Ursachen und Geschwindigkeiten
- Wirtschaftswachstum durch hohe Energiepreise und Lieferkettenprobleme gebremst
- US-Wachstumsprognose nach unten angepasst – 2023 belastet vor allem die Geldpolitik
- Eurozone wächst dank europäischem Hilfsprogramm zurzeit stärker als Deutschland
- Inflation in Deutschland verbreitet sich auf viele Produktgruppen. Weiterer Schub kommt durch Wegfall des Tankrabatts und neue Gasumlage
- Teuerung in USA hat Gipfel wahrscheinlich überschritten – Rückgang aber eher graduell

pf/ Auf globaler Ebene scheint der **Inflationsdruck** seinen Hochpunkt erreicht oder überschritten zu haben. Die tendenzielle Entspannung bei der Lieferkettenproblematik setzt sich fort. Die Null-Covid-Politik und andere Probleme in China belasten dort aktuell die Nachfrage mehr als die Produktion. Zunehmende **Rezessionsorgen** unterminieren die Preissetzungsmacht der Unternehmen und führen zu nachgebenden Rohstoffnotierungen. In Europa hingegen dominiert weiterhin die Angst vor Engpässen bei der Energieversorgung.



Die globale Konjunktur verliert an Schwung. Verglichen mit dem Erholungsjahr 2021 wird sich das Wachstum der Weltwirtschaft 2022 grob halbieren. Für die **USA** haben wir unsere Wachstumsprognosen deutlich nach unten angepasst: Für 2022 rechnen wir nach einem teilweise von statistischen Sondereffekten bedingten Schrumpfen des BIP im ersten Halbjahr nur noch mit einem Anstieg des Outputs um 1,8 % (bisher: 3 %). Ansonsten robuste Konjunkturdaten sprechen aber für eine Expansion im zweiten Halbjahr. Im kommenden Jahr wird sich die kräftige Straffung der Geldpolitik mit der üblichen Verzögerung konjunkturell bemerkbar machen. Im Jahreschnitt 2023 dürfte das Wachstum dann bei 1,5 % liegen (bisher: 2 %), auch wenn die laufenden Quartalsraten teilweise nur noch leicht positiv sein sollten.

smü/ Der **Ukraine-Krieg** belastet das Wirtschaftswachstum in Deutschland. Die starke Verunsicherung bezüglich der Gaslieferungen durch Russland wirkt negativ auf die Investitionen der Unternehmen. Frühindikatoren wie das ifo Geschäftsklima zeigen einen zunehmenden Pessimismus. Wir haben deswegen unsere Prognose für das deutsche Wirtschaftswachstum für 2022 auf kalenderbereinigt 1,5 % (vorher: 1,7 %) gesenkt. Im zweiten Quartal stagnierte das Bruttoinlandsprodukt. Auch für das zweite Halbjahr erwarten wir nun kein Wachstum mehr. Obwohl sich die Wirtschaft ab Frühjahr 2023 allmählich erholen sollte, dürfte das Jahreswachstum 2023 nur noch 0,4 % (1,7 %) betragen.

Bruttoinlandsprodukt, real % gg. Vorjahr	2019	2020	2021	2022p	2023p
Deutschland	1,1	-4,1	2,6	1,5	0,4
Eurozone	1,6	-6,5	5,3	3,0	1,1
USA	2,3	-3,4	5,7	1,8	1,5
Welt	3,1	-3,1	6,1	2,7	3,0

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

Ein vollständiger Ausfall der russischen Gaslieferungen mit Rationierungen im Industriebereich würde sogar eine heftige Rezession zur Folge haben. Die Nachholeffekte durch die weitgehende Aufhebung der Pandemiemaßnahmen wirken noch stabilisierend, ähnlich wie die beiden Hilfsprogramme, die die Bundesregierung mit einem Volumen von gut 30 Mrd. Euro (etwa 1 % des BIP) geschnürt hat. Mit einem dritten Entlastungspaket ist zu rechnen. Höhere Ausgaben für Militär und für die Flüchtlinge aus der Ukraine bedeuten konjunkturell betrachtet ebenfalls eine Unterstützung für die hiesige Wirtschaft.

Der historische Tiefstand des GfK Konsumklimas zeigt die enorme Verunsicherung durch die Kriegereignisse und die drastisch gestiegene Inflation. Die Beschäftigung legt zwar noch zu, gleichwohl sinkt die Dynamik. Der jüngste

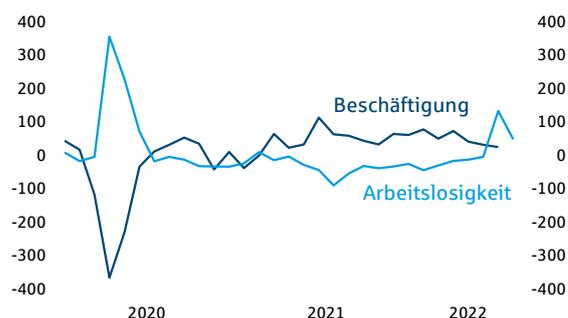
Anstieg der **Arbeitslosigkeit** ist allerdings kein konjunkturelles Phänomen. Vielmehr werden ab Juni die geflüchteten Ukrainer in der Arbeitslosenstatistik erfasst. Obwohl die Einkommen nominal deutlich zulegen, muss 2022 aufgrund der hohen Preissteigerungen sogar real mit einem Minus gerechnet werden. Die Zurückhaltung der Konsumenten zeigt sich deutlich an den zuletzt sinkenden realen Einzelhandelsumsätzen. In diesem Jahr dürften die **privaten Konsumausgaben** zwar leicht überdurchschnittlich zulegen. Dies resultiert aber im Wesentlichen aus dem Corona-bedingt sehr niedrigem Vorjahresniveau. Die jetzige Konsumschwäche wird sich aber in der Jahresrate 2023 deutlich niederschlagen.

Die Kriegereignisse dürften die Kapitalbildung in Deutschland bremsen und dazu führen, dass die **Ausrüstungsinvestitionen** 2022/2023 kaum steigen. Die **Bauinvestitionen** wachsen 2022 erneut unterdurchschnittlich. Kapazitätsgrenzen sowie der Mangel an Rohstoffen und Vorprodukten behindern. Gestiegene Baukosten und Zinsen belasten zunehmend die Kalkulation vor allem im Wohnungsbau. Der deutsche **Außenhandel** wird das Wirtschaftswachstum in diesem und im nächsten Jahr dämpfen, da die Importe stärker steigen als die Exporte. Eingebrochen sind die Verkäufe nach Russland, während sich die Ausfuhren in die Vereinigten Staaten positiv entwickeln. Die chinesischen Lock-downs dürften sich noch einige Monate negativ bemerkbar machen.

