

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

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

### Editorial: Noch Potenzial für Aktien



gt/ Vor vier Wochen hatte ich an dieser Stelle geschrieben, dass der DAX in den nächsten Wochen neue Höchststände erreichen würde. Dies ist mittlerweile geschehen. Mit dieser optimistischen Prognose waren wir bereits ins Jahr 2023 gegangen. Die letzten Tage haben gezeigt, dass eine einfache Extrapolation – zumindest kurzfristig – nicht immer die richtige Strategie ist. Das Jahr ist noch lang. Wie geht es in den nächsten Monaten weiter?

Es bestehen weiter Unsicherheitsfaktoren. So sind insbesondere die politischen Unwägbarkeiten in den letzten Wochen nicht geringer geworden. Da ist zum einen das Risiko eines Überschreitens der Schuldenobergrenze in den USA, welches die dortigen politischen Spannungen offenlegt. Zum anderen bleiben die geopolitischen Risiken in der Welt, insbesondere mit Blick auf die Ukraine. Eine offene Auseinandersetzung zwischen China und Taiwan halten wir kurzfristig für wenig wahrscheinlich. Deshalb ist dies nicht in unserem Basisszenario enthalten. Gerade die politischen Unsicherheiten bedingen aber, dass die Wahrscheinlichkeit für das Negativszenario mit 25 % weiterhin relativ hoch bleibt.

Mit Blick auf die Aktienmärkte im Basisszenario sind jedoch andere Faktoren relevant. Diese bündeln wir in unseren Helaba BEST-Indikator, den wir erstmals im Oktober 2022 publiziert hatten. Er umfasst Bewertungsaspekte, Stimmungsindikatoren und die technische Analyse. Seit dem Tiefpunkt im Oktober hat sich der Indikator aus dem Bereich „klares Kaufsignal“ in den neutralen Bereich bewegt. Verkaufssignale sind somit noch nicht abzuleiten. Ganz im Gegenteil sehen wir im Laufe des Jahres noch Potenzial bis auf 17.000 Indexpunkte.

Voraussetzung für den weiteren Anstieg der Aktienkurse ist einerseits die Erholung der Konjunktur und andererseits eine Entspannung bei den Preisen. Für beides sehen wir gute Chancen, auch wenn die Gratwanderung zwischen Inflationsbekämpfung und Rezessionsvermeidung weiterhin für Unsicherheit sorgen wird.

Ihre

**Dr. Gertrud R. Traud**

Chefvolkswirtin/Head of Research & Advisory

## Konjunktur: Zwischen Hoffen und Bangen



- Konjunkturelle Perspektiven so unklar wie selten – wird es besser oder droht ein „dickes Ende“?
- Geldpolitische Straffung spricht dafür, dass die Abkühlung in den USA weitergeht
- Chinas Erholung verliert bereits ans Schwung, Impulse für den Rest der Welt überschaubar
- Deutschland bremst zurzeit die europäische Konjunktur
- Industrie ohne Dynamik – deutscher Konsum 2023 rückläufig
- Abwärtstrend der Inflationsraten in der Eurozone und in den USA setzt sich fort

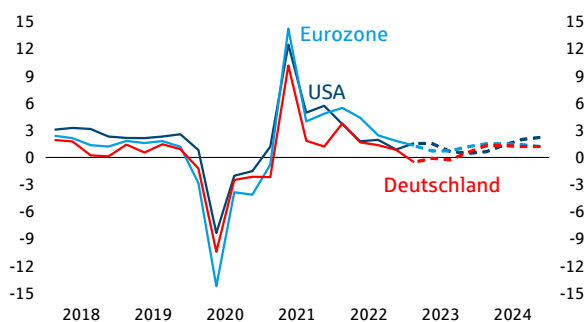
pf/ Ist das sprichwörtliche Glas halbvoll oder halbleer? Die **Weltkonjunktur** hat den Doppelschock von hoher Inflation und Ukraine-Krieg bis dato überraschend gut weggesteckt. Die wichtigsten Länder sind – zumindest bisher – an einer Rezession vorbeigeschlittert. China hat sich von seiner Null-Covid-Politik ohne Einbruch der wirtschaftlichen Aktivität verabschiedet und ist wieder auf Wachstumskurs. Aber auch die Pessimisten haben ein paar gute Argumente: Droht im Winter ein neuer Energieengpass in Europa? Reichen die bisherigen Aktionen der Notenbanken aus, um die Inflation in den Griff zu bekommen?

Das Risiko einer weitergehenden geldpolitischen Straffung besteht nach wie vor. Zudem ist von dem, was an Zinserhöhungen bereits umgesetzt wurde, noch einiges „in der Pipeline“ und noch gar nicht voll realwirtschaftlich wirksam.

In den **USA** bleibt das Thema „Schuldenobergrenze“ hoffentlich nur eine Irritation und führt nicht in die Katastrophe eines Zahlungsausfalls. Gerade dort wird aber klar, wie zwiespältig derzeit gute Konjunkturnachrichten sind. Zwar sprechen sie gegen ein baldiges Abrutschen in eine Rezession, machen aber gleichzeitig einen raschen Rückgang der Inflation und damit einen Kurswechsel der Fed tendenziell weniger wahrscheinlich. Die enorme Straffung der US-Geldpolitik in so kurzer Zeit spricht letztlich aber für eine spürbare Wachstumsabschwächung. Wir rechnen unverändert mit einer milden Rezession im weiteren Jahresverlauf. Auch die Impulse aus **China** scheinen schon wieder abzuflauen. Hoffnungen auf eine kräftige und nachhaltige Belebung der Binnennachfrage dort sind bislang enttäuscht worden.

### Ohne große Dynamik

Reales Bruttoinlandsprodukt, % gg. Vj.



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

smü/ Die deutschen Konjunkturindikatoren für März sind schlecht ausgefallen: Auftragseingänge, Produktion, Exporte, Importe und die Einzelhandelsumsätze sanken deutlich. Da diese Zahlen bei der ersten Schätzung für das Bruttoinlandsprodukt nicht vorlagen, hat das Statistische Bundesamt die Werte mit der zweiten Schätzung deutlich korrigiert. Aus der Stagnation im ersten Quartal wurde nun ein Minus von 0,3 % gegenüber dem Vorquartal. **Deutschland** ist damit in einer **Rezession**. Zudem ist das ifo Geschäftsklima nach sechs Anstiegen in Folge nun erstmals gefallen und die Vorzeichen für das zweite Quartal sind nicht besonders gut. Zunehmend zeigen sich die negativen Konsequenzen der restriktiveren Geldpolitik, sei es in den drastisch gesunkenen Bestellungen im Bau oder in den Problemen einzelner internationaler Banken. Auch sind negative Rückwirkungen aus den USA zu erwarten. Die deutschen Verbraucher werden angesichts sinkender Reallöhne zurückhaltend agieren. Obwohl die Konjunktur im zweiten Halbjahr an Fahrt gewinnen sollte, sind die **Risiken für unsere BIP-Prognose** von 0,3 % in diesem Jahr größer geworden.

