

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

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

### Editorial: Am Gas-Tropf



gt/ Nach zwei Jahren Pandemie waren die Hoffnungen zum Jahresanfang groß, dass 2022 ein Jahr des Aufschwungs werden könnte. Mit dem Angriff Russlands auf die Ukraine haben sich diese jedoch schnell verflüchtigt. Zwar wirken die Sanktionen gegenüber Russland nicht unmittelbar rezessiv, allerdings führt die Angst vor russischen Gegenmaßnahmen zu erheblichen Energiepreissteigerungen. Die einmal im Jahr üblichen Wartungsmaßnahmen an der Gas-Pipeline Nord Stream 1 ließen Befürchtungen aufkommen, dass danach der Gashahn gar nicht mehr aufgedreht werden könnte. Deutschland hängt trotz einer gewissen Reduktion der Abhängigkeit immer noch am russischen Gas-Tropf. Ein vollständiger Stillstand würde hierzulande zu einer schweren Rezession führen.

Selbst wenn das russische Gas nach den Wartungsarbeiten wieder fließt, sind die Aussichten nicht rosig, aber es wäre wahrscheinlicher, dass dann eine Rezession vermieden werden könnte. Je geringer der Durchfluss in den nächsten Monaten sein wird, desto höher ist die Gefahr einer schrumpfenden Wirtschaft mit allen negativen Folgen. Gleichzeitig wirkt das Ausbleiben des Gases – medizinisch gesprochen – infektiös. Weitere Preissteigerungen in einem sowieso schon inflationären Umfeld sind eine Belastung für den sozialen Frieden.

Die Geld- und die Fiskalpolitik sind deshalb gefordert. Die EZB hat endlich auch ihren Zinserhöhungszyklus begonnen. Wichtig ist jedoch, dass sie ein Bekenntnis zur Sicherung der Geldwertstabilität ohne Wenn und Aber abgibt, damit die Inflationserwartungen nicht aus dem Ruder laufen. Dies ist für eine Notenbank, die sich in den letzten Jahren eher anderen Zielen wie Nachhaltigkeit und Finanzstabilität gewidmet hat, sicherlich eine große Herausforderung.

Aber auch die Fiskalpolitik kann etwas tun, denn der Staat ist ein Gewinner der Inflation – einerseits als Schuldner, und andererseits durch die kalte Progression. Erleichterungen durch die Anpassung der steuerlichen Einkommengrenzen und die gezielte Unterstützung der sozial Schwachen sind das Gebot der Stunde. Nur so besteht die Chance, dass die Inflation als die grausamste Steuer Deutschland nicht zu einem Patienten auf der Intensivstation macht.

Ihre

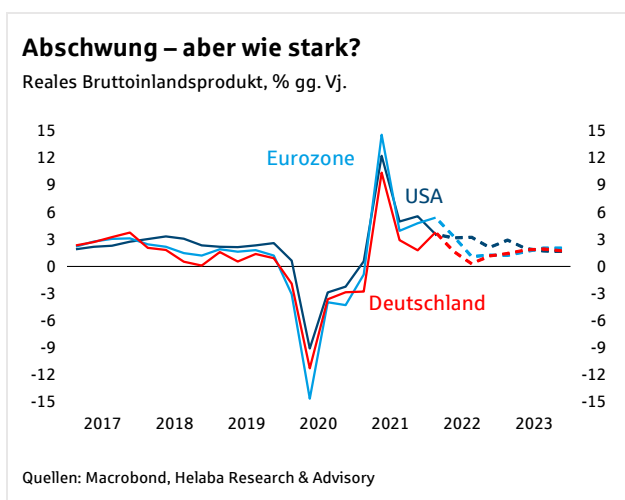
**Dr. Gertrud R. Traud**  
Chefvolkswirtin/Head of Research & Advisory

## Konjunktur: Hohe Inflation, weniger Wachstum



- Weltwirtschaft kämpft mit Energiepreisschock, Inflation und steigenden Zinsen
- Aktuelle Lage in Europa schwieriger als in den USA, China ringt mit „Zero-Covid“
- Deutsche Konjunktur durch hohe Energiepreise und Lieferkettenprobleme gebremst
- Dauerhafter Gasstopp durch Russland würde zu Rezession in Deutschland führen
- Eurozone wächst dank europäischem Hilfsprogramm zurzeit stärker als Deutschland
- Inflation verbreitet sich auf viele Produktgruppen und bleibt erhöht

pf/ Die Hoffnungen auf ein weiteres überdurchschnittliches Erholungsjahr nach der Pandemie haben sich nach dem russischen Angriff auf die Ukraine verflüchtigt. Mittlerweile schwinden vielerorts selbst die Hoffnungen auf ein konjunkturell normales Jahr. Die Wahl scheint nur noch zu sein zwischen „am Rande“ und „in“ der **Rezession**. Kurzfristig hat der Ukraine-Krieg vor allem die Energiepreise nach oben springen lassen, aber dies wirkt in einem sowieso schon inflationären Umfeld noch preistreibender als sonst, frisst die Realeinkommen auf und dämpft die Konsumnachfrage – trotz meist robuster Arbeitsmärkte und hoher Nominallohnzuwächse.



Die Wirtschaft in **China** ist wegen den Lockdowns im zweiten Quartal erwartungsgemäß geschrumpft. Hier ist nun mit einem positiven Gegeneffekt zu rechnen und auch billige Energie aus Russland stützt. Weniger gut sind die Aussichten für die **US-Wirtschaft**, die durch hohe Inflation und die drastische geldpolitische Straffung erheblich gebremst wird. Nach der Veröffentlichung der Daten zum zweiten Quartal am 28. Juli werden wir hier unsere Prognosen überarbeiten.

smü/ Der **Ukraine-Krieg** belastet das Wirtschaftswachstum in Deutschland und der Eurozone. Die Energiekosten für Unternehmen und Haushalte steigen weiter. Hinzu kommt eine starke Verunsicherung bezüglich der Gaslieferungen durch Russland. Sollten diese

nicht wiederaufgenommen werden, müsste mit einer Rezession gerechnet werden. Positiv zu verbuchen ist aber die weitgehende Aufhebung der Pandemiemaßnahmen in Europa, die zu Nachholeffekten führt.

Die Bundesregierung hat durch Programme mit einem Volumen von rund 35 Mrd. Euro (etwa 1 % des BIP) vor allem bei den privaten Haushalten für **Entlastung** gesorgt, z.B. durch die Erhöhung der Fernpendlerpauschale, die temporäre Senkung der Energiesteuer auf Kraftstoffe sowie die Abschaffung der EEG-Umlage. Höhere Ausgaben für Militär und für die Flüchtlinge aus der Ukraine bedeuten konjunkturell betrachtet ebenfalls eine Unterstützung für die hiesige Wirtschaft.

Trotzdem haben sich die Rahmenbedingungen durch die hohe Inflation und die Lieferkettenprobleme verschlechtert. Auch ohne Gasstopp steht Deutschland

am Rande einer Rezession. **Frühindikatoren** wie das ifo Geschäftsklima oder die ZEW-Konjunkturerwartungen bilden die große Verunsicherung bereits ab. Wir erwarten für das zweite Quartal 2022 kaum Wachstum. Auch danach ist bestenfalls mit einer anämischen Erholung zu rechnen. Damit überwiegen klar die Abwärtsrisiken für unsere Wachstumsprognose für Deutschland 2022 von kalenderbereinigt 1,7 %.