Auch die **Eurozone** dürfte im zweiten Halbjahr kaum wachsen. Allerdings verlief hier das erste Halbjahr mit einem Plus von 4,7 % gegenüber dem Vorjahreszeitraum günstiger als erwartet, insbesondere in Spanien (6,3 %) und Italien (5,4 %). Beide Länder profitieren vom großen europäischen Hilfsprogramm „NextGeneration-EU“. Aus diesem Grund haben wir unsere Wachstumsprognose für den Währungsraum für dieses Jahr leicht auf 3 % (2,7 %) erhöht. 2023 dürfte die gesamtwirtschaftliche Wertschöpfung aber nur um 1,1 % (1,7 %) zulegen.

Beschäftigungsdynamik in Deutschland nimmt ab

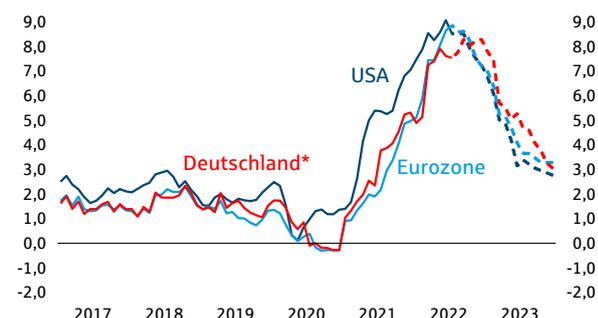
saisonbereinigt, Tsd gg. Vm.



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Inflation weiter stark erhöht

Verbraucherpreise, % gg. Vj.



*nationale Berechnungsweise

Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Die **Inflationsrate** in Deutschland ist durch den Tankrabbat und das 9-Euro-Ticket seit Juni etwas zurückgegangen und betrug im Juli „nur“ noch 7,5 %. Die harmonisierte Rate der Eurozone lag zuletzt bei 8,9 %. Im September fallen diese Entlastungen weg und im Oktober wird in Deutschland eine Gas-Umlage eingeführt, die die Wohnkosten in den Folgemonaten deutlich erhöhen wird. In der Jahresrate wirkt sich dies vor allem 2023 aus. Zudem zeigen die Vorprodukt-preise, dass noch einiges in der Inflationspipeline ist. Wir erhöhen deswegen unsere Prognose für den Verbraucherpreisanstieg 2022 auf 7,4 % (6,9 %) und für 2023 deutlich auf 5 % (3,8 %). Für die Eurozone erwarten wir jetzt 7,6 % (6,9 %) und 4,4 % (3,4 %).

In den **USA** hat die Inflation im Juni wohl mit über 9 % ihren Hochpunkt erreicht. Im Juli fielen die Energiepreise deutlich, der Kernindex legte mit 0,3 % gegenüber Vormonat nicht mehr ganz so kräftig zu wie in den Vorperioden. Damit gab die Gesamtteuerung auf 8,5 % nach. In den kommenden Monaten sollte vor allem diese Rate weiter fallen. Die Kernteuerung bleibt allerdings voraussichtlich auch 2023 unangenehm hoch.

Verbraucherpreise, % gg. Vorjahr	2019	2020	2021	2022p	2023p
Deutschland*	1,4	0,5	3,1	7,4	5,0
Eurozone	1,2	0,3	2,6	7,6	4,4
USA	1,8	1,2	4,7	8,2	4,0

p=Prognose, *nationale Abgrenzung

Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

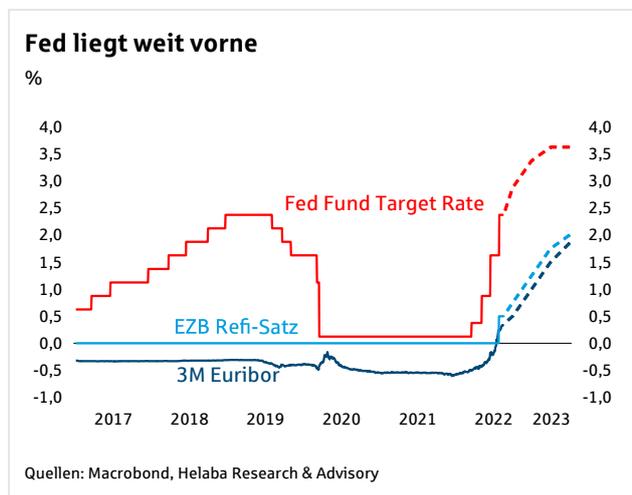
Geldpolitik: Notenbanken halten Kurs



- Trotz wachsender Konjunkturrisiken muss die EZB Kurs halten
- Der EZB-Rat dürfte mittel- bis langfristig einen Einlagensatz von 1,5 % anpeilen
- Neue Instrumente wie TPI zur Spreadkontrolle halten der EZB dabei den Rücken dafür frei
- Die US-Notenbank strafft weiter – im Juli zweiter Zinsschritt von 75 Basispunkten in Folge
- Der Endpunkt im Leitzins-Zyklus Anfang 2023 liegt wohl bei gut 3,5 %
- In den USA riskiert man lieber eine Rezession, als zu wenig gegen die Inflation zu tun

uk/ Für die **EZB** werden die kommenden Monate vermutlich zum Stresstest ihrer „neuen“ stabilitätsorientierten Geldpolitik: Hält sie trotz wachsender Konjunkturunsicherheiten ihren avisierten Kurs? Gelingt ihr dies, wird sie an **Vertrauen** zurückgewinnen. Fällt sie hingegen in alte Muster zurück, verliert sie wohl nachhaltig an Glaubwürdigkeit, was ihr die Arbeit in den kommenden Jahren erschweren würde. Die EZB hat mit dem **TPI** (Transmission Protection Instrument) ein geldpolitisches Werkzeug geschaffen, das es ihr ermöglicht, die Risikoaufschläge im Euroraum zu kontrollieren. Dies soll dem EZB-Rat den Rücken für Zinsanhebungen freihalten, damit das **Inflationsmandat** erfüllt werden kann.