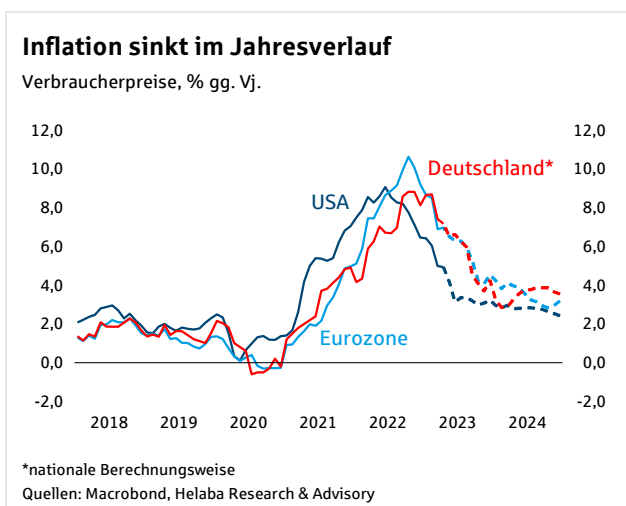
Die **privaten Konsumausgaben** sind im ersten Quartal 2023 bereits zum zweiten Mal in Folge deutlich gesunken. Zwar wird sich der Verbrauch mit sinkenden Inflationsraten erholen; trotzdem dürften die Haushalte 2023 real merklich weniger ausgeben. Die verfügbaren Einkommen werden in nominaler Rechnung voraussichtlich schwächer zulegen als die Inflation mit 6 %. Positive Impulse gehen immerhin von der steigenden Beschäftigung und deutlich höheren Tarifabschlüssen aus. Die Sparquote hat das Vorkrisenniveau wieder erreicht und dürfte 2023 nur leicht auf rund 11 % sinken.

Die **Ausrüstungsinvestitionen** hatten 2022 um 3,3 % zugelegt. Für 2023 erwarten wir einen leichten Rückgang. Die wirtschaftliche Unsicherheit bei gleichzeitig gestiegenen Kapitalmarktzinsen werden sich dämpfend auswirken. Die Auftragseingänge für inländische Kapitalgüter waren zuletzt rückläufig. Die **Bauinvestitionen** waren bereits 2022 um 1,8 % gesunken und dürften 2023 noch stärker schrumpfen. Gestiegene Kosten und vor allem die höheren Zinsen belasten die Kalkulationen. Sowohl die Wohnungsbaugenehmigungen als auch die realen Auftragseingänge in der Bauwirtschaft sind deutlich gesunken und es kommt zu Stornierungen. Dagegen sollten sich die **Exporte** 2023 allmählich erholen. Impulse gehen u.a. von der Eurozone aus. Das Ende der Null-Covid-Strategie dürfte zudem die Ausfuhren nach China beflügeln. Der Wachstumsbeitrag des Außenhandels war im vergangenen Jahr negativ. Hier ist nun mit einer Verbesserung zu rechnen.

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

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

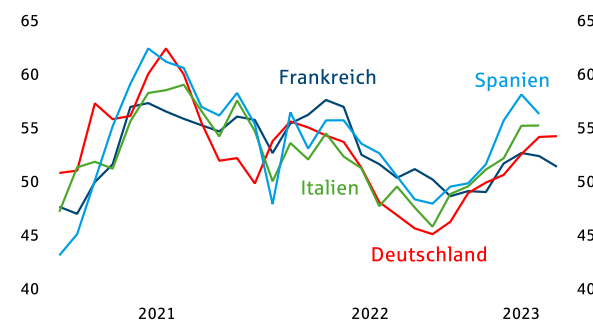
Die **deutsche Inflationsrate** ist im April in Deutschland auf 7,2 % (März: 7,4 %) gefallen, während sie sich in der **Eurozone** leicht auf 7,0 % (März: 6,9 %) erhöhte. Der Abwärtstrend dürfte sich jedoch auch im Währungsraum fortsetzen, zumal es nun erste Indikationen gibt, dass die Nahrungsmittelinflation zurückgeht. Zudem waren die Preise für Diesel und Heizöl zuletzt rückläufig. Die schwächere Konsumkonjunktur erschwert zudem die Überwälzung von Kosten. Noch ist die europäische Kernrate mit 5,6 % im April sehr hoch. Sie wird sich nur zögerlich zurückbilden. Die Konsumentenpreissteigerung dürfte selbst 2024 mit 3,5 % sowohl im Währungsraum als auch in Deutschland deutlich über dem von der EZB gewünschten Niveau liegen.



Anzeichen für ein Abflauen. Tatsächlich steigen die Aufwärtsrisiken für unsere Prognose eines Anstiegs der Verbraucherpreise um 4 % im Jahresdurchschnitt 2023. Auch für das kommende Jahr rechnen wir mit einer für die Notenbank immer noch unangenehm hohen Teuerung von 2,8 %.

### Einkaufsmanagerindizes signalisieren Wachstum

Composite, Index, saisonbereinigt



Deutschland bremst – auch aufgrund eines hohen Anteils energieintensiver Industrien – zurzeit die Eurozone. Die großen Nachbarländer sind im ersten Quartal gewachsen, auch **Frankreich** trotz der negativen Streikauswirkungen. **Italien** und **Spanien** profitieren weiterhin von den umfangreichen europäischen Transfers.

Die Teuerung in den **USA** folgt einem ähnlichen Kurs wie jene in Europa. Vom Hoch bei gut 9 % hat sich die Gesamtteuerung bis zuletzt fast halbiert (April: 4,9 %) – eine Folge vor allem der gefallen Energiepreise und des abnehmenden Drucks bei den Nahrungsmittelpreisen. Die Kernrate hingegen ist störrisch. Seit Beginn des Jahres bewegt sie sich bei rund 5,5 % und selbst die kurzfristige Dynamik zeigt bislang keine

Die Teuerung in den **USA** folgt einem ähnlichen Kurs wie jene in Europa. Vom Hoch bei gut 9 % hat sich die Gesamtteuerung bis zuletzt fast halbiert (April: 4,9 %) – eine Folge vor allem der gefallen Energiepreise und des abnehmenden Drucks bei den Nahrungsmittelpreisen. Die Kernrate hingegen ist störrisch. Seit Beginn des Jahres bewegt sie sich bei rund 5,5 % und selbst die kurzfristige Dynamik zeigt bislang keine

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	6,3	3,5
USA	1,2	4,7	8,0	4,0	2,8

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

## Geldpolitik: Fed in Warteposition – EZB mit Zinsanhebungen noch nicht am Ende

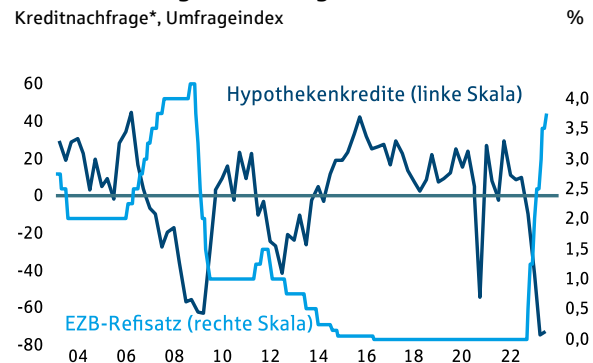


- Konjunktur im Euroraum hat noch Fahrt. EZB dürfte um weitere 25 Basispunkte anheben
- Unsere Einschätzung bezüglich des zyklischen Zinsgipfels haben wir entsprechend angepasst
- Straffungskurs zeigt aber bei Kreditnachfrage bereits spürbare Auswirkungen
- Im zweiten Halbjahr sollte an der Zinsfront Ruhe einkehren
- Fed erhöhte Anfang Mai den Leitzinskorridor auf 5,00 % bis 5,25 % und geht in Wartestellung
- US-Inflation bleibt zunächst zu hoch, Zinssenkungen stehen erst ab 2024 auf der Agenda

uk/ Im Mai erhöhte die EZB erwartungsgemäß den Einlagen- und Refinanzierungssatz um 25 Basispunkte auf **3,25 % bzw. 3,75 %**. Eine Fortsetzung des Straffungskurses wurde angekündigt. Auch der Beschluss, die Bestände an APP-Wertpapieren schneller als bisher abzubauen, soll Entschlossenheit demonstrieren. Angesichts des aus Sicht der EZB immer noch zu positiven Konjunkturausblicks und der anhaltenden Unsicherheit über das Tempo des Inflationsrückgangs haben wir unsere Einschätzung bezüglich des zyklischen Zinsgipfels angepasst. Wir erwarten nun einen **weiteren Zinsschritt der EZB um 25 Basispunkte** auf der nächsten EZB-Ratssitzung Mitte Juni.