Bruttoinlandsprodukt, real % gg. Vorjahr	2019	2020	2021	2022p	2023p
Deutschland	1,1	-4,9	2,9	1,7	1,7
Eurozone	1,6	-6,5	5,3	2,7	1,7
USA	2,3	-3,4	5,7	3,0	2,0
Welt	3,1	-3,1	6,0	3,0	3,4

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

Leicht positive Impulse sind von den **privaten Haushalten** zu erwarten, auch wenn die Kriegereignisse und die drastisch gestiegene Inflation das Konsumentenvertrauen belasten. Die Beschäftigung nimmt noch zu und die Tariflöhne werden bei inflationsbedingt höheren Forderungen deutlich stärker steigen als im vergangenen Jahr.

Zudem werden der Mindestlohn auf 12 Euro sowie die gesetzlichen Renten im Sommer um 5 ½ % angehoben und die Sparquote dürfte auf das Vorkrisenniveau zurückgehen.

Die stark steigenden Energiepreise, vor allem die Heizkostenabrechnungen, belasten allerdings das Budget der privaten Haushalte. Entsprechend schlecht haben sich zuletzt die **Einzelhandelsumsätze** entwickelt. Aufgrund des Corona bedingt sehr schwachen Vorjahresniveaus dürfte der Zuwachs der Konsumausgaben 2022 dennoch überdurchschnittlich ausfallen.

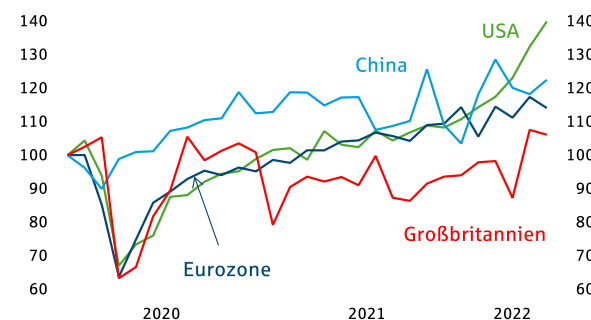
Die **Ausrüstungsinvestitionen** erholen sich 2022 nur mit einem Anstieg von 2 %. Hier besteht die Gefahr, dass die Kriegsereignisse die Kapitalbildung stärker bremsen als erwartet. Die **Bauinvestitionen** wachsen 2022 erneut unterdurchschnittlich. Kapazitätsgrenzen sowie der Mangel an Rohstoffen und Vorprodukten behindern. Gestiegene Baukosten und Zinsen belasten zunehmend die Kalkulation vor allem im Wohnungsbau.

Der deutsche **Außenhandel** wird 2022 das Wirtschaftswachstum dämpfen, da die Importe deutlich stärker steigen als die Exporte. Eingebrochen sind die Verkäufe nach Russland, während sich die Ausfuhren in die Vereinigten Staaten positiv entwickeln. Die chinesischen Lockdowns dürften sich noch einige Monate negativ bemerkbar machen. 2023 dürfte die deutsche Wirtschaft erneut um 1,7 % expandieren, allerdings mit dann mehr Dynamik in den einzelnen Quartalen.

Die **Eurozone** wächst 2022 mit 2,7 % deutlich stärker als Deutschland. Italien, Spanien und kleinere Länder profitieren vom europäischen Hilfsprogramm „NextGenerationEU“ besonders. Zudem spielt die Industrie, die aktuell unter Lieferengpässen leidet, in vielen Ländern eine geringere Rolle als hierzulande. 2023 dürften sich die Wachstumsrate des Währungsraums dann an den deutschen Wert von 1,7 % anpassen.

**Dynamischer Exportmarkt USA**

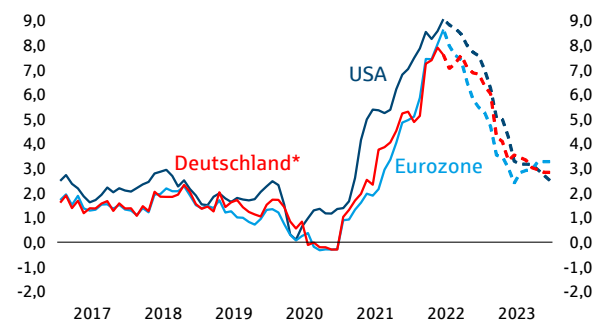
Deutsche Ausfuhren, Index: Januar 2020 = 100, saisonbereinigt



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

**Teuerungsraten am Gipfel**

Verbraucherpreise, % gg. Vj.



\*nationale Berechnungsweise

Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Die **Inflation** war im Juni in **Deutschland** mit 7,6 % weiterhin sehr hoch. In der Eurozone wurde mit 8,6 % ein neuer Höchstwert erreicht. Energie war im Währungsraum 42 % teurer als vor einem Jahr. Die Kernrate beträgt 3,7 %. Die Preise steigen auf breiter Front, zuletzt bei Waren um 4,3 %, bei Dienstleistungen um 3,4 %. Damit bleibt die Inflation deutlich über der von der EZB angestrebten 2-Prozentmarke.

Verbraucherpreise, % gg. Vorjahr	2019	2020	2021	2022p	2023p
Deutschland*	1,4	0,5	3,1	6,9	3,8
Eurozone	1,2	0,3	2,6	6,9	3,4
USA	1,8	1,2	4,7	8,2	4,0

p=Prognose, \*nationale Abgrenzung

Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

In den **USA** fiel der Verbraucherpreisindex zum Juni aus Sicht der Notenbank schlimm aus. Die Vorjahresrate sprang über die 9 %-Marke und viele Dienstleistungskategorien verzeichneten spürbare Anstiege, so dass auch der Kernindex um 0,7 % gegenüber Vormonat zulegte (5,9 % gg. Vj.). Zwar waren die Energiepreise auf Basis der Wochendaten zuletzt deutlich rückläufig und bei den Lieferketten gibt es Anzeichen einer leichten Entspannung. Die andauernden breiten Preissteigerungen erhöhen aber das Risiko einer endemisch werdenden Inflation. Wir haben unsere Prognose für die Teuerung erneut angehoben. Für 2022 rechnen wir nun mit einem Preisauftrieb um 8,2 % (bisher: 7,5 %), für 2023 erwarten wir, auch wegen eines höheren statistischen Überhangs, 4 % statt 3 %.