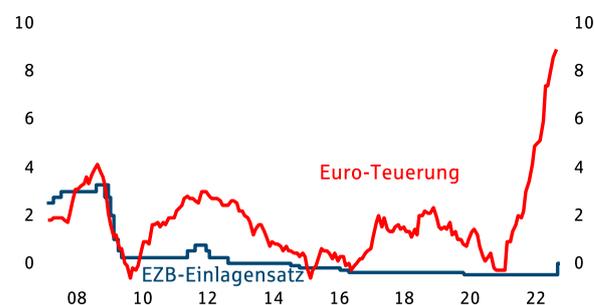
Wir gehen davon aus, dass die EZB mittelfristig einen **Einlagensatz von 1,5 %** anpeilt, auch weil die Euro-Teuerung sich hartnäckig über dem 2 %-Inflationsziel der EZB hält. Anders wäre die Ausgangslage, wenn Russland die Gaslieferungen nach Europa komplett stoppt oder die politische Krise in Italien eskaliert. Dies würde den Zinserhöhungselan der EZB vermutlich spürbar bremsen.



die Teuerung wieder zielkonform ist. Die Rezessionsrisiken sind für 2023 erhöht, aber eine etwas holprige Landung auf dem Potenzialpfad bleibt weiter ein plausibles Szenario. Angesichts der scharfen Kritik an der hohen Teuerung in der US-amerikanischen Öffentlichkeit würde die Fed zögern, selbst bei Zeichen einer unerwartet starken Abkühlung der Konjunktur auf Zinssenkungen umzuschwenken, so lange sich keine spürbar niedrigere Inflation abzeichnet – zum Beispiel wegen eines massiven Energiepreisverfalls.

Druck auf EZB bleibt hoch

% bzw. % gg. Vj.



Quellen: Refinitiv, Helaba Research & Advisory

pf/ Die **Fed** hat Ende Juli den Leitzins erneut um 75 Basispunkte angehoben. Damit liegt der Zielkorridor nun bei 2,25 % bis 2,50 %. Der aktuelle Daten-Mix spricht für eine weitere spürbare Erhöhung auf der Septemberversitzung, allerdings wohl eher im Umfang von 50 Basispunkten.

Der weitere geldpolitische Fahrplan ist ebenfalls „datenabhängig“, aber die noch immer hohe Teuerung wird die Fed zunächst auf Straffungskurs halten. Anfang 2023 sollte die Federal Funds Rate dann mit **gut 3,5 %** ihr Hoch erreichen. Voraussetzungen hierfür sind eine konjunkturelle Abschwächung und klare Anzeichen für nachlassenden Inflationsdruck. Wir gehen davon aus, dass die Fed ihre Straffung vorausschauend gestaltet und die Zinsen nicht so lange anhebt, bis

%	aktuell*	Q3/22	Q4/22	Q1/23	Q2/23
3M Euribor	0,35	0,50	1,00	1,50	1,85
EZB Refi-Satz	0,50	0,75	1,25	1,75	2,00
Fed Funds Rate	2,38	2,88	3,38	3,63	3,63

* 17.08.2022

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Staatsanleihen: Nicht wirklich attraktiv



- Die Renditen sind zuletzt wieder auf dem Weg nach oben
- EZB dürfte restriktiven Kurs halten und Zinsniveau insgesamt nach oben verschieben
- Die Renditen werden aber wegen Konjunkturschwäche nicht so stark steigen wie bisher erwartet
- Bunds am Jahresende bei 1,4 % erwartet, 10-jährige US-Treasuries bei 3,0 %
- Die EZB versucht die Spreads im Euroraum durch gezielte Markteingriffe unter Kontrolle zu halten
- Der Abstand von Kapitalmarktzinsen zur Inflation bleibt vorerst sehr hoch

uk/ Die Rendite 10-jähriger **Bunds** kletterte zuletzt wieder über die **1 %-Marke**. Auch die US-Renditen orientierten sich tendenziell aufwärts, wofür u.a. relativ robuste Arbeitsmarktdaten und steigende Inflationserwartungen in den USA verantwortlich waren. Die Terminmarktzinsen in den USA haben gleichzeitig nach oben gedreht – ebenso

im Euroraum, wo seit Mitte Juni ein deutlicher Renditerückgang zu verzeichnen war. Zum schwelenden **Gas-Stopp-Szenario** hatte sich durch die Regierungskrise in Italien das **Euro-Krisenszenario** hinzugesellt. Allerdings kann die **EZB** den eingeschlagenen restriktiven Kurs nicht verlassen, will sie keinen weiteren Verlust an Glaubwürdigkeit riskieren.

Die Stimmung bei Unternehmen und Konsumenten hat sich inzwischen merklich eingetrübt. Angesichts der **verschlechterten Konjunkturperspektiven** beiderseits des Atlantiks und reduzierter Wachstumsprognosen haben wir die Zinserwartungen für Bundesanleihen und US-Treasuries ebenfalls gesenkt.



einer Rendite von **1,4 %** aus. 10-jährige Swapsätze dürften bei etwa 2,1 % notieren. 10-jährige US-Staatsanleihen sollten in Verbindung mit den noch folgenden Zinsanhebungen der Fed wieder die **3 %-Marke** erreichen. Die Renditeprognosen wurden damit zwar gegenüber Juli deutlich reduziert, eine nachhaltige Entspannung bei Staatsanleihen ist u. E. jedoch nicht in Sicht, vor allem da die Lage an der **Inflationsfront kritisch** bleibt. Lediglich im Fall einer schweren, länger anhaltenden Rezession wäre Kurspotenzial vorhanden.

In allen Szenarien dürften sich die deutschen Kapitalmarktzinsen weiterhin unterhalb der Inflation bewegen, was für ein anhaltend schwieriges Umfeld für Sparer spricht. Problematisch ist derzeit auch die jüngste **Abflachung der Zinskurve**. Lag der Abstand zwischen zehnjährigen Bundesanleihen Ende Juni noch über 0,8 Prozentpunkte, so hat er sich inzwischen halbiert. Die Attraktivität längerer Laufzeiten ist somit zuletzt geschrumpft. In den USA ist der Spread sogar in den negativen Bereich abgetaucht. Das Chance-Risikoprofil von Renten ist insgesamt ungünstig. Allerdings dürften viele Anleger mit Blick auf die laufenden und möglicherweise noch ausstehenden Krisen eher auf **Vermögenserhalt** setzen, als auf eine gute Performance.

Für das Jahresende gehen wir bei Bunds nunmehr von einer Rendite von **1,4 %** aus. 10-jährige Swapsätze dürften bei etwa 2,1 % notieren. 10-jährige US-Staatsanleihen sollten in Verbindung mit den noch folgenden Zinsanhebungen der Fed wieder die **3 %-Marke** erreichen. Die Renditeprognosen wurden damit zwar gegenüber Juli deutlich reduziert, eine nachhaltige Entspannung bei Staatsanleihen ist u. E. jedoch nicht in Sicht, vor allem da die Lage an der **Inflationsfront kritisch** bleibt. Lediglich im Fall einer schweren, länger anhaltenden Rezession wäre Kurspotenzial vorhanden.