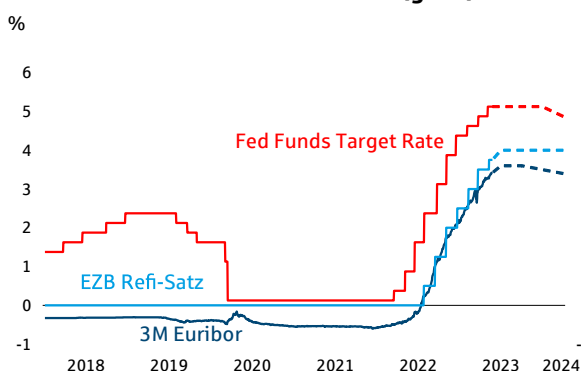
Nach den jüngsten **widersprüchlichen Äußerungen** von EZB-Mitgliedern bleibt der Eindruck, dass sich die Geldpolitik weiterhin alle Optionen offenhalten will. Dabei wird sie jedoch zunehmend berücksichtigen, dass die Straffung in einigen Bereichen bereits **Wirkung zeigt**: Der jüngste Bank Lending Survey der EZB signalisiert einen **Einbruch der Kreditnachfrage**, insbesondere für Immobilien. Das **Schrumpfen der Geldmenge** im Euroraum weist in die gleiche Richtung. Allerdings wird es einige Zeit dauern, bis sich dies in den **Inflationsraten** niederschlägt. Die EZB wird daher weiterhin auf Sicht fahren.

### Kreditnachfrage deutlich gesunken



pf/ Trotz **Turbulenzen im Bankensystem** hat die **Fed** Anfang Mai den Leitzins erneut angehoben. Mit 5,00 % bis 5,25 % sollte nun aber der Gipfel im aktuellen Zinszyklus erreicht sein. Zumindest hat das FOMC sein Kommuniqué so geändert, dass keine weiteren Zinserhöhungen avisiert werden. Ausgeschlossen werden sie aber auch nicht. Insofern ist die Frage, ob der Leitzins weiter steigt, davon abhängig, wie Inflations- und Konjunkturdaten in den kommenden Wochen ausfallen.

### EZB hat ihr Zielniveau noch nicht (ganz) erreicht



als jenes einer baldigen Lockerung. Die Fed scheint fest entschlossen, die **Preisniveaustabilität wiederherzustellen**. Ob sie dafür schon genug getan hat, bleibt weiterhin offen.

Während die Kernteuerung nach wie vor zu hoch ist, lassen auf der realwirtschaftlichen Seite Zeichen einer deutlichen Abkühlung auf sich warten. Obwohl am **Immobilienmarkt eine Korrektur läuft** und die restriktivere Kreditvergabe durch die Banken die Nachfrage dämpft, zeigt sich der Arbeitsmarkt überraschend robust. Im Gegensatz zu den Markterwartungen kurzfristiger Zinssenkungen schätzen wir das Risiko einer zusätzlichen Straffung tendenziell höher ein

%	aktuell*	Q2/23	Q3/23	Q4/23	Q1/24
3M Euribor	3,42	3,60	3,60	3,50	3,40
EZB Refi-Satz	3,75	4,00	4,00	4,00	4,00
Fed Funds Rate	5,13	5,13	5,13	5,13	4,88

\* 24.05.2023

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

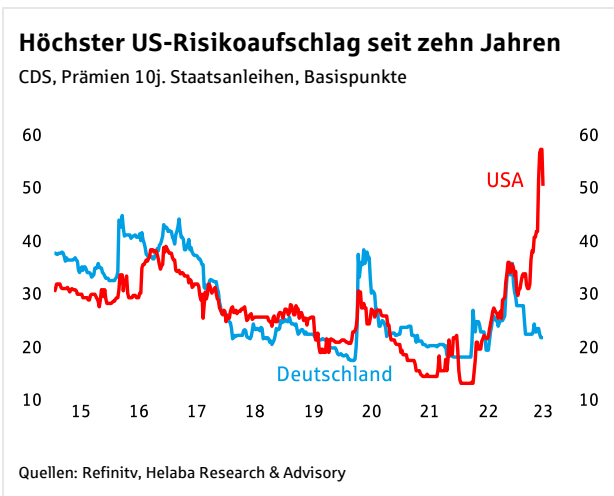
## Staatsanleihen: Temporär erhöhte Unsicherheit



- Unsicherheit in Verbindung mit der US-Schuldengrenze hat die US-Risikoaufschläge erhöht
- Nervosität am US-Rentenmarkt wirkte sich auch auf deutsche Staatsanleihen aus
- Die Unsicherheit über den weiteren Kurs der EZB belastet zusätzlich
- Zuletzt gestiegene Inflationserwartungen signalisieren kurzfristig eine erhöhte Anfälligkeit
- In der zweiten Jahreshälfte sollte sich die Lage tendenziell wieder entspannen
- Renditen 10-jähriger Bundesanleihen dürften zum Jahresende bei 2,3 % liegen

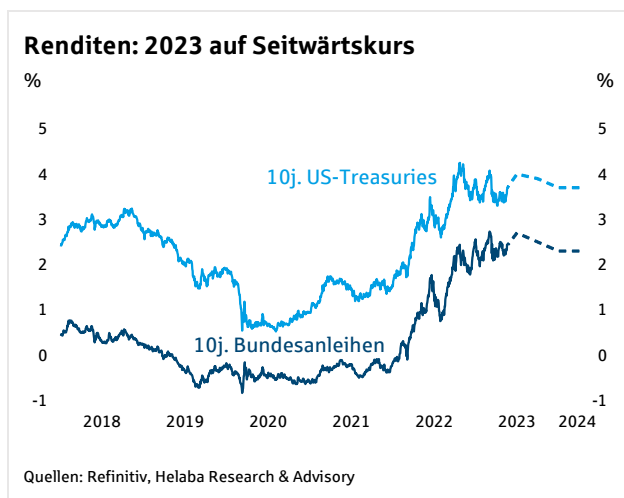
uk/ Die Rentenmärkte machen einen **richtungslosen** Eindruck. Nach temporären Entspannungsphasen, u.a. im Zuge neu aufkommender Unsicherheiten im US-Bankensektor, schlug das Pendel zuletzt wieder in die andere Richtung aus. Auslöser hierfür waren insbesondere die Risiken im Zusammenhang mit einer verzögerten Ausweitung der **US-Schuldenobergrenze** sowie rückläufige Zinssenkungserwartungen. Die Rendite 10-jähriger US-Treasuries kletterte auf 3,7 %, nachdem sie Anfang Mai noch bei 3,4 % gelegen hatte. Die **Risikoaufschläge**, gemessen an den Versicherungsprämien für Staatsanleihen (CDS), haben sich seit Jahresbeginn fast verdoppelt. Dagegen sind die Prämien für deutsche Staatsanleihen im gleichen Zeitraum gesunken.