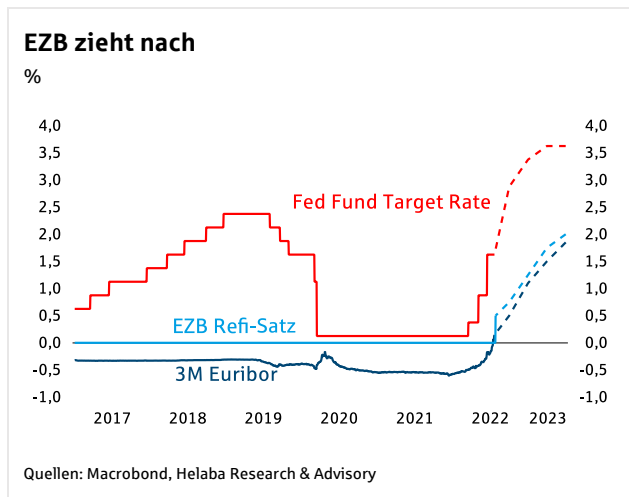
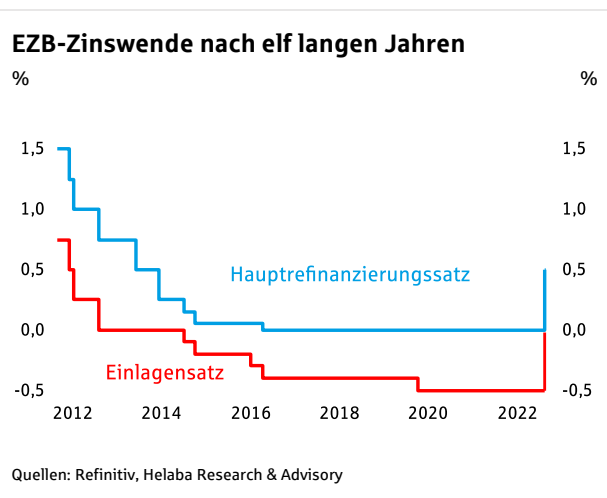
## Geldpolitik: EZB mit Befreiungsschlag



- EZB hat die Wende vollzogen und die Leitzinsen um 50 Basispunkte angehoben
- Weitere Schritte dürften rasch folgen, es sei denn, es droht aufgrund eines kompletten Gasstopps durch Russland eine Rezession im Euroraum
- Einer neuen Euro-Staatsschuldenkrise versucht die EZB durch flexible Wiederanlagekäufe und das Anti-Fragmentierungstool (Transmission Protection Instrument: TPI) entgegenzuwirken
- Im Euroraum dürfte der Einlagensatz zum Jahresende 0,75 % und der Refi-Satz 1,25 % betragen
- Fed zieht den Leitzins weiter im Eiltempo hoch, 75 Basispunkte im Juli wahrscheinlich

uk/ Wie angekündigt hat die **EZB** erstmals seit elf Jahren die Leitzinsen angehoben. Dies erfolgte in einem Spannungsfeld, das sich die Notenbank nicht schlechter hätte aussuchen können: Die Inflation wirkt außer Kontrolle, der Krieg in der Ukraine bremst das Wirtschaftswachstum und die instabile Regierung in Italien lässt mal wieder Zweifel an der Stabilität der Währungsunion aufkommen. Das Ganze findet seinen Niederschlag in der Euro-Schwäche, die selbst zu einem ernstzunehmenden Problem für die EZB geworden ist.

Angesichts der rekordhohen Teuerung bleibt den Währungshütern im Normalfall nur wenig Spielraum vom eingeschlagenen Zinserhöhungspfad abzuweichen. Wir gehen davon aus, dass die EZB mittelfristig einen Hauptrefinanzierungssatz von 2 % anpeilt. Anders ist die Ausgangslage, wenn Russland die Gaslieferungen nach Europa dauerhaft stoppt. Dies würde sowohl einen Angebots- als auch einen Nachfrageschock auslösen, was der Wirkung von Zinssteigerungen im Zeitraffer entsprechen und den Zinserhöhungselan der EZB schnell bremsen würde.



pf/ In den **USA** sieht sich die Notenbank mit einer ähnlichen Konstellation konfrontiert wie hier in Europa. Der Unterschied liegt darin, dass dort der Inflationsdruck eher noch stärker und breiter gestützt ist als in der Eurozone, aber die unmittelbaren Rezessionsrisiken geringer sind. Die Fed geht daher deutlich beherzter vor als die EZB, sowohl verbal wie praktisch. Auf der Ende Juli anstehenden Sitzung wird das FOMC den Leitzins wohl erneut um 75 Basispunkte anheben – dafür spricht zumindest die unangenehme Überraschung, die der Verbraucherpreisindex vom Juni gebracht hat.

Auf den folgenden Sitzungen dürfte das Tempo etwas nachlassen, aber für Anfang 2023 rechnen wir mit einem Leitzins von rund 3,5 %. Kombiniert mit der lau-

fenden Bilanzsummenreduktion bedeutet dies einen Schwenk der US-Geldpolitik von extrem expansiv auf grob neutral oder leicht restriktiv. Die Abruptheit dieser Bewegung birgt nennenswerte Konjunkturrisiken, vor allem für 2023.

%	aktuell*	Q3/22	Q4/22	Q1/23	Q2/23
3M Euribor	0,13	0,50	1,10	1,50	1,85
EZB Refi-Satz	0,00	0,75	1,25	1,75	2,00
Fed Funds Rate	1,63	2,88	3,38	3,63	3,63

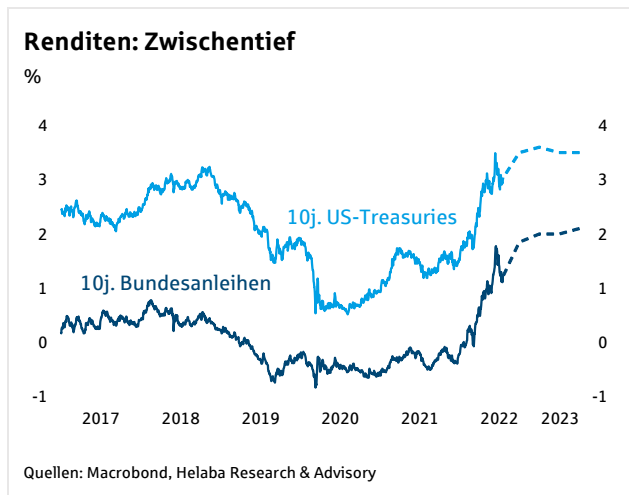
\* 20.07.2022  
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

## Staatsanleihen: Schwieriges Fahrwasser voraus



- Zinserhöhungskurs der EZB birgt noch ein Renditeanstiegspotenzial
- Gasstopp-Szenario als größter Unsicherheitsfaktor für Anleger und Notenbanken
- Steigende Verschuldung als langfristiges Risiko – nicht nur für Italien
- EZB versucht Spreads im Euroraum mit neuem Instrument unter Kontrolle zu halten
- Angesichts der hartnäckigen Inflation bleiben Renten beiderseits des Atlantiks anfällig
- Bund-Renditen dürften sich bis Jahresende im Bereich von 1,5 % bis 2 % einpendeln

uk/ Nach dem Kurssturz im letzten Monat hat sich die Lage bei Renten überraschend schnell wieder entspannt. Die Rendite 10-jährige Bunds sank zeitweilig bis auf 1,1 %. Die **Volatilität** ist aber insgesamt außergewöhnlich hoch:

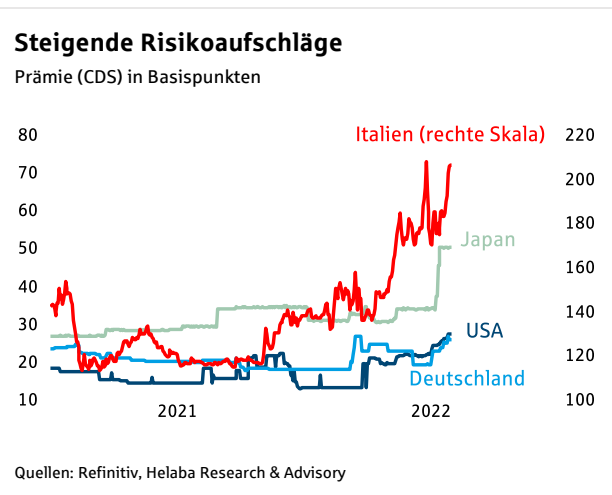


Im Juni kletterte die Rendite 10-jähriger Bunds innerhalb von drei Wochen um fast einen Prozentpunkt. Im Juli sank sie innerhalb von sieben Handelstagen wieder um einen halben Prozentpunkt. Die Anleihekurse schwanken heftig unter den gegenläufigen Einflüssen von Inflationssorgen und Rezessionsängsten. Zuletzt spielten in diesem Zusammenhang auch **Safe-Haven-Zuflüsse** infolge schwacher Aktienmärkte eine Rolle.