Flache bzw. inverse Zinskurve

Renditedifferenz, Prozentpunkte



%	aktuell*	Q3/22	Q4/22	Q1/23	Q2/23
10j. Bundesanl.	1,08	1,10	1,40	1,50	1,70
10j. US-Treasuries	2,90	2,90	3,00	3,00	3,20

*17.08.2022

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Aktien: Auf Erholungskurs

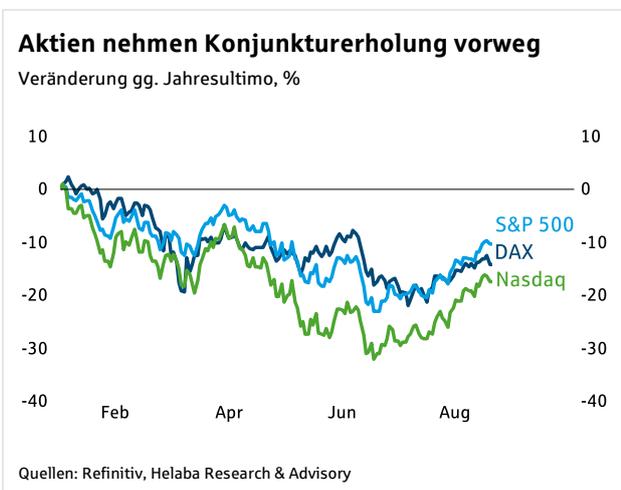


- Die international führenden Aktienindizes setzten ihren Erholungskurs fort
- Schwaches Wirtschaftswachstum und hohe Inflation dürften weitestgehend eingepreist sein
- In Europa bleibt das Thema Sicherheit und Kosten der Energieversorgung akut
- Die Zinserhöhungserwartungen haben sich zuletzt etwas beruhigt
- Der Konjunkturpessimismus dürfte bald seinen Höhepunkt erreichen
- Aufgrund moderater Bewertungen ist das Chance-Risiko-Verhältnis von Aktien attraktiv

mr/ Die international führenden Aktienindizes konnten weiter zulegen und einen großen Teil der in der ersten Jahreshälfte erlittenen **Kursverluste wettmachen**. Im Vormonatsvergleich führt der technologie-lastige Nasdaq Composite die Performance-Rangliste an. Der hohe Anteil an Technologietiteln ist der Hauptgrund, dass sich der S&P 500 etwas besser entwickelte als die europäischen Pendanten EURO STOXX 50 und DAX. Trotz des Kursanstiegs sind die **Abwärtstrends noch nicht gebrochen**. Der S&P 500 hat sich zuletzt an die 200-Tage-Linie heran gearbeitet. Hier steht aus technischer Sicht ein für die kurzfristigen Perspektiven wichtiger Test an. Es wäre nicht ungewöhnlich, wenn einige Anleger die jüngsten Kursanstiege für Gewinnmitnahmen nutzen würden, zumal mit dem September der klassische Angstmonat für Aktienanleger vor der Tür steht.



wirkte. Die konjunkturellen Frühindikatoren, wie zuletzt der ZEW-Index, gaben zwar weiter nach. Das sehr niedrige Niveau spricht jedoch dafür, dass der **Wachstumspessimismus** bald seinen Höhepunkt erreicht.



Allerdings haben Aktien im ersten Halbjahr schon sehr **viel Negatives vorweggenommen**. Hohe Inflation, schwaches Wachstum, steigende Leitzinsen und geopolitische Unsicherheiten scheinen bereits hinreichend in den Notierungen berücksichtigt zu sein. Die befürchteten negativen Konsequenzen für die Unternehmensgewinne sind bislang größtenteils ausgeblieben. Vielmehr konnte das Gros der Unternehmen in der Berichterstattung über das zweite Quartal **positiv überraschen**.

Indessen hat sich der Anteil über den Erwartungen liegender Inflationsdaten zuletzt etwas reduziert und zu einer **Beruhigung der Zinserhöhungserwartungen** geführt, was sich positiv auf die Notierungen aus-

Indexpunkte	aktuell*	Q3/22	Q4/22	Q1/23	Q2/23
DAX	13.627	13.000	14.000	15.000	15.300
Euro Stoxx 50	3.756	3.550	3.800	4.050	4.150
S&P 500	4.274	3.950	4.200	4.450	4.550

* 17.08.2022 Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Da sich die Erholung aber verzögert, haben wir jüngst unsere **Prognosen** für DAX und EURO STOXX 50 leicht reduziert. Aktien nehmen einen Konjunkturaufschwung allerdings rund ein halbes Jahr vorweg. Auf dem aktuellen Niveau überwiegen daher für mittelfristig orientierte Anleger unseres Erachtens die Chancen. Kurzfristig kann es in dieser stark von Unsicherheit geprägten Phase zwar noch zu Kursrücksetzern kommen. Diese böten mittelfristig orientierten Anlegern aufgrund der moderaten Bewertung deutscher und europäischer Titel allerdings die **Gelegenheit zum Einstieg**.

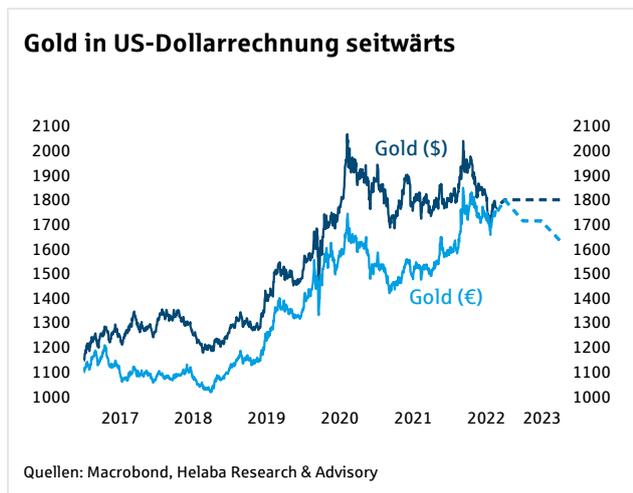
Gold: Zwischen Konjunktursorgen und nachlassenden US-Inflationserwartungen



- Schwieriges fundamentales Umfeld für Gold, insbesondere durch US-Geldpolitik
- Starker US-Dollar und nachlassende US-Inflationserwartungen belasten
- Konjunktursorgen befördern Gold temporär
- Seitwärtsbewegung um 1.800 US-Dollar

cw/ Das fundamentale Umfeld für Gold bleibt trotz bestehender Inflationsdynamik schwierig. Zwar schaffte es das Edelmetall temporär wieder über 1.800 US-Dollar je

Feinunze, nachdem der Preis bis auf 1.684 gefallen war. Zuletzt ging es jedoch in US-Dollar-Rechnung wieder abwärts. In Euro fällt die Rechnung besser aus. Hier konnte sich der Goldpreis nach seinem vorherigen Tief bei 1.749 stabilisieren. Es ist der starke US-Dollar aufgrund einer im Inflationenkampf wesentlich strikteren Fed, der Gold belastet. Profitieren kann das Edelmetall allenfalls temporär von Konjunktursorgen, in deren Zentrum aktuell China rückt. Vorerst ist mit keinen Ausbrüchen in die eine oder andere Richtung zu rechnen. Vielmehr dürfte der Goldpreis in den kommenden Wochen um 1.800 US-Dollar/Feinunze schwanken.