Der Aufwärtstrend der US-Risikoprämien ist bereits seit Anfang 2022 erkennbar. Dies hängt vor allem mit dem erwarteten **Anstieg der Defizite und Schulden** in den kommenden Jahren zusammen. Die Ausgaben werden unter anderem durch **demografische Trends** sowie **steigende Zinsen** getrieben. Ein Zahlungsausfall der US-Regierung mit gravierenden Folgen für die Finanzmärkte ist zwar letztlich wenig wahrscheinlich. Die **Nervosität** an den Kapitalmärkten ist jedoch hoch – vermutlich, weil die Anleger in den letzten Jahren schon viele unangenehme **Überraschungen** erlebt haben.



Im Euroraum kommt die Unsicherheit über den Kurs der **EZB** hinzu. Während die **Fed** offensichtlich in den Pausenmodus geschaltet hat, kamen von der EZB zuletzt **widersprüchliche Signale**, ob es noch einen, zwei oder mehr

Zinsschritte geben wird. Auch der angekündigte beschleunigte Abbau der **Anleihebestände** dürfte sich eher kurssenkend auswirken. Der erneute Anstieg der **Inflationserwartungen** belastet zusätzlich. Der 5Y5Y Inflation Forward erreichte mit 2,5 % den höchsten Stand seit Anfang März. Jede schlechte Nachricht von der Inflationfront könnte in dieser Phase der Unsicherheit schnell zu weiter steigenden Renditen führen.



**wärtsbewegung** der Kapitalmarktzinsen in diesem Jahr zu verzeichnen. Nach dem historischen Renditeanstieg im vergangenen Jahr wäre dies keine ungewöhnliche Entwicklung.

Für eine Entwarnung ist es daher noch zu früh. Allerdings steigt die Wahrscheinlichkeit, dass es in der zweiten Jahreshälfte im Zuge einer abwartenden Geldpolitik zu einer **Entspannung** kommt. Zum Jahresende ist mit einer Rendite von **2,3 %** für 10-jährige Bundesanleihen zu rechnen. Per saldo wäre damit eine **Seit-**

%	aktuell*	Q2/23	Q3/23	Q4/23	Q1/24
10j. Bundesanl.	2,47	2,70	2,50	2,30	2,30
10j. US-Treasuries	3,74	4,00	3,90	3,70	3,70

\* 24.05.2023

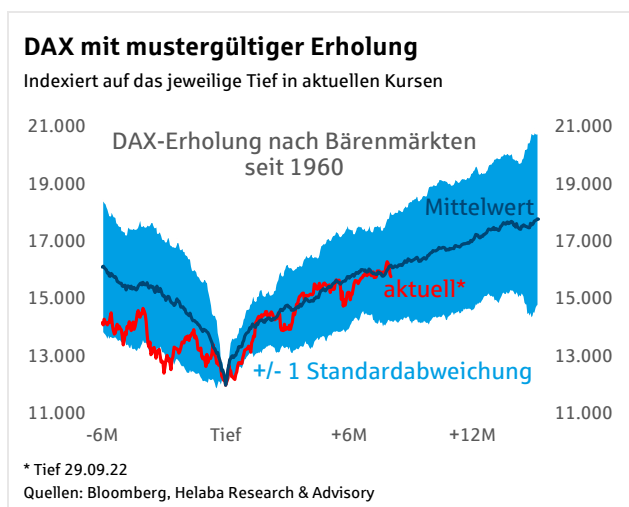
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

## Aktien: Die am meisten verschmähte Rally



- Aktien setzen ihren Erholungskurs fort. DAX markiert zwischenzeitlich neues Allzeithoch
- Trotz Kursanstieg ist die Bewertung von Euro-Aktien weiterhin moderat
- Die Gewinnperspektiven verbessern sich. Weltweit überwiegen inzwischen die Aufwärtsrevisionen
- Die Konjunkturerwartungen haben sich allerdings in den letzten Monaten etwas eingetrübt
- Anhaltende Skepsis der Anleger spricht im Sinne der Kontraindikation eher für Aktien
- Auf Sicht der kommenden Monate erwarten wir leicht steigende Notierungen

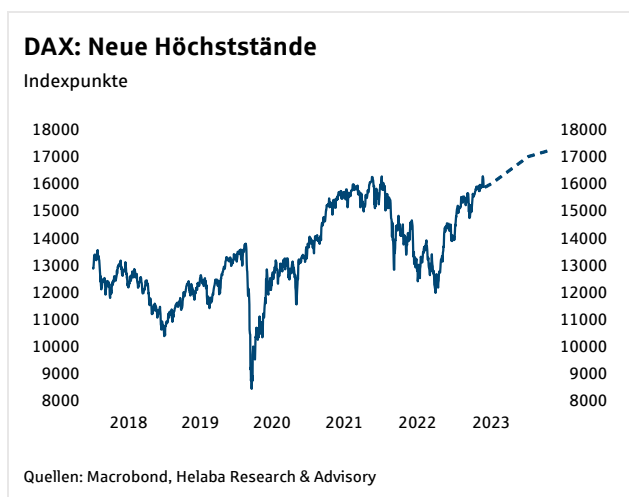
mr/ Der DAX hat im Mai zeitweilig die psychologisch wichtige Marke von 16.000 Punkten überschritten. Für einen langfristigen Vergleich haben wir den Durchschnitt von 14 Erholungszyklen seit 1960 ermittelt und in aktuelle DAX-Notierungen umgerechnet. Dabei zeigt sich, dass der deutsche Leitindex bislang exakt den historischen Fahrplan einhält. Seit dem Tief im Herbst 2022 konnte der DAX in der Spitze rund 36 % zulegen.



Dennoch war das Gros der Marktteilnehmer über Monate während dieser gesamten Erholungsphase ausgesprochen skeptisch hinsichtlich der Aktienmarktprospektiven und ist es immer noch. Im Sinne der Kontraindikation spricht dies für weiter steigende Notierungen. Untermauert wird die Kursentwicklung durch positive Zahlen aus den Unternehmen. In der jüngsten Berichtssaison konnte eine überwältigende Mehrheit von ihnen die Erwartungen übertreffen. Beim DAX und beim S&P 500 waren es jeweils 78 % der Indexmitglieder.

Wichtiger als der Blick in den Rückspiegel ist jedoch die Entwicklung bei den Gewinnerwartungen. Beim DAX werden bereits seit längerem mehr Gewinnsschätzungen nach oben als nach unten angepasst. Mittlerweile zeichnet sich auf globaler Ebene eine Trendwende bei den Gewinnrevisionen ab. Damit eröffnet sich aus fundamentaler Sicht für die kommenden Monate weiterer Kurspielraum. Dies gilt insbesondere für den DAX, der trotz des kräftigen Anstiegs seit Herbst 2022 noch immer leicht unterbewertet ist.

Wichtiger als der Blick in den Rückspiegel ist jedoch die Entwicklung bei den Gewinnerwartungen. Beim DAX werden bereits seit längerem mehr Gewinnsschätzungen nach oben als nach unten angepasst. Mittlerweile zeichnet sich auf globaler Ebene eine Trendwende bei den Gewinnrevisionen ab. Damit eröffnet sich aus fundamentaler Sicht für die kommenden Monate weiterer Kursspielraum. Dies gilt insbesondere für den DAX, der trotz des kräftigen Anstiegs seit Herbst 2022 noch immer leicht unterbewertet ist.