Um Entwarnung am Rentenmarkt zu geben, ist es gleichwohl zu früh. Die **EZB** hat gerade erst angefangen die Zügel anzuziehen. Viel ist davon zwar bereits eingepreist, zuletzt aber mit wachsendem Rendite-Rezessionsabschlag. Kommt es konjunkturell doch nicht zu diesem **Negativszenario**, so bleibt es letztlich im Euroraum bei den Aussichten auf ein mittel- bis lang-

fristiges Geldmarktsatzniveau von 1,5 % bis 2 %. Es ist daher wahrscheinlich, dass sich auch die Rendite 10-jähriger Bunds in diesem Bereich einpendeln wird und nicht auf dem aktuellen Level von 1 % bis 1,5 % verharret.

Im Laufe der Zeit dürfte noch ein anderer Faktor eine kritische Rolle spielen: der **Risikoaufschlag**. Die nach der Euro-Schuldenkrise zwischenzeitlich erreichten Tiefstände bei den Kreditausfallprämien von Staatsanleihen werden inzwischen schrittweise verlassen. Dies ist nicht nur bei italienischen Papieren sichtbar, sondern zuletzt auch bei anderen Staatsanleihen wie z.B. japanischen Bonds. Selbst bei **US-Treasuries** ist ein leichter Aufwärtstrend erkennbar. Bundesanleihen halten sich zwar noch vergleichsweise gut. Aber auch hierzulande ist die Finanzlage des Staates angespannt. Die globalen Krisen reduzieren die Einnahmen in den Industrienationen (z.B. durch eine Konsumflaute) und erhöhen die Ausgaben (u. a. für das Militär).



Immerhin ermöglicht eine hohe Inflation in Verbindung mit relativ moderaten Kapitalmarktzinsen den Staaten, den **Schuldenstand** langfristig stabil zu halten oder sogar zu reduzieren (sog. Financial Repression). Wichtig ist dabei allerdings, dass das Grundvertrauen in die Notenbank und die Solvenz eines Staates gewahrt bleibt. Dies ist

%	aktuell*	Q3/22	Q4/22	Q1/23	Q2/23
10j. Bundesanl.	1,26	1,85	2,00	2,00	2,10
10j. US-Treasuries	3,03	3,50	3,60	3,50	3,50

\* 20.07.2022

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

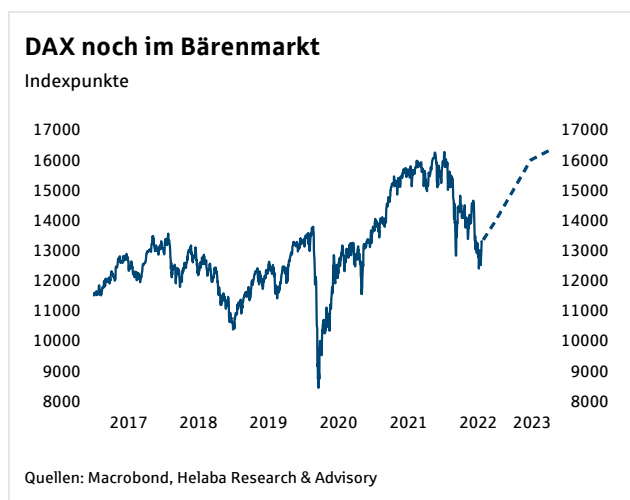
grundsätzlich an den Risikoaufschlägen ablesbar – allerdings nur eingeschränkt im Euroraum, wo die EZB durch gestreckte Kaufprogramme und neue Instrumente versucht die Spreads zu deckeln.

## Aktien: Mittelfristig überwiegen die Chancen



- Nach neuen Jahrestiefstständen setzten Aktien zu einer Erholung an
- Lieferkettenprobleme, hohe Inflation und steigende Zinsen bleiben die Hauptbelastungsfaktoren
- Das Negativszenario eines Gasstopps hängt wie ein Damoklesschwert über den Märkten
- Rezessionsängste sind mittlerweile sehr weit verbreitet
- Der ausgeprägte Pessimismus der Anleger könnte sich als Kontraindikation erweisen
- Aufgrund moderater Bewertungen ist das Chance-Risiko-Verhältnis inzwischen attraktiv

mr/ Nachdem die meisten der international führenden Aktienindizes im Juni bzw. Juli auf neue Jahrestiefststände gefallen waren, setzte zuletzt eine Gegenbewegung ein. Am stärksten profitierten Technologietitel von der **nachlassenden Risikoaversion**. Im Vormonatsvergleich liegen die US-amerikanischen Indizes (S&P 500, Dow Jones Industrial) klar vor ihren europäischen Pendanten (DAX, EURO STOXX 50). Bislang handelt es sich jedoch lediglich um eine Erholung in einem bestehenden Bärenmarkt.



Zu den global wirkenden Belastungsfaktoren wie Lieferkettenproblematik, hoher Inflation und steigender Leitzinsen kommt in Europa die Unsicherheit hinsichtlich der Energieversorgung hinzu. Diese hängt wie ein Damoklesschwert über den Märkten und könnte für den negativen Fall eines dauerhaften **Gasstopps** für weitere Verwerfungen sorgen. Im positiven Fall ist dagegen mit einer Erleichterung zu rechnen.

Den Unternehmen gelingt es bislang, die auch jenseits von Energie gestiegenen Kosten an die Endverbraucher weiterzugeben. So sind die **Gewinnmargen** in den vergangenen Monaten kontinuierlich gestiegen und haben sich zuletzt auf hohem Niveau eingependelt. Von einer Gewinnrezession – einem Einbruch der

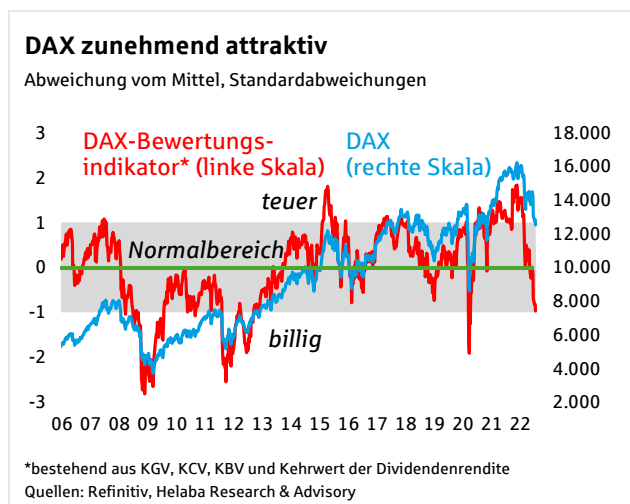
Unternehmensgewinne – kann derzeit also keine Rede sein. Vielmehr wird für die DAX-Unternehmen auf Sicht der nächsten 12 Monate ein Anstieg der Nettoergebnisse von 6 %, für die im S&P 500 sogar von 9 % unterstellt.