Preis / Feinunze	aktuell*	Q3/22	Q4/22	Q1/23	Q2/23
Gold in Euro	1.730	1.800	1.714	1.714	1.636
Gold in US-Dollar	1.762	1.800	1.800	1.800	1.800

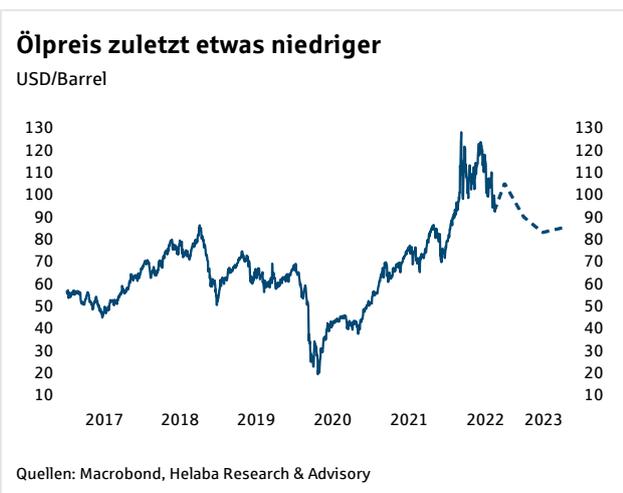
* 17.08.2022
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Rohöl: Nachfragesorgen drücken Preise



- OPEC+: Ab September nur 100 Tsd. Barrel/Tag mehr
- US-Produktion steigt im Trend
- Lagerbestände gehen noch zurück; Stabilisierung der kommerziellen Bestände
- Konjunktursorgen belasten Ölmärkte

Die Lage am globalen Ölmarkt ist weiterhin geprägt von allmählichen Produktionserhöhungen bei gleichzeitig sinkenden Lagerbeständen sowie einer anhaltend hohen Risikoprämie aufgrund geopolitischer Unwägbarkeiten. Mit Spannung wurde das OPEC+-Treffen Anfang dieses Monats erwartet. Nachdem die in der Pandemie ergriffenen Förderkürzungen zurückgenommen wurden, soll ab September mehr Öl gefördert werden. Das Plus fällt mit täglich 100 Tausend Barrel aber enttäuschend gering aus. Allerdings steigt auch in den USA die Fördermenge im Trend, insbesondere im Permian Basin, wo neue Rekordzahlen gemeldet werden. Insgesamt liegt die US-Ölproduktion aber noch unter dem Vorpandemieniveau, sodass der Verkauf aus der strategischen Reserve nötig ist, um die Preise zu deckeln. Währenddessen deuten die stabilisierten kom-



merziellen Lagerbestände auf eine nachlassende Nachfragedynamik hin. Konjunktursorgen auch in China waren die Haupttreiber der jüngsten Ölpreisschwäche. Dies könnte sich noch fortsetzen.

Preis / Barrel	aktuell*	Q3/22	Q4/22	Q1/23	Q2/23
Rohöl Brent	94	105	90	83	85

* 17.08.2022
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Immobilien: Noch immer sehr robust



- Jahresperformance offener Immobilienfonds wie im Vormonat bei 2,2 %
- Mittelzuflüsse von 3,5 Mrd. Euro im ersten Halbjahr – rund ein Fünftel unter Vorjahr
- Investmentumsätze mit Gewerbeimmobilien in Deutschland zuletzt schwach
- Deutsche Wohnimmobilienpreise im zweiten Quartal nochmals kräftig gestiegen
- Büromarkt weiterhin solide; Kaufpreise und Mieten legen weiter zu
- Hohe Inflation und Onlinehandel sorgen für anhaltenden Druck auf Einzelhandelsimmobilien

smi/ Die **Performance offener Immobilienfonds (OIF)**, gemessen am „Helaba OIF-Index“, lag zuletzt bei 2,2 %. Der Index umfasst die durchschnittliche Wertentwicklung von neun großen offenen Immobilienfonds der vier führenden Anbieter. Im ersten Halbjahr 2022 erzielte die Fondskategorie ein **Nettomittelaufkommen** von 3,5 Mrd. Euro (Juni: 389 Mio. Euro) und damit rund 20 % weniger als im Vorjahreszeitraum. Der Abstand der Performance zur Rendite 10-jähriger Staatsanleihen hat sich inzwischen wieder auf mehr als einen Prozentpunkt erhöht und damit die relative Attraktivität der Immobilienanlage verbessert.



Allerdings geht das schwierigere wirtschaftliche Umfeld nicht spurlos am Investmentmarkt vorüber. So fiel das **Transaktionsvolumen** gewerblicher Immobilien in Europa im zweiten Quartal um fast ein Fünftel gegenüber dem Vorjahreszeitraum. Schwach war vor allem die Entwicklung in Deutschland, wo sich die Umsätze

mehr als halbierten, während die Rückgänge z.B. in Großbritannien (-11 %) und Frankreich (-6 %) moderater waren. Auch die Performance der OIF dürfte mit der üblichen zeitlichen Verzögerung auf die verschlechterten Rahmenbedingungen reagieren und voraussichtlich im Verlauf des nächsten Jahres leicht zurückgehen.