Neben den positiven Entwicklungen gilt es allerdings auch, die Belastungsfaktoren im Auge zu behalten. Hier ist neben kurzfristigen Irritationen durch den Schuldenstreit in den USA insbesondere die restriktive Wirkung der Geldpolitik dies- und jenseits des Atlantiks zu nennen. Zudem haben sich die Konjunkturerwartungen – gemessen an den ZEW und sentix-Umfragen – in den vergangenen Monaten abgeschwächt. Auch die Erwartungskomponente des ifo Index ist erstmals seit Herbst 2022 gefallen.

Insgesamt überwiegen aus unserer Sicht bei Aktien allerdings weiterhin die Chancen. Allerdings ist nach einem derart kräftigen Anstieg beim DAX künftig mit deutlich kleineren Zuwächsen zu rechnen.

Indexpunkte	aktuell*	Q2/23	Q3/23	Q4/23	Q1/24
DAX	15.842	16.000	16.500	17.000	17.200
Euro Stoxx 50	4.264	4.400	4.500	4.600	4.650
S&P 500	4.115	4.200	4.300	4.400	4.430

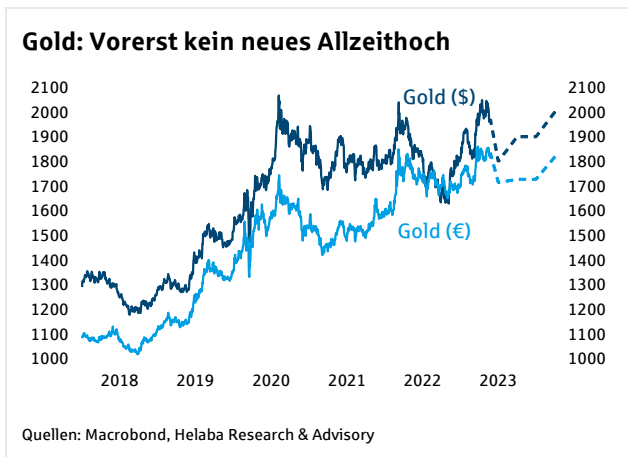
\* 24.05.2023  
 Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory



## Gold: Etwas geldpolitischer Gegenwind



- Höhenflug für Gold erst einmal aufgrund veränderter Zinserwartungen beendet
- Edelmetall scheidert an neuer Rekordmarke und rutscht unter 2.000 US-Dollar je Feinunze
- Geldpolitische Erwartungen dominieren weiterhin die Preisentwicklung
- Rückschläge für das Edelmetall drohen mit Blick auf zunehmende Risikoneigung der Anleger



cw/ Gold hat einen Rückschlag erfahren. Noch Anfang Mai notierte das Edelmetall mit 2.062 US-Dollar je Feinunze in der Nähe seines Allzeithochs von 2.072, da die Anleger die ersten Zinssenkungen der Fed vorweggenommen haben. Es sind die volatilen geldpolitischen Erwartungen, die die Richtung für Gold vorgeben, nun allerdings mit umgekehrtem Vorzeichen. Die Erwartungskorrektur hat nicht nur den Goldpreis im Tief bis auf knapp 1.950 US-Dollar (1.795 Euro) fallen lassen, sondern auch zu einer Stärkung des US-Dollar beigetragen. Immerhin bleibt ein Jahresplus von knapp 8 % sowohl in Dollar- als auch in Eurorechnung. Das Edelmetall ist jedoch als sicherer Anlagehafen gefragt, wenn die Nervosität an den Finanzmärkten wie jüngst im Zuge des noch ungelösten US-Haushaltsstreits anzieht.

Das hat den Preis bis auf 1.975 US-Dollar bzw. 1.830 Euro je Feinunze gefestigt. Außerhalb von safe haven-Zuflüssen bleibt es für Gold aber schwierig. In dem Maße wie der Risikoappetit an den Finanzmärkten zunimmt, ist deshalb mit einer weiteren Preisberuhigung zu rechnen.

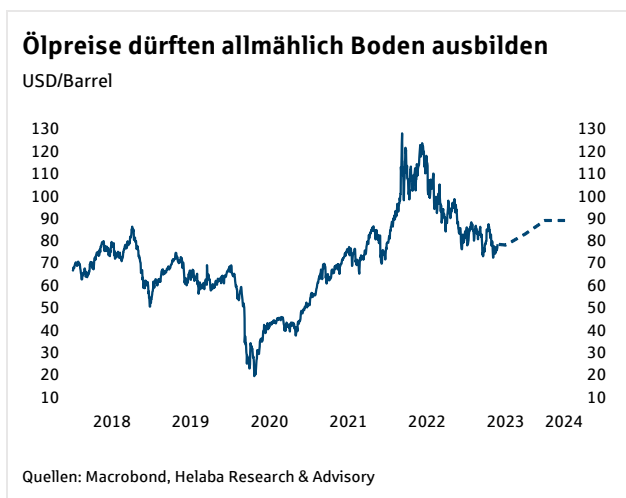
Preis / Feinunze	aktuell*	Q2/23	Q3/23	Q4/23	Q1/24
Gold in Euro	1.821	1.714	1.727	1.727	1.818
Gold in US-Dollar	1.957	1.800	1.900	1.900	2.000

\* 24.05.2023 Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

## Rohöl: Konjunktursorgen belasten



- Anstieg der Ölnotierungen nach OPEC+-Entscheidung Anfang April wieder wettgemacht
- US-Industrie trotz überzeugender Produktion mit Schwächesignalen
- China-Daten bleiben hinter Erwartungen zurück; Ölimporte steigen im Trend
- Lagerbestände gesunken; Wiederauffüllen der strategischen US-Reserve im Jahresverlauf erwartet



ru/ Die Ölnotierungen haben zuletzt nachgegeben und das zyklische Tief von Mitte März ins Visier genommen. Damit wurde der Preissprung infolge der angekündigten Förderkürzung seitens der OPEC+ wieder egalisiert. Während die bisher vorliegenden Daten darauf hinweisen, dass die chinesischen Ölimporte im Trend zwar zulegen, dominierten jüngst Konjunktursorgen das Geschehen. So deuten die niedrigen Stimmungswerte der US-Industrie auf eine verhaltene Perspektive und chinesische Wirtschaftszahlen blieben hinter den Erwartungen zurück. Derweil sinken in den USA sowohl die kommerziellen als auch die staatlichen Ölreserven. Ein Wiederauffüllen der Lager bei gleichzeitiger Verbesserung der konjunkturellen Perspektiven für das Jahr 2024 dürfte die Preise künftig stützen, weshalb wir an dem

Szenario einer Bodenbildung bis zum Sommer festhalten und dann auf allmähliche Anstiege setzen.