Indexpunkte	aktuell*	Q3/22	Q4/22	Q1/23	Q2/23
DAX	13.282	14.000	15.000	16.000	16.300
Euro Stoxx 50	3.585	3.650	3.900	4.150	4.230
S&P 500	3.960	3.900	4.150	4.400	4.480

\* 20.07.2022  
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Allerdings dürften sich die Preissteigerungen negativ auf das Nachfrageverhalten und damit auf die Umsatzerlöse der Unternehmen auswirken. Insofern könnten sich die Konsens-Gewinnschätzungen als zu optimistisch erweisen.

Wichtige Hinweise sind aus der anlaufenden **Quartalsberichterstattung** und den Ausblicken der Unternehmen zu erwarten. Die ersten veröffentlichten Ergebnisse der S&P 500-Unternehmen lagen mehrheitlich über den Erwartungen.

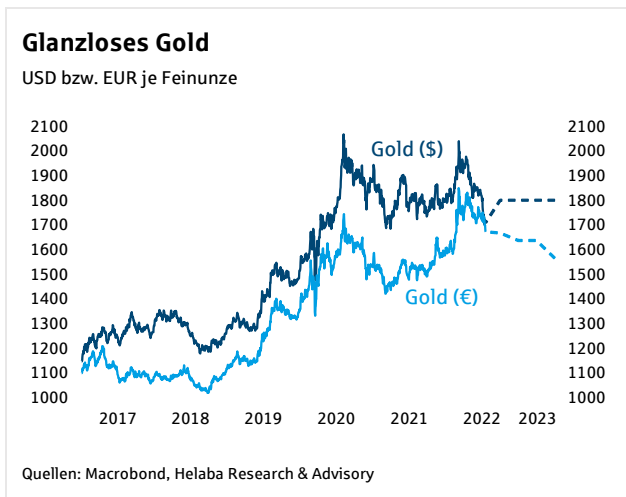


Aktien haben bereits viel Negatives eingepreist. US-Titel sind inzwischen **moderat bewertet**, der DAX hat sogar schon den unteren Rand des langfristigen fairen Bandes erreicht. Der Pessimismus vieler Marktteilnehmer könnte somit allmählich eine Kontraindikation für die Kursentwicklung liefern. Zwar kann es aufgrund nur schwer zu kalkulierender geopolitischer Risiken zu Kursrücksetzern kommen. Für mittelfristig orientierte Anleger überwiegen unseres Erachtens jedoch die Chancen.

## Gold: Kann nicht von Rekordinflation profitieren



- Gold nach sehr stabiler Phase um 1.900 US-Dollar je Feinunze unter Druck geraten
- Auslöser sind steigende Opportunitätskosten durch die Zinswende der Geldpolitik
- Rezessionsorgen befördern sichere Anlagehäfen am Kapitalmarkt – Gold zählt derzeit nicht dazu
- Trotz Rekordinflation bietet Gold aktuell keinen Versicherungsschutz



Dennoch wäre es verfrüht, Gold abzuschreiben. Die Inflation wird hoch bleiben, mit einer negativen Realverzinsung als Konsequenz. Gold dürfte deshalb um den Gravitationswert von 1.800 US-Dollar je Unze schwanken und nicht vor einem Ausverkauf stehen.

cw/ Rezession ist das beherrschende Thema an den Kapitalmärkten. Überbordende Energiepreise, die Angst vor dem Gasstopp sowie in Anbetracht dessen eine recht hilflose Geld- und Fiskalpolitik haben zu deutlichen Reaktionen geführt: Renten waren der sichere Hafen, während das zinslose Gold unter den steigenden Opportunitätskosten leidet. Im vergangenen Monat ging es für das Edelmetall stetig bergab, trotz neuer Inflationsrekorde. Ausgehend von über 1.800 US-Dollar/Unze fiel der Preis zeitweise sogar unter 1.700 auf ein 11-Monattief. Etwas weniger schlimm lief es für Goldanleger in Euro-Rechnung mit einem Monatsverlust von gut 4 %. Hierbei stabilisiert die Dollarstärke gegenüber der Gemeinschaftswährung.

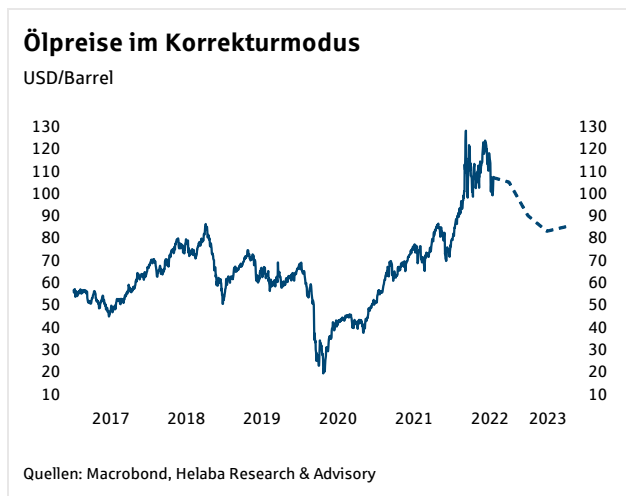
Preis / Feinunze	aktuell*	Q3/22	Q4/22	Q1/23	Q2/23
Gold in Euro	1.667	1.667	1.636	1.636	1.565
Gold in US-Dollar	1.697	1.800	1.800	1.800	1.800

\* 20.07.2022 Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

## Rohöl: Notierungen wegen Wachstumssorgen gedrückt



- US-Präsident Biden mit Öl-Diplomatie wenig erfolgreich
- Einige OPEC-Länder produzieren nahe ihrer Kapazitätsgrenzen
- OPEC sieht weiterhin hohe Nachfrage nach Rohöl 2023
- Ölpreis zuletzt wegen Konjunktursorgen unter Druck



Preisen und Brent-Öl notierte phasenweise sogar unter 100 US-Dollar/Barrel.

ru/ US-Präsident Joe Biden unternahm jüngst eine Reise in den Nahen Osten, um mit Saudi-Arabien über eine Erhöhung der Ölförderung zu sprechen. Ob die Öl-Diplomatie erfolgreich war, ist allerdings offen. Zwar wurde seitens der USA verlautbart, dass Saudi-Arabien die Produktion um eine Mio. Barrel/Tag erhöhen könnte, die Saudis aber verwiesen auf die OPEC+, in deren Rahmen die Produktionsquoten bestimmt werden. Damit scheuten die Araber erneut den Bruch mit Russland, dem zweiten großen OPEC+-Mitglied. Derweil scheinen einige OPEC-Länder die ihnen zugeteilten Produktionsmengen nicht vollständig liefern zu können. Dennoch haben sich die Ölnotierungen zuletzt reduziert. Konjunkturelle Sorgen lasten global auf den