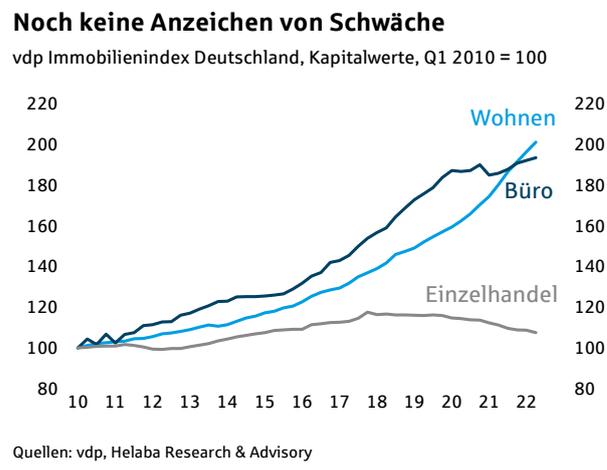
allerdings geht das schwierigere wirtschaftliche Umfeld nicht spurlos am Investmentmarkt vorüber. So fiel das **Transaktionsvolumen** gewerblicher Immobilien in Europa im zweiten Quartal um fast ein Fünftel gegenüber dem Vorjahreszeitraum. Schwach war vor allem die Entwicklung in Deutschland, wo sich die Umsätze

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

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

Die vom Pfandbriefverband vdp veröffentlichten Immobilienindizes für das zweite Quartal 2022 spiegeln jedoch noch keine Eintrübung durch den Ukraine-Krieg und höhere Zinsen wider. Bei **Wohnimmobilien** nahm die Preisdynamik kaum ab. Wir haben daher unsere Prognose für den Jahresdurchschnitt 2022 angehoben, gehen aber weiterhin davon aus, dass sich der Preisauftrieb von 10 % gegenüber Vorjahr bis Jahresende deutlich verlangsamen wird. Belastungsfaktoren wie der erheblich gesunkenen Erschwinglichkeit von Wohneigentum stehen stabilisierende Effekte des nach wie vor knappen Neubauangebots gegenüber. Manche Projekte werden angesichts kräftig steigender Baupreise und Materialengpässen derzeit zurückgestellt.

Robust präsentiert sich der **Büromarkt**. Hier legten die Kapitalwerte und Mieten zuletzt unverändert zu – im Vorjahresvergleich immerhin um 4 % bzw. knapp 3 %. Die Leerstände sind von sehr niedrigen Niveaus bisher nur leicht gestiegen. Unter Druck bleiben die durch Onlinehandel und hohe inflationsbedingte Kaufkraftverluste gebeutelten **Einzelhandelsimmobilien**, deren Werte in den vergangenen zwölf Monaten um 3 ½ % nachgegeben haben.



Devisen: Euro noch in schwierigem Fahrwasser

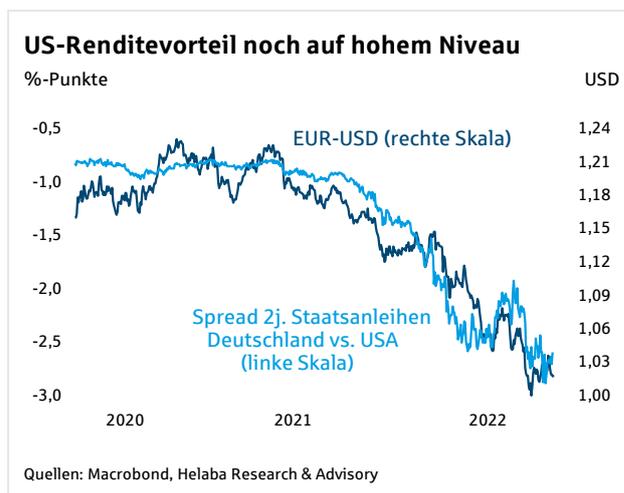


- Der Euro-Dollar-Kurs notiert knapp über der Parität, da hohe Unsicherheiten weiter belasten
- Ende der US-Zinserhöhungen absehbar, so dass Rückenwind für Dollar nachlassen wird
- Euro-Dollar-Kurs dürfte sich mittelfristig erholen, wenn zusätzliche Schocks ausbleiben
- Britisches Pfund durch Bank of England trotz drohender Rezession unterstützt
- Schweizer Franken wird höherer Risikoneigung und Zinsnachteil nicht ewig trotzen
- Erholung des Japanischen Yen dürfte sich vorerst nicht fortsetzen

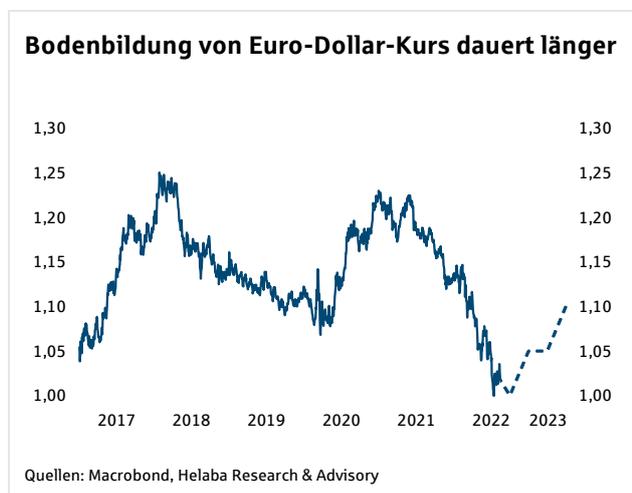
ca/ Der **US-Dollar** hat zuletzt allgemein etwas nachgeben. Gegenüber dem Euro notierte er jedoch per saldo kaum verändert, was nicht gerade für die Gemeinschaftswährung spricht. Der Euro-Dollar-Kurs setzte sich zumindest oberhalb der Parität fest, konnte aber die wichtigen charttechnischen Marken nicht zurückerobern. Die US-Zinserhöhungserwartungen erhielten einen leichten Dämpfer, was die Risikofreude an den Finanzmärkten wachsen ließ bzw. den US-Renditevorteil reduzierte. Dadurch tendierte der Dollar schwächer, jedoch eben nicht gegenüber dem Euro, da dort die Zinserwartungen ebenso nachließen.

Trotz zweier rückläufiger Quartale scheint das zugrundeliegende Wachstum in den USA nicht so schlecht zu sein, was u.a. der robuste Arbeitsmarkt untermauert. In der Eurozone fielen die BIP-Zahlen im zweiten Quartal zwar erstaunlich kräftig aus. Allerdings besteht hier weiterhin das **Energieproblem**. Auch nach Ende der Wartungen von Nord Stream 1 liefert Russland nur ein stark reduziertes Gasvolumen nach Europa. Der Gaspreis kletterte weiter und notiert nahe der Höchststände. Diese hohen Preise stellen bis auf Weiteres eine signifikante konjunkturelle Belastung dar, zumal zusätzlich das Damoklesschwert eines kompletten Lieferstopps über Europa schwebt. In naher Zukunft ist keine Entspannung zu erwarten, weshalb das kurzfristige Erholungspotenzial für den Euro-Dollar-Kurs begrenzt ist.