Preis / Barrel	aktuell*	Q2/23	Q3/23	Q4/23	Q1/24
Rohöl Brent	78	78	83	89	89

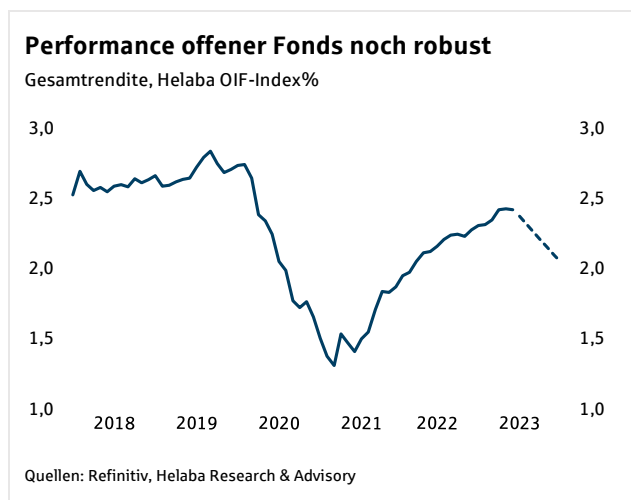
\* 24.05.2023 Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

## Immobilien: Fondsp performance von höheren Zinsen bisher unbeeindruckt



- Jahresperformance offener Immobilienfonds zuletzt unverändert bei 2,4 %
- Mittelzuflüsse im 1. Quartal angesichts geringerer relativer Attraktivität deutlich unter Vorjahr
- vdp-Immobilienindex für Deutschland im 1. Quartal schwächer als erwartet ausgefallen
- Wohnimmobilienpreise korrigieren nach langjährigem Aufschwung, aber Mieten steigen weiter
- Rückgang der Kapitalwerte im 1. Quartal auch bei Büros bei robuster Mietentwicklung
- Preise von Einzelhandelsimmobilien sinken langsamer, Bodenbildung bei Mieten wahrscheinlich

smi/ Die Performance **offener Immobilienfonds**, gemessen am „Helaba OIF-Index“, lag zuletzt unverändert bei 2,4 %. Der Index umfasst die durchschnittliche Wertentwicklung von neun großen Immobilienpublikumsfonds der vier führenden Anbieter. Die Performance der einzelnen Fonds bewegte sich zuletzt zwischen 1,6 % und 3,5 %.



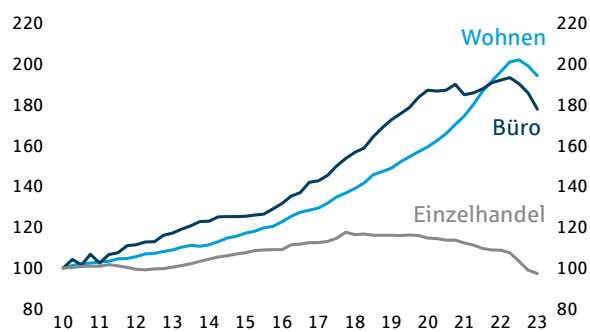
Damit hat sich die Fondskategorie im schwierigeren Umfeld bislang gut behauptet. Auf der einen Seite belasten die **höheren Zinsen**, was sich mit zeitlicher Verzögerung negativ in der Bewertung von Immobilien in den Portfolios niederschlagen könnte. Auf der anderen Seite leisten die **liquiden Mittel** inzwischen wieder einen positiven Performancebeitrag und die **robuste Mietentwicklung** sorgt für einen stabilen Cash-Flow. Wir erwarten daher bis Jahresende nur eine moderate Abschwächung der durchschnittlichen Performance der offenen Fonds in Richtung 2 %.

in Deutschland im März mit 164 Mio. Euro überschaubar. Sie lagen im 1. Quartal insgesamt bei rund 860 Mio. Euro und damit 58 % unter dem Vorjahreszeitraum.

Die aktuell niedrige Zahl an Transaktionen sorgt für eine **geringe Preistransparenz**. Verschiedene Indikatoren für den deutschen Immobilienmarkt deuten aber auf sinkende Preise. So ist der Index des deutschen Pfandbriefverbands vdp im 1. Quartal 2023 stärker als erwartet zurückgegangen. Die Preise von selbstgenutzten **Wohnimmobilien** hatten sich seit 2010 in etwa verdoppelt und sind nun zum zweiten Mal in Folge gesunken, während der Mietanstieg bei Mehrfamilienhäusern sogar stärker ausfiel. Bei **Büroimmobilien** hat sich der Rückgang der Kapitalwerte zuletzt beschleunigt. Die robuste Mietentwicklung zeigt aber, dass attraktive Flächen in guter Lage weiter gefragt sind. Bei **Einzelhandelsmieten** scheint es zu einer Bodenbildung zu kommen und auch der Rückgang der Kapitalwerte war hier zuletzt deutlich geringer.

### Immobilienpreise korrigieren

vdp Immobilienindex Deutschland, Kapitalwerte, Q1 2010 = 100



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

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

Auf Basis der schwächeren Ergebnisse für das erste Quartal haben wir unsere Prognose der Immobilienpreise reduziert. Wir rechnen aber weiterhin mit einer **Stabilisierung** bis Jahresende, wenn der Investmentmarkt allmählich wieder in Gang kommt.



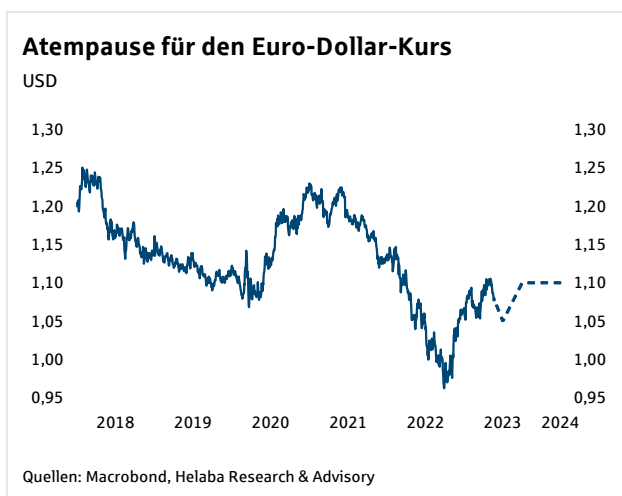
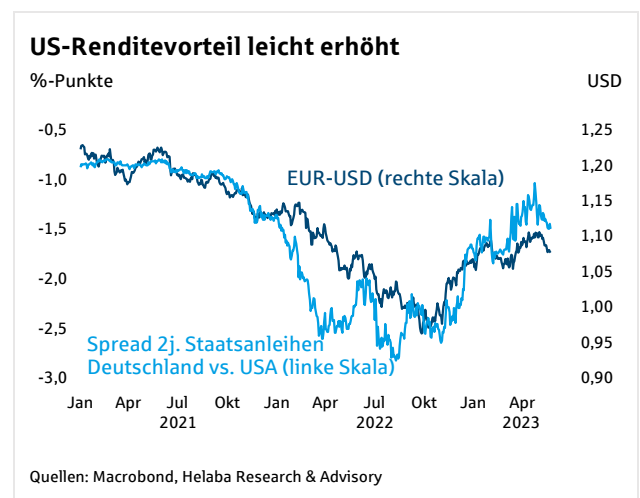
## Devisen: Lebenszeichen vom US-Dollar



- Dollar profitierte von positiven Konjunkturdaten und nachlassenden Zinssenkungserwartungen
- Kurzfristig könnte der Greenback leicht zulegen, sofern sich der Konjunkturabschwung verzögert
- Mittelfristig dürfte dann doch die Aussicht auf Zinssenkungen der Fed den US-Dollar belasten
- Britisches Pfund erhält Rückenwind von Leitzinserhöhungen, zumal Konjunktur positiv überrascht
- Stärke des Schweizer Franken setzt sich nicht fort, da Zinsnachteil gegenüber Euro überwiegt
- Japanischer Yen wird vermutlich deutlich zulegen, wenn Japans Geldpolitik gestrafft wird

ca/ Der **US-Dollar** zeigte sich zuletzt von der stärkeren Seite, kaum dass seine globale Führungsrolle hinterfragt wurde. Gegenüber den meisten Währungen legte der Greenback zu, der Euro-Dollar-Kurs sank unter 1,08. Die Unsicherheiten um die US-Schuldenobergrenze schadeten anscheinend kaum, womöglich halfen sie dem sicheren Anlagehafen sogar. Der Dollar profitierte aber wohl vor allem davon, dass sich die befürchtete Konjunkturabschwächung in den USA bislang nicht materialisiert hat. Insgesamt fallen die Daten gemischt, aber eben auch nicht so schlecht aus. Dagegen enttäuschten die Konjunkturindikatoren in der Eurozone jüngst mehrheitlich. Die Probleme bei US-Regionalbanken gelten zwar nicht als gelöst, scheinen aber nicht allzu sehr zu belasten.