Preis / Barrel	aktuell*	Q3/22	Q4/22	Q1/23	Q2/23
Rohöl Brent	107	105	90	83	85

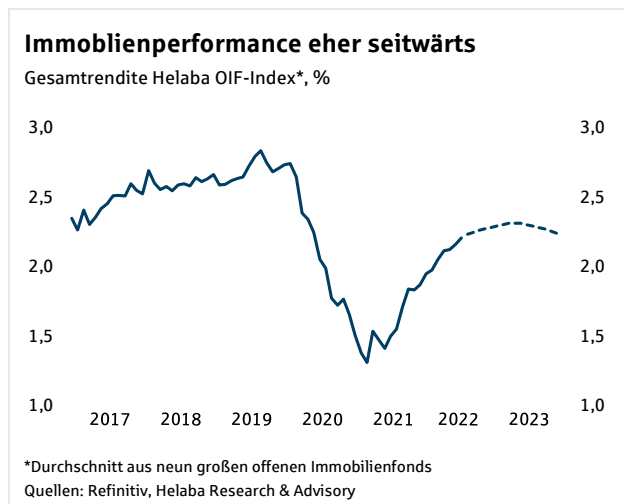
\* 20.07.2022 Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

## Immobilien: Schwierigere Rahmenbedingungen



- Jahresperformance offener Immobilienfonds zuletzt bei 2,2 %
- Solide Mittelzuflüsse von 3,1 Mrd. Euro in den ersten fünf Monaten des Jahres
- Gute Vermietungsergebnisse und robuste Mietentwicklung am deutschen Büromarkt
- Einbruch bei gewerblichen Immobilientransaktionen spiegelt hohe Unsicherheit wider
- Hauspreisanstieg wird sich verlangsamen und bis Jahresende weitgehend auslaufen
- Knappes Angebot durch Baupreissteigerungen und Materialengpässe stabilisiert Wohnungsmarkt

smi/ Die Performance **offener Immobilienfonds**, gemessen am „Helaba OIF-Index“, lag zuletzt bei 2,2 % und gibt noch nicht die schwierigeren wirtschaftlichen Rahmenbedingungen wieder. Viel Spielraum nach oben sehen wir für die kommenden Monate nicht mehr. Die Mittelzuflüsse waren in den ersten fünf Monaten mit insgesamt 3,1 Mrd. Euro solide (Vorjahr: 3,6 Mrd.), könnten aber im Zuge gestiegener Zinsen bald niedriger ausfallen.



Am deutschen **Büromarkt** wurden im ersten Halbjahr 2022 deutlich mehr Flächen vermietet als im Vorjahreszeitraum. Auch zeigten sich die Büromieten weiterhin robust – für die Spitzenmieten in den Top-Bürostandorten wurden sogar teils neue Höchststände gemeldet. Allerdings sind die gewerblichen Transaktionsvolumina nach einem starken Jahresbeginn im zweiten Quartal eingebrochen. Dies deutet darauf hin, dass viele Investoren angesichts der hohen wirtschaftlichen Unsicherheit sowie der deutlich gestiegenen Zinsen erst einmal abwarten und die preislichen Vorstellungen zwischen potenziellen Käufern und Verkäufern derzeit weit auseinanderliegen.

% 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	5,0	2,0
Gewerbeimmobilien**	6,4	3,1	-0,8	1,5	2,0

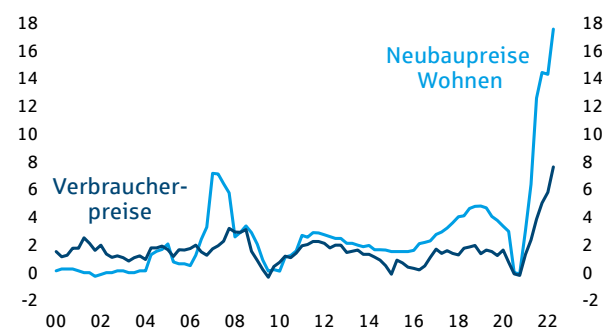
\* offene Immobilienfonds (Jahresrendite); \*\*vdp Preisindizes Deutschland (Jahresdurchschnitt); p=Prognose; Quellen: vdp, Refinitiv, Helaba Research & Advisory

Am deutschen **Wohnungsmarkt** könnte sich der langjährige Aufschwung dem Ende nähern. Zwar dürfte es hier zu Vorzieheffekten bei Käufern gekommen sein, die sich noch günstigere Zinsen sichern wollten. Kräftig gestiegene Hypothekenzinsen und höhere Hauspreise haben aber die **Erschwinglichkeit** von Wohneigentum so stark verschlechtert, dass dies die Nachfrage spürbar dämpfen wird. Spannend dürften daher die Daten zur Entwicklung der Wohnimmobilienpreise im zweiten Quartal sein, die im August veröffentlicht werden. Wir gehen davon aus, dass sich der Anstieg deutlich verlangsamt hat und bis Jahresende weitgehend auslaufen wird.

Kehrseite des schwierigeren Wohneigentumserwerbs ist das große Interesse an Mietwohnungen. Dem steht ein nach wie vor **knappes Angebot** gegenüber – im Gegensatz zum letzten Abschwung ab Mitte der 90er Jahre liegt diesmal kein Überangebot an Wohnungen vor. Kräftig steigende Baupreise, Materialengpässe und der Fachkräftemangel auf dem Bau sprechen sogar für sinkende Fertigstellungszahlen im laufenden Jahr. Dagegen bleibt die **Nachfrage nach Wohnraum** hoch. Sie verlagert sich jedoch aufgrund der sehr hohen Mieten in den zentralen Lagen der großen Ballungszentren in deren weiteres Umland. Dies wird durch den Trend zum Arbeiten im Homeoffice unterstützt.

### Baupreise laufen davon

Deutschland, % gg. Vj.



Quellen: Refinitiv, Helaba Research & Advisory



## Devisen: Euro-Dollar-Parität

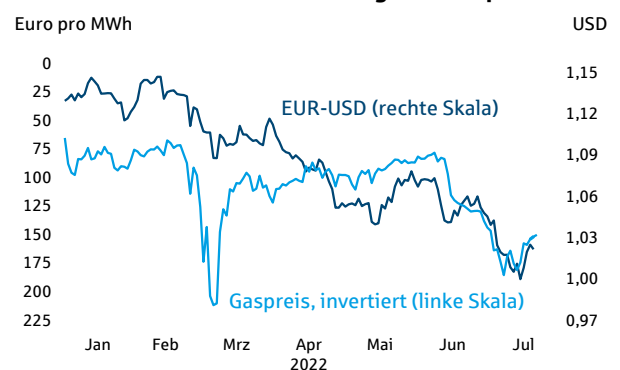


- Euro-Dollar-Kurs rutscht erstmals seit fast 20 Jahren unter die Parität
- Sorge von europäischer Energieknappheit und hohe Risikoaversion belasten Euro-Dollar-Kurs
- Mit Rückenwind von der EZB und bei allgemeiner Marktberuhigung dürfte sich der Euro erholen
- Britisches Pfund trotz dem Politchaos und könnte noch weiter aufwerten
- Euro-Franken-Kurs unter Parität, aber Geldpolitik deutet eher auf schwächere Schweizer Währung
- Japanischer Yen mit Erholungspotenzial gegenüber Dollar und wenig Bewegung gegenüber Euro

ca/ Der US-Dollar legte von hohem Niveau noch einmal kräftig zu. Der Euro-Dollar-Kurs konnte seine langjährigen Tiefs unterhalb von 1,04 nicht verteidigen und rutschte erstmals seit fast 20 Jahren zumindest kurzzeitig unter die **Parität**. Auslöser für den Kursverfall ist die Sorge vor einem russischen Gasstopp und einer Energieknappheit mit entsprechend negativen wirtschaftlichen Konsequenzen für Europa. Zuletzt stabilisierte der Wechselkurs wieder oberhalb der Parität.