Allerdings sieht es für den Dollar ebenfalls nicht rosig aus. Auch wenn die USA den Rutsch in eine Rezession vermeiden können, werden die nächsten Quartale holprig sein. Die **US-Notenbank** dürfte nach der erneuten Anhebung um 75 Basispunkte ihr **Zinserhöhungstempo drosseln**, da die Inflation den Zenit wohl überschritten hat. Den geldpolitischen Rückenwind hat der Greenback reichlich ausgekostet. Folglich ist die US-Währung stark überbewertet, was auf mittlere und längere



Sicht eine Hypothek darstellt. Außerdem straffen andere Notenbanken wie die EZB – wenn auch langsamer – ihre Geldpolitik ebenso, so dass sich der US-Renditevorteil allmählich verringern dürfte. Sollte die Risikoneigung an den Kapitalmärkten weiter zunehmen, würde dies dem Dollar ebenso wenig in die Karten spielen.

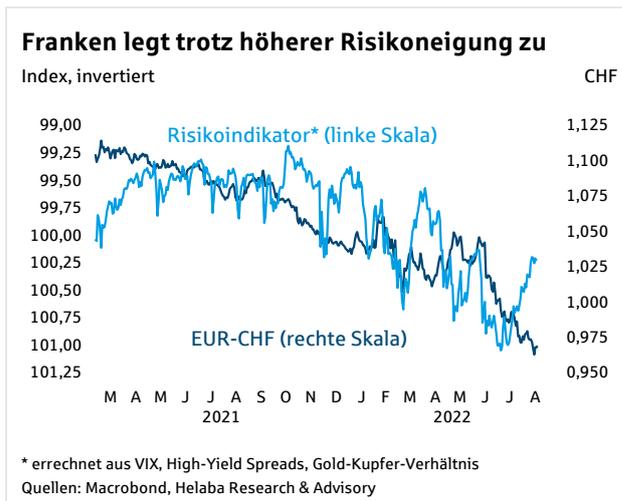


Angesichts der zusätzlich erhöhten Unsicherheit in Europa haben wir die **Euro-Dollar-Prognose** jüngst reduziert. Der Wechselkurs wird sich vermutlich kurzfristig nicht weit von der Parität entfernen. Bis Jahresende dürfte sich der Euro gegenüber dem Dollar dann doch noch etwas auf **1,05** erholen und diesen Trend dann 2023 fortsetzen, sofern nicht neue schwere geopolitische bzw. konjunkturelle Hindernisse auftauchen.

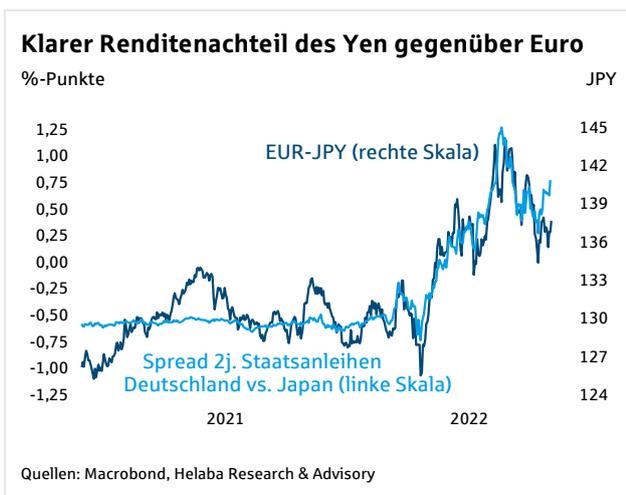
Das **Britische Pfund** wertete jüngst leicht auf, obwohl sich dort die konjunkturellen Aussichten eintrübten. Die Preisanhebungen der Strom- und Gasversorger werden die Inflation im Herbst deutlich in den zweistelligen Bereich springen lassen. Durch den Kaufkraftverlust ist eine zumindest kurze Rezession im Winterhalbjahr kaum noch zu vermeiden, zumal das Wachstum schon spürbar nachgelassen hat. Allerdings haben noch trübere Projektionen die Bank of England nicht abgeschreckt, die geldpolitische Straffung zu beschleunigen und den Leitzins um 50 Basispunkte zu erhöhen – in diesem Ausmaß erstmals seit 1995. Weitere Schritte werden angesichts der zu hohen Teuerung folgen. Die Renditedifferenzen gegenüber Euro und US-Dollar bewegten sich leicht zu Gunsten des Pfunds. Dies könnte sich in den nächsten Monaten fortsetzen, was das Pfund unterstützen würde.

Bei der Wahl zum neuen konservativen Parteichef und damit **Premierminister** scheint Außenministerin **Truss** die Nase vorne zu haben. Dies spricht gegen eine Verbesserung der Beziehungen zur EU. Dieses Risiko spiegelt der Devisenmarkt aber vorerst nicht wider. Der Euro-Pfund-Kurs dürfte bis Ende 2022 noch etwas nachgeben. Gegenüber dem US-Dollar könnte die britische Währung auf 1,28 steigen.

Der **Schweizer Franken** zählte zu den klaren Gewinnern am Devisenmarkt. Der Euro-Franken-Kurs notiert immer deutlicher unterhalb der Parität und rutschte unter 0,97. Die allgemein höhere Risikoneigung an den Finanzmärkten sprach zuletzt kaum für den sicheren Anlagehafen. Die Schweizer Wirtschaft ist zwar generell nicht so gasabhängig. Dennoch ist das Land von dem Energieproblem betroffen, da die Lieferungen über die EU-Nachbarn laufen. Auch konjunkturell besteht eine hohe Abhängigkeit von der Eurozone.



Die verschärfte Franken-Aufwertung wurde von der überraschenden Zinsanhebung der Schweizer Notenbank ausgelöst. Die EZB hat mittlerweile nachgezogen. Die SNB wird zwar noch einige Zinsschritte vornehmen, jedoch dürfte die EZB den Leitzins stärker anheben. Der klare Renditevorteil des Euro gegenüber dem Franken unterstreicht dies und deutet auf Wechselkurse oberhalb der Parität hin. Angesichts der hohen Unsicherheit bleibt die Schweizer Währung kurzfristig stark. Erst in einigen Monaten werden dann eher fundamentale Gesichtspunkte eine größere Rolle spielen. Der **Euro-Franken-Kurs** sollte dann wieder **über die Parität** steigen.



Der **Japanische Yen** war unter den Hauptwährungen zuletzt der größte Gewinner. Die Funktion als sicherer Anlagehafen spielte keine Rolle – genau genommen wurde der Yen sogar wie eine Hochrisikowährung gehandelt. Vielmehr half, wenn auch etwas verspätet, der Rückgang der globalen Anleiherenditen Japans Währung, da der Zinsnachteil dadurch sank. Zudem wurden spekulative Positionen gegen den Yen abgebaut.