Die **Federal Reserve** hat mit dem Schritt über 5,0 % vermutlich letztmals den Leitzins angehoben. Da die Teuerung, insbesondere in den Kernraten, immer noch recht hoch ist und das Wachstum nur langsam nachlässt, besteht derzeit wenig Anlass für eine abermalige Kehrtwende. Die **Spekulation auf baldige Zinssenkungen** an den Terminmärkten war wohl **zu voreilig** und wurde zuletzt teilweise wieder ausgepreist. Dadurch zogen die Treasury-Renditen an, der US-Zinsvorteil gegenüber dem Euro weitete sich leicht aus. Sollten auch die restlichen Zinssenkungen für dieses Jahr ausgepreist werden, könnte der Dollar von dieser Seite noch etwas Rückenwind erhalten. Außerdem stützten den Greenback ein wenig die Stimmung und die Markttechnik. Der Euro-Dollar-Kurs war mittelfristig überkauft. Ebenso sind an den Terminmärkten die spekulativen Investoren etwas zu einseitig zu Gunsten des Euro positioniert, was in der Vergangenheit ein Kontraindikator war bzw. zumindest das kurzfristige Anstiegspotenzial begrenzt.



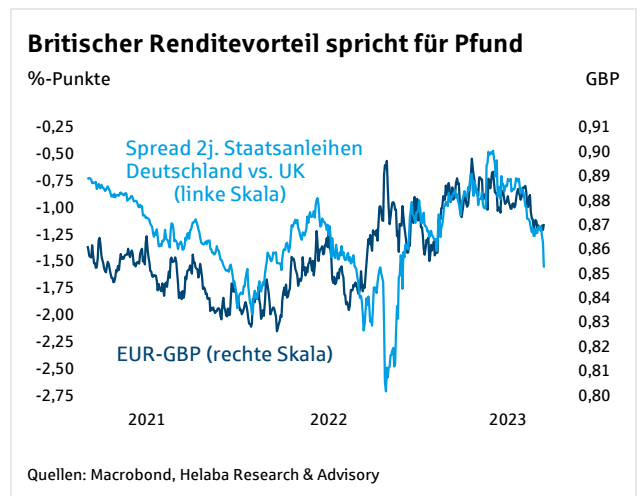
Während der Dollar in der kürzeren Frist durchaus die Chance hat, leicht aufzuwerten, sehen die mittelfristigen Perspektiven anders aus. Schließlich dürfte sich das US-Wachstum doch deutlicher abschwächen, was dann die Basis für Zinssenkungen im kommenden Jahr legt. Anders als die Fed wird die EZB vermutlich noch mindestens einmal nachlegen. Von einer Kehrtwende ist die europäische Notenbank viel weiter entfernt als ihr US-Pendant, zumal sich die Euro-Konjunktur in der Tendenz sogar festigen sollte. Daher wird im späteren Jahresverlauf bzw. **mit Blick auf 2024 der US-Renditevorteil wohl etwas zurückgehen**, was für einen höheren Euro-Dollar-Kurs spricht.

Risiken bestehen grundsätzlich in beide Richtungen.

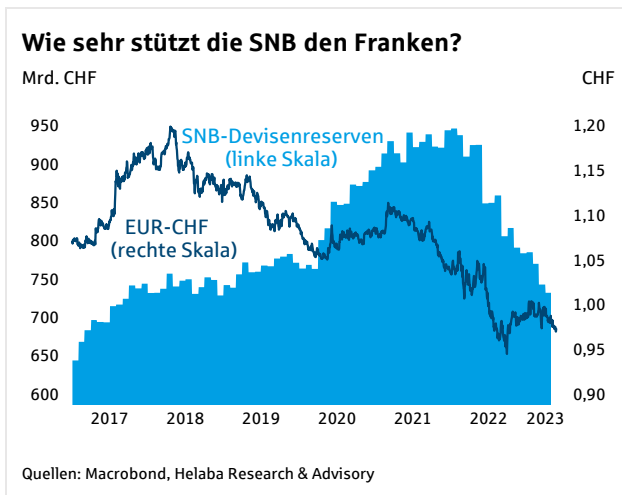
Geopolitische Entwicklungen könnten die Fluchtwährung Dollar begünstigen. Allerdings existieren auch in den USA mit der Konjunktur und der Innenpolitik durchaus Unsicherheiten. Ende 2023 dürfte der **Euro-Dollar-Kurs um 1,10** notieren.

Das **Britische Pfund** zeigte sich stabil gegenüber dem US-Dollar und wertete gegenüber dem Euro auf. Die britische Wirtschaft wuchs im ersten Quartal erneut geringfügig. Die befürchtete tiefe Rezession bleibt wohl aus, wengleich eine technische (zwei rückläufige Quartale) noch nicht vom Tisch ist. Die wirtschaftliche Lage wird sich im Jahresverlauf wohl aufhellen. Zumindest einige Stimmungsindikatoren deuten auf eine Verbesserung. Die Bank of England kann sich daher mehr auf die Bekämpfung der Inflation konzentrieren, die trotz eines Rückgangs auf 8,7 % im April noch unerwartet hoch ausfiel.

Die Notenbank wird daher nach der Anhebung auf 4,5 % wohl noch weitere Zinsschritte vornehmen. Da in den kommenden Monaten die Teuerung dann doch spürbar nachlassen wird und auch am Arbeitsmarkt erste Schwächezeichen zu erkennen sind, dürfte die Bank of England in den Wartemodus wechseln. Dennoch hat sich der **britische Renditevorteil** gegenüber dem Euro bereits vergrößert, was das Pfund Sterling stützt. Der Euro-Pfund-Kurs könnte daher von aktuell 0,87 in den nächsten Monaten bis auf 0,85 sinken. Gegenüber dem US-Dollar dürfte die britische Währung mittelfristig von derzeit 1,24 in Richtung 1,30 klettern.



Der **Schweizer Franken** zeigte sich robust. Der Euro-Franken-Kurs rutschte auf 0,97. Dabei hat die Risikoaversion an den Finanzmärkten allenfalls geringfügig zugenommen. Einen besonderen Schub hat der sichere Anlagehafen dadurch kaum bekommen. Ebenso blieb der Zinsnachteil des Frankens gegenüber dem Euro stabil auf historisch hohen Niveaus, was grundsätzlich gegen die Schweizer Währung spricht. Zwar könnte die Schweizer Notenbank noch einen Zinsschritt nachlegen, was aber in Relation zum Euro wenig ändert. Die Inflation lag mit 2,6 % im internationalen Vergleich sehr niedrig, weshalb die Erhöhungen auslaufen sollten.