Die **hohen Gaspreise** belasten einseitig Europa bzw. den Euro. Das würde umso mehr im Fall eines Lieferstopps gelten, was letztlich zu einer mehr oder weniger schweren Rezession führen würde. Zu einem gewissen Grad könnte ein dauerhafter Gasstopp schon in den Kursen eingepreist sein. Trotzdem käme es vermutlich zu weiteren Turbulenzen und der Euro-Dollar-Kurs dürfte deutlich unter die Parität fallen. Wenn nach den Wartungsarbeiten an Nord Stream 1 das Gas aber wieder fließt – wonach es aussieht –, könnte sich der Euro-Dollar-Kurs zunächst erholen, wengleich dieses Damoklesschwert dann weiter über Europa schwebt.

### Euro-Dollar-Kurs zuletzt im Sog des Gaspreises



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

In den **USA** hat der neuerliche Inflationsanstieg die **Zinserhöhungserwartungen** leicht forciert und damit den Dollar gestärkt. Die jüngste Ausweitung des US-Renditevorteils bei zweijährigen Staatsanleihen ist aber eindeutig mehr mit den Sorgen in Europa zu erklären. Bei zehnjährigen Papieren nahm der US-Zinsvorteil zuletzt ebenfalls zu, hat sich aber per saldo seit Jahresbeginn kaum verändert. Schließlich trüben sich auch in den USA die konjunkturellen Aussichten ein. Dies dämpft mittelfristig das Zinserhöhungspotenzial der Fed, selbst wenn sie kurzfristig beherzter anhebt.

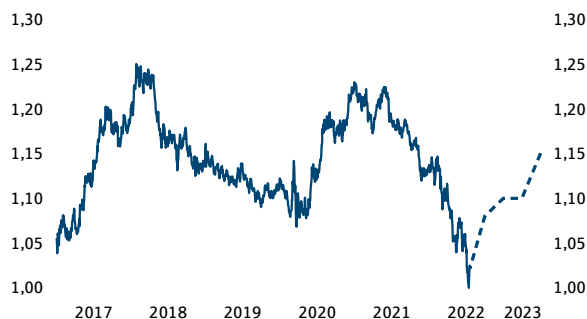
Dies dämpft mittelfristig das Zinserhöhungspotenzial der Fed, selbst wenn sie kurzfristig beherzter anhebt.

Seit Jahresfrist hat der Dollar also durchaus aus eigener Stärke aufgewertet, wengleich dem Greenback die Krisen und Probleme anderswo aufgrund seiner Funktion als sicherer Anlagehafen zusätzlich geholfen haben. In den nächsten Monaten könnte der Dollar wohl allenfalls als **Fluchtwährung** weiter reüssieren. Entscheidend hierfür wird die Entwicklung in Europa sein.

Neben der Energieknappheit gibt es neue Sorgen angesichts der Regierungskrise in Italien. Der Spread-Aufschlag hat zwar zugenommen, eine Euro-Krise würde jedoch anders aussehen. Die **EZB** hat Italien zum Trotz tatsächlich die **Zinswende** vollzogen und

weitere Schritte avisiert. Sofern sich die europäische Wirtschaft mit wenigstens mäßigem Wachstum durchschlagen und die EZB ihre Zinserhöhungen fortsetzen kann, dürfte sich der Euro-Dollar-Kurs zunächst stabilisieren und dann auch erholen. Aus langfristiger Perspektive ist die Gemeinschaftswährung gegenüber dem US-Dollar aktuell

### Euro-Dollar-Parität muss kein Dauerzustand sein

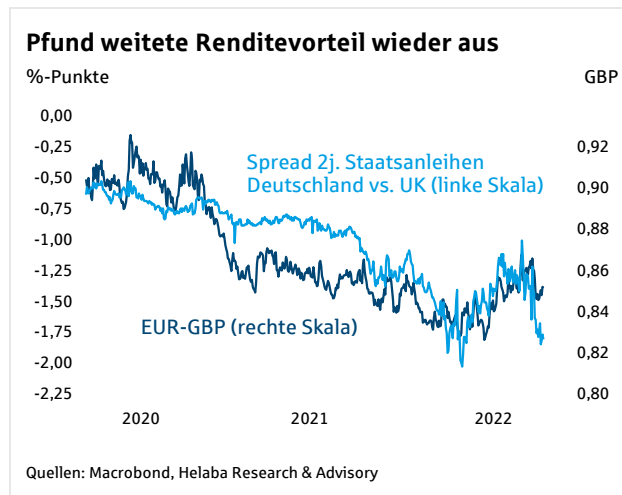


Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

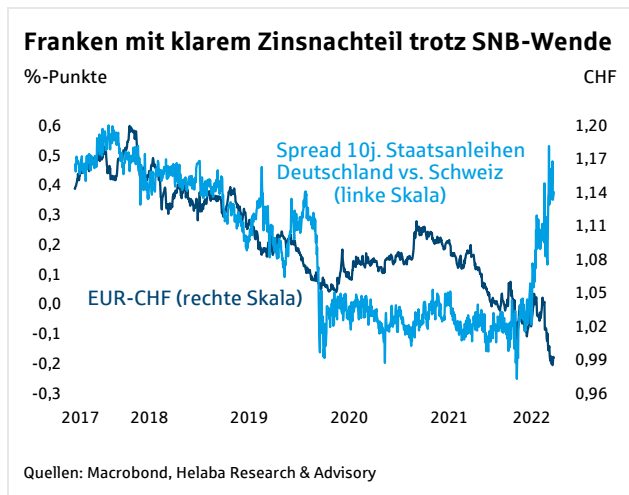
sehr stark unterbewertet, d.h. es ist schon sehr viel Negatives für den Euro eingepreist. Dies bietet Chancen beim Ausbleiben solcher Negativszenarien. Daher könnte der Euro-Dollar-Kurs durchaus in Richtung 1,10 klettern. Angesichts der hohen geopolitischen Unwägbarkeiten sind die Risiken derzeit allerdings besonders ausgeprägt und Abwärtsrevisionen unserer Dollar-Prognosen nicht auszuschließen.

Das **Britische Pfund** verlor zwar ebenfalls gegenüber dem US-Dollar, wertete aber immerhin gegenüber dem Euro auf. Der Rücktritt von Premierminister Johnson hat der Währung nicht geschadet. Derweil kämpfen in der Konservativen Partei die Kandidaten um seine Nachfolge und streiten über den wirtschaftspolitischen Kurs. Konjunkturell gab es jüngst überraschend positive Signale. So ist trotz des Inflationsschocks der BIP-Rückgang im zweiten Quartal noch nicht ausmacht. Tendenziell bleibt es jedoch in den Folgeperioden schwierig.

Angesichts der in Großbritannien noch höheren Inflation wird die **Bank of England** ihren Leitzins voraussichtlich weiter anheben, selbst wenn sie die konjunkturellen Probleme erkennt. Der Renditevorteil gegenüber Euro-Staatsanleihen hat sich wieder ausgeweitet und blieb selbst gegenüber US-Anleihen stabil. Dies spricht dafür, dass der Euro-Pfund-Kurs noch fallen dürfte. Gegenüber der US-Währung besitzt das Pfund sogar größeres Aufwertungspotenzial.