Die Bank of Japan rüttelt weiterhin nicht an ihrer expansiven Geldpolitik. In den nächsten Monaten könnte daher Japans Renditenachteil, gerade auch gegenüber dem Euro, wieder zunehmen und der Yen nachgeben. Jenseits der nahen Zukunft ist auch die japanische

Geldpolitik nicht in Stein gemeißelt. Daher könnte der Yen insbesondere gegenüber dem US-Dollar mittelfristig zulegen, wenn die Zinsanhebungen der Fed enden. Der Yen dürfte gegenüber dem Euro geringfügig verlieren und gegenüber dem Dollar aufwerten.

gg. Euro	aktuell*	Q3/22	Q4/22	Q1/23	Q2/23
US-Dollar	1,02	1,00	1,05	1,05	1,10
Jap. Yen	138	136	140	138	142
Brit. Pfund	0,84	0,85	0,82	0,82	0,82
Schw. Franken	0,97	0,98	1,01	1,03	1,05

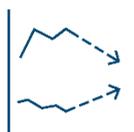
* 17.08.2022 Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory



Prognosetabelle BIP und Inflation

	Bruttoinlandsprodukt				Verbraucherpreise			
	reale Veränderung gg. Vorjahr, %				Veränderung gg. Vorjahr, %			
	2020	2021	2022p	2023p	2020	2021	2022p	2023p
Eurozone	-6,5	5,3	3,0	1,1	0,3	2,6	7,6	4,4
Deutschland	-4,1	2,6	1,5	0,4	0,5	3,1	7,4	5,0
Frankreich	-7,9	6,8	2,6	1,0	0,5	2,1	5,7	3,6
Italien	-9,1	6,6	3,5	1,5	-0,1	1,9	7,5	4,0
Spanien	-10,8	5,1	4,5	1,8	-0,3	3,0	9,0	4,0
Niederlande	-3,8	4,9	2,5	1,2	1,1	2,8	9,2	4,0
Österreich	-6,8	4,9	3,8	1,3	1,4	2,8	8,2	4,4
Schweden	-2,3	4,9	1,7	1,0	0,5	2,2	7,4	4,2
Polen	-2,1	5,8	4,4	2,0	3,4	5,1	13,4	8,3
Tschechien	-5,5	3,5	2,1	1,8	3,2	3,8	14,7	5,5
Ungarn	-4,7	7,1	4,3	2,1	3,3	5,1	11,5	7,3
Großbritannien	-9,3	7,4	3,5	0,0	0,9	2,6	9,5	8,0
Schweiz	-2,4	3,8	2,5	1,5	-0,7	0,6	2,5	1,5
USA	-3,4	5,7	1,8	1,5	1,2	4,7	8,2	4,0
Japan	-4,6	1,7	1,3	1,7	0,0	-0,2	2,5	1,5
Asien ohne Japan	-0,6	6,9	4,0	4,7	3,0	2,4	3,9	3,1
China	2,3	8,2	3,5	5,0	2,5	0,9	2,5	2,5
Indien*	-6,6	8,9	7,0	5,2	6,6	5,1	6,9	5,0
Russland	-3,1	3,7	-9,0	0,0	3,4	6,7	16,0	9,0
Türkei	1,8	11,0	3,3	3,5	12,3	19,6	45,0	18,0
Lateinamerika**	-7,3	7,0	2,4	2,3	6,5	11,3	13,1	8,7
Brasilien	-4,1	5,0	1,0	2,0	3,2	8,3	8,0	5,0
Welt	-3,1	6,1	2,8	3,0	2,3	3,9	7,0	4,4

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



Kapitalmarktprognosen

	Veränderung seit ...		aktueller Stand**	Helaba Prognosen			
	31.12.2021	Vormonat*		Q3/2022	Q4/2022	Q1/2023	Q2/2023
Zinsen	Basispunkte		%				
EZB Refi-Satz	50	0	0,50	0,75	1,25	1,75	2,00
EZB Einlagenzins	50	0	0,00	0,25	0,75	1,25	1,50
Tagesgeldsatz €STR	50	50	-0,09	0,20	0,70	1,25	1,50
3M Euribor	92	21	0,35	0,50	1,00	1,50	1,85
6M Euribor	130	12	0,75	0,80	1,25	1,70	1,95
2j. Bundesanleihen	135	5	0,73	0,50	0,90	1,25	1,50
5j. Bundesanleihen	135	-13	0,90	0,85	1,10	1,35	1,60
10j. Bundesanleihen	126	-14	1,08	1,10	1,40	1,50	1,70
2j. Swapsatz	182	5	1,52	1,25	1,45	1,80	2,00
5j. Swapsatz	166	-9	1,68	1,55	1,75	2,00	2,20
10j. Swapsatz	159	-13	1,89	1,85	2,10	2,20	2,35
20j. Swapsatz	138	-12	1,93	1,75	1,95	2,15	2,30
30j. Swapsatz	123	-9	1,71	1,75	1,95	2,15	2,30
Fed Funds Target Rate	225	75	2,38	2,88	3,38	3,63	3,63
10j. US-Treasuries	139	2	2,90	2,90	3,00	3,00	3,20
Aktien	Landeswährung, %						
DAX	-14,2	2,9	13.627	13.000	14.000	15.000	15.300
Euro Stoxx 50	-12,6	4,4	3.756	3.550	3.800	4.050	4.150
Dow Jones	-6,5	6,1	33.980	31.800	33.700	35.500	36.200
S&P 500	-10,3	6,9	4.274	3.950	4.200	4.450	4.550
Nikkei 225	1,5	5,1	29.223	27.000	29.000	31.000	31.500
Gold und Brentöl	%						
Gold €/Unze	7,5	3,0	1.730	1.800	1.714	1.714	1.636
Gold \$/Unze	-3,7	2,5	1.762	1.800	1.800	1.800	1.800
Brentöl \$/Barrel	20,4	-9,8	94	105	90	83	85
Devisen	jeweils gg. Euro, %		jeweils gg. Euro				
US-Dollar	11,7	0,5	1,02	1,00	1,05	1,05	1,10
Japanischer Yen	-4,8	2,2	138	136	140	138	142
Britisches Pfund	-0,4	0,9	0,84	0,85	0,82	0,82	0,82
Schweizer Franken	7,1	2,0	0,97	0,98	1,01	1,03	1,05

* 21.07.2022 ** 17.08.2022

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/>