Die Notenbank stärkt derweil mit der Auflösung von Devisenreserven die eigene Währung. Die Bestände sind deutlich zurückgegangen, was auf Bewertungseffekten, aber auch auf aktiven Verkäufen basiert. Ob und wie weit sich dieser Prozess fortsetzt, ist offen. Ohne diese Hilfe würde der Euro-Franken-Kurs aber wohl höher notieren. Der Wechselkurs dürfte im Jahresverlauf wieder **über die Parität** steigen.

Der **Japanische Yen** wertete zuletzt ab, nicht nur gegenüber dem US-Dollar, sondern auch gegenüber dem Euro. Angesichts gestiegener Kapitalmarktrenditen weitete sich der Zinsnachteil des Yen aus, was ihn belastete. In Japan überraschte das BIP-Wachstum im ersten Quartal positiv. Die Indikatoren fielen aber eher gemischt aus. Die japanische Wirtschaft wird 2023 mit 1,0 % moderat wachsen. Die Inflation kletterte auf 3,5 %. Die Kernrate ohne Energie und Nahrungsmittel erreichte mit 2,5 % sogar das höchste Niveau seit 30 Jahren.

Die japanische Notenbank sah zuletzt dennoch keinen Anlass, ihre expansive Politik zu ändern. Die Spekulationen über eine baldige Anpassung der Zinskurvensteuerung ist aus dem Markt, was den Yen zusätzlich unter Druck setzte. Allerdings wird die **Bank of Japan** in den nächsten Monaten letztlich doch agieren und vermutlich ihr **Zinszielband ausweiten** – oder es gar ganz abschaffen. Davon würde die Währung deutlich profitieren, zumal der Zinsanstieg von Fed und auch EZB beendet sein sollte. Der Dollar-Yen-Kurs könnte dann in Richtung 130 und der Euro-Yen-Kurs gegen 140 fallen.

gg. Euro	aktuell*	Q2/23	Q3/23	Q4/23	Q1/24
US-Dollar	1,08	1,05	1,10	1,10	1,10
Jap. Yen	150	142	142	140	140
Brit. Pfund	0,87	0,87	0,85	0,85	0,85
Schw. Franken	0,97	1,02	1,04	1,05	1,05

\* 24.05.2023  
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

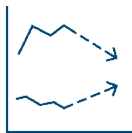


## Prognosetabelle BIP und Inflation

	Bruttoinlandsprodukt				Verbraucherpreise			
	reale Veränderung gg. Vorjahr, %				Veränderung gg. Vorjahr, %			
	2021	2022	2023p	2024p	2021	2022	2023p	2024p
Eurozone	5,3	3,5	1,0	1,4	2,6	8,4	6,3	3,5
Deutschland	2,6	1,9	0,3	1,3	3,1	6,9	6,0	3,5
Frankreich	6,8	2,6	0,8	1,5	2,1	5,9	5,5	3,0
Italien	7,0	3,8	1,4	1,7	1,9	8,7	6,9	3,5
Spanien	5,5	5,5	2,1	2,0	3,0	8,3	4,3	3,5
Niederlande	4,9	4,5	0,8	1,6	2,8	11,6	6,0	4,0
Österreich	4,7	5,0	0,7	1,5	2,8	8,6	7,3	3,0
Schweden	5,2	2,7	-0,8	1,4	2,2	8,4	8,8	2,8
Polen	6,8	5,4	0,7	3,0	5,1	14,4	12,6	5,5
Tschechien	3,5	2,5	-0,1	2,4	3,8	15,1	11,0	2,5
Ungarn	7,2	4,6	0,5	3,6	5,1	14,5	17,6	4,5
Großbritannien	7,6	4,1	0,0	1,5	2,6	9,1	6,5	3,7
Schweiz	4,2	2,1	0,8	1,5	0,6	2,8	2,5	1,5
USA	5,9	2,1	1,0	1,5	4,7	8,0	4,0	2,8
Japan	2,2	1,0	1,0	1,0	-0,2	2,5	2,7	1,0
Asien ohne Japan	7,1	3,7	5,5	4,8	2,4	3,7	3,0	2,6
China	8,4	3,0	6,2	5,0	0,9	1,9	1,4	2,5
Indien*	8,9	6,9	5,6	5,5	5,1	6,7	5,7	4,5
Russland	5,6	-2,1	-2,0	2,2	6,7	13,7	8,5	6,0
Türkei	11,1	5,6	3,0	2,8	19,6	72,4	37,0	20,0
Lateinamerika**	7,0	3,7	1,1	2,4	10,3	14,9	14,3	8,9
Brasilien	4,6	2,9	1,0	2,3	8,3	9,0	5,0	3,5
Welt	6,3	3,1	3,0	3,2	3,8	7,2	5,4	3,5

\*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*		Q2/2023	Q3/2023	Q4/2023	Q1/2024
<b>Zinsen</b>	Basispunkte		%				
EZB Refi-Satz	125	25	3,75	4,00	4,00	4,00	4,00
EZB Einlagenzins	125	25	3,25	3,50	3,50	3,50	3,50
Tagesgeldsatz €STR	126	25	3,15	3,50	3,50	3,50	3,50
3M Euribor	128	17	3,42	3,60	3,60	3,50	3,40
6M Euribor	105	13	3,74	3,70	3,70	3,60	3,45
2j. Bundesanleihen	9	3	2,85	3,00	2,80	2,80	2,60
5j. Bundesanleihen	-11	1	2,47	2,70	2,60	2,55	2,50
10j. Bundesanleihen	-10	1	2,47	2,70	2,50	2,30	2,30
2j. Swapsatz	25	9	3,65	3,70	3,50	3,50	3,20
5j. Swapsatz	-3	4	3,21	3,40	3,30	3,25	3,15
10j. Swapsatz	-7	3	3,13	3,35	3,15	3,00	3,00
20j. Swapsatz	8	3	3,01	3,15	2,95	2,80	2,80
30j. Swapsatz	20	6	2,73	2,85	2,75	2,70	2,70
Fed Funds Target Rate	75	25	5,13	5,13	5,13	5,13	4,88
10j. US-Treasuries	-13	22	3,74	4,00	3,90	3,70	3,70
<b>Aktien</b>	Landeswährung, %						
DAX	13,8	0,3	15.842	16.000	16.500	17.000	17.200
Euro Stoxx 50	12,4	-2,2	4.264	4.400	4.500	4.600	4.650
Dow Jones	-1,0	-3,0	32.800	34.500	35.000	35.500	35.880
S&P 500	7,2	-0,5	4.115	4.200	4.300	4.400	4.430
Nikkei 225	17,6	7,8	30.683	29.000	29.500	30.000	30.400
<b>Gold und Brentöl</b>	%						
Gold €/Unze	6,9	1,0	1.821	1.714	1.727	1.727	1.818
Gold \$/Unze	7,3	-1,5	1.957	1.800	1.900	1.900	2.000
Brentöl \$/Barrel	-8,8	0,0	78	78	83	89	89
<b>Devisen</b>	jeweils gg. Euro, %		jeweils gg. Euro				
US-Dollar	-0,4	2,6	1,08	1,05	1,10	1,10	1,10
Japanischer Yen	-6,3	-1,5	150	142	142	140	140
Britisches Pfund	1,8	1,5	0,87	0,87	0,85	0,85	0,85
Schweizer Franken	1,7	1,4	0,97	1,02	1,04	1,05	1,05

\* 27.04.2023 \*\* 24.05.2023

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

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/>