Der **Schweizer Franken** konnte weiter zulegen, der Euro-Franken-Kurs rutschte unter die Parität. Die Schweizer Fluchtwährung konnte zum einen von der höheren Risikoaversion an den Finanzmärkten profitieren, zum anderen halfen die Nachwehen der überraschenden Zinserhöhung seitens der Schweizer Notenbank. Die SNB wird wohl weitere Schritte vornehmen, zumal die Inflation auf mehr als 3 % stieg. Gleichwohl spricht das Zinsargument eher gegen den Franken. Schließlich hat die EZB ihren Zinserhöhungszyklus nun ebenfalls begonnen und wird ihren Leitzins vermutlich deutlicher als die SNB anheben. Die Renditedifferenzen haben sich bereits klar zu Lasten des Franken bewegt.



Die Schweiz ist grundsätzlich weniger abhängig vom Gas. Allerdings würde ein Gasmangel innerhalb der EU auch die Schweiz betreffen, zumal im Winter Strom importiert werden muss. Wenn sich die Risikoaversion an den Märkten verringern sollte, dürfte der Euro-Franken-Kurs wieder **deutlich über die Parität** klettern.

Der **Japanische Yen** wertete gegenüber dem Euro auf, verlor aber erneut gegenüber dem US-Dollar. Letzteres war nicht zwangsläufig. Zwar behält die Bank of Japan ihre expansive Politik noch unverändert bei, obwohl die Inflation für japanische Verhältnisse durchaus erhöht ist. Allerdings sank der Renditevorteil des US-Dollar.

Zunehmende globale Konjunktursorgen und eine erhöhte Risikoaversion müssten den Yen auch gegenüber dem Dollar stärken. In Japan läuft das Wachstum ebenfalls nicht rund. Dies sollte jedoch kein Hindernis für eine geldpolitische Kurskorrektur sein, die – wenn auch nicht kurzfristig – letztlich doch geschehen wird. Daher dürfte sich der Yen auf mittlere Sicht **gegenüber dem Dollar erholen**. Der **Euro-Yen-Kurs** hingegen wird vermutlich unter gewissen Schwankungen **seitwärts** tendieren.

gg. Euro	aktuell*	Q3/22	Q4/22	Q1/23	Q2/23
US-Dollar	1,02	1,08	1,10	1,10	1,15
Jap. Yen	141	140	140	138	142
Brit. Pfund	0,85	0,85	0,82	0,82	0,82
Schw. Franken	0,99	1,03	1,05	1,05	1,08

\*20.07.2022  
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	2,7	1,7	0,3	2,6	6,9	3,4
Deutschland	-4,9	2,9	1,7	1,7	0,5	3,1	6,9	3,8
Frankreich	-7,9	6,8	2,4	1,5	0,5	2,1	5,0	2,8
Italien	-9,1	6,6	2,8	1,7	-0,1	1,9	6,4	2,8
Spanien	-10,8	5,1	4,0	2,0	-0,3	3,0	7,5	2,8
Niederlande	-3,8	4,9	2,5	1,5	1,1	2,8	6,7	3,5
Österreich	-6,8	4,9	4,0	1,8	1,4	2,8	7,5	3,5
Schweden	-2,3	4,9	2,2	1,5	0,5	2,2	6,8	3,7
Polen	-2,1	5,8	4,6	3,0	3,4	5,1	12,8	7,3
Tschechien	-5,8	3,3	2,3	2,4	3,2	3,8	14,3	5,2
Ungarn	-4,7	7,1	4,5	2,8	3,3	5,1	10,5	6,3
Großbritannien	-9,3	7,4	3,5	1,0	0,9	2,6	8,0	4,3
Schweiz	-2,4	3,8	2,5	2,0	-0,7	0,6	2,3	1,5
USA	-3,4	5,7	3,0	2,0	1,2	4,7	8,2	4,0
Japan	-4,6	1,7	1,0	1,7	0,0	-0,2	2,5	1,5
Asien ohne Japan	-0,6	6,7	4,1	5,1	3,0	2,4	3,7	3,0
China	2,2	8,3	3,7	5,5	2,5	0,9	2,5	2,5
Indien*	-6,6	8,9	7,0	5,2	6,6	5,1	6,1	4,8
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	6,0	3,0	3,4	2,3	3,9	6,8	4,1

\*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			
	31.12.2021	Vormonat*		Q3/2022	Q4/2022	Q1/2023	Q2/2023
<b>Zinsen</b>	Basispunkte		%				
EZB Refi-Satz	0	0	0,00	0,75	1,25	1,75	2,00
EZB Einlagenzins	0	0	-0,50	0,25	0,75	1,25	1,50
Tagesgeldsatz €STR	1	0	-0,58	0,20	0,70	1,25	1,50
3M Euribor	70	31	0,13	0,50	1,10	1,50	1,85
6M Euribor	118	36	0,64	0,80	1,35	1,70	1,95
2j. Bundesanleihen	123	-21	0,61	1,40	1,80	1,85	1,90
5j. Bundesanleihen	146	-15	1,01	1,70	1,85	1,90	2,00
10j. Bundesanleihen	143	-17	1,26	1,85	2,00	2,00	2,10
2j. Swapsatz	172	-11	1,42	2,05	2,35	2,40	2,40
5j. Swapsatz	172	-17	1,74	2,40	2,50	2,55	2,60
10j. Swapsatz	175	-16	2,05	2,60	2,70	2,70	2,75
20j. Swapsatz	157	-18	2,11	2,45	2,55	2,65	2,70
30j. Swapsatz	137	-19	1,85	2,45	2,55	2,65	2,70
Fed Funds Target Rate	150	0	1,63	2,88	3,38	3,63	3,63
10j. US-Treasuries	152	-6	3,03	3,50	3,60	3,50	3,50
<b>Aktien</b>	Landeswährung, %						
DAX	-16,4	2,9	13.282	14.000	15.000	16.000	16.300
Euro Stoxx 50	-16,6	4,3	3.585	3.650	3.900	4.150	4.230
Dow Jones	-12,3	3,9	31.875	31.800	33.700	35.500	36.200
S&P 500	-16,9	4,3	3.960	3.900	4.150	4.400	4.480
Nikkei 225	-3,9	5,8	27.680	28.000	30.000	32.000	32.600
<b>Gold und Brentöl</b>	%						
Gold €/Unze	3,6	-3,7	1.667	1.667	1.636	1.636	1.565
Gold \$/Unze	-7,3	-6,9	1.697	1.800	1.800	1.800	1.800
Brentöl \$/Barrel	37,5	-2,8	107	105	90	83	85
<b>Devisen</b>	jeweils gg. Euro, %		jeweils gg. Euro				
US-Dollar	11,7	3,4	1,02	1,08	1,10	1,10	1,15
Japanischer Yen	-6,9	1,0	141	140	140	138	142
Britisches Pfund	-1,0	1,0	0,85	0,85	0,82	0,82	0,82
Schweizer Franken	4,9	2,3	0,99	1,03	1,05	1,05	1,08

\* 23.06.2022 \*\* 20.07.2022

Quellen: Bloomberg, Helaba Research &amp; 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  
Barbara Bahadori

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/>