

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

Editorial: Reise in das unbekannte Land



gt/ Wir feiern Geburtstag! Vor einem Jahr haben wir drei neue Research-Produkte aus der Taufe gehoben: Mit der vorliegenden Publikation erhalten sie einmal im Monat eine umfassende Einschätzung zu Konjunktur und Kapitalmärkten. Der zweite Neuling ist kompakter, für den ganz schnellen Leser. Als Bonus gibt es ein monatliches Video, in dem die wesentlichen Aussagen zusammengefasst werden. Herzlichen Glückwunsch „Märkte und Trends“ und vielen Dank an das Team Research & Advisory.

In unserem Jahresausblick unterlegen wir die Analysen und Prognosen noch mit einem Motto. So hatten wir für das Jahr 2022 das Sinnbild Reisen gewählt und folgende Fragen gestellt: Wohin geht die Reise, sind die Koffer nachhaltig gepackt und welche Art von Reise steht uns bevor? Unsere Antwort bündelte sich in drei Szenarien: Aufschwung all inclusive, Horrortrip und Traumreise. Der Ukraine-Krieg hat diese Abgrenzungen sowie die Eintrittswahrscheinlichkeiten durcheinandergewirbelt. Von Aufschwung kann keine Rede mehr sein. Im Hauptszenario schafft es die Weltwirtschaft jedoch immerhin noch an der Rezession vorbei zu segeln.

Bei dieser Reise ist jedoch vieles nicht wie in den Prospekten versprochen. Die Lieferschwierigkeiten sind vergleichbar mit Warteschlangen an Buffets, bei Sonnenliegen, im Museum oder anderen Attraktionen, die im all inclusive-Paket feilgeboten werden. Die Null-Covid-Strategie Chinas sowie der Ukraine-Krieg bedingen, dass das Angebot weiterhin nicht mit der Nachfrage mithalten kann. Knappheiten bleiben auf der Tagesordnung. Die Engpässe bei Rohstoffen und in der Logistik bremsen die konjunkturelle Erholung und treiben die Preise nach oben.

Christine Lagarde hat die Marktteilnehmer jüngst ebenfalls mit dem Sinnbild Reisen auf die anstehende Zinswende eingestimmt. Ziel ihrer Reise ist das unbekannte Land der (geldpolitisch) neutralen Zone. Die Reisegeschwindigkeit der Notenbanken macht den Marktteilnehmern zu schaffen. Die EZB wird zwar erst im Juli bei den Leitzinsen die Fahrt aufnehmen, hat aber schon eine klare Route vorgegeben. Als daraufhin die Spreads in der Eurozone auseinanderliefen, hat sie in einer Sondersitzung ein dauerhaftes Anti-Fragmentierungsprogramm avisiert. Keinem der Mitreisenden soll die Reisegeschwindigkeit zu schaffen machen. Es bleibt zu hoffen, dass die geplanten Maßnahmen keine allzu großen Turbulenzen in anderen Bereichen hervorrufen.

Ihre

Dr. Gertrud R. Traud

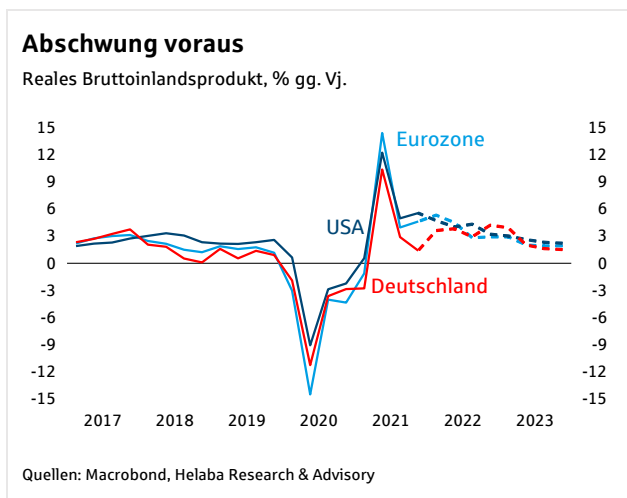
Chefvolkswirtin / Head of Research & Advisory

Konjunktur: Eins kommt zum anderen – Wachstum gebremst



- Belastungsfaktoren für die globale Konjunktur nehmen nicht ab, sondern zu
- Von der hohen Teuerung aufgeschreckt, bringen sich die Notenbanken in Stellung, die bis zuletzt enorm expansive Geldpolitik im Rekordtempo zu normalisieren
- Deutsche Konjunktur zwischen Belastungen durch Ukraine-Krieg und Impulsen aus Corona-Lockierungen sowie staatlichen Hilfsprogrammen. Wachstumsprognose für 2022 auf 1,7 % gesenkt
- Inflationsprognose 2022 für Deutschland und die Eurozone auf 6,9 % deutlich erhöht
- Auch für die USA fällt die Prognose für die Teuerung mit 7,5 % noch einmal spürbar höher aus

pf/ Der Ukraine-Krieg dauert an. China macht bestenfalls schleppende Fortschritte bei der Eindämmung der Pandemie. Die Lieferkettenproblematik besteht fort. Die Verbraucher ächzen unter den hohen Inflationsraten. Und nun kommen noch die Notenbanken mit Plänen für eine stärker als bisher erwartete **geldpolitische Straffung**. Wird das der kürzeste Konjunkturzyklus seit langem?



Es sieht derzeit eher düster aus. Für die **USA**, die vom akuten Energiepreisschock in Folge der Ukraine-Krise nicht so stark betroffen sind wie Europa, wird das Eis vor allem 2023 dünn. Für 2022 rechnen wir weiterhin mit einem soliden Wachstum von 3 %. Im kommenden Jahr dürfte das Wachstum mit 2 % (bisher: 2,3 %) aber deutlich geringer ausfallen als 2022. Haupttreiber ist die kräftige geldpolitische Straffung (siehe Beitrag Geldpolitik). Zudem sollten die positiven Effekte der Erholung von der Pandemie 2022 weitgehend aufgezehrt sein. Die Entlastung durch die im kommenden Jahr wieder fallende Teuerung wird die konjunkturelle Abkühlung nur teilweise kompensieren können.

smü/ Der **Ukraine-Krieg** belastet das Wirtschaftswachstum in Deutschland und der Eurozone. Die Energiekosten für Unternehmen und Haushalte verharren auf sehr hohem Niveau. In Shanghai kam es nach einer nur kurzen Lockerung erneut zu Ausgangssperren. Positiv zu verbuchen sind die Lockerungen von Pandemiemaßnahmen in Europa, die Nachholeffekte erwarten lassen.

Zusätzlich unterstützen die beiden **Entlastungsprogramme der Bundesregierung** mit einem Volumen von rund 35 Mrd. Euro (etwa 1 % des BIP). Mit einer Vielzahl von Maßnahmen wird insbesondere den privaten Haushalten geholfen, beispielsweise durch die Erhöhung der Fernpendlerpauschale, mit einer Energiepreispauschale von 300 Euro, der temporären Senkung der Energiesteuer auf Kraftstoffe und der 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.

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

Das ifo Geschäftsklima hatte sich zwar im Mai stabilisiert, liegt damit aber immer noch deutlich unter dem langjährigen Durchschnitt. Die Einkaufsmanagerindizes sind im Juni deutlich gesunken. Wir haben deswegen unsere **Wachstumsprognose** für 2022 auf kalenderbereinigt 1,7 % (2,2 %) **heruntergenommen**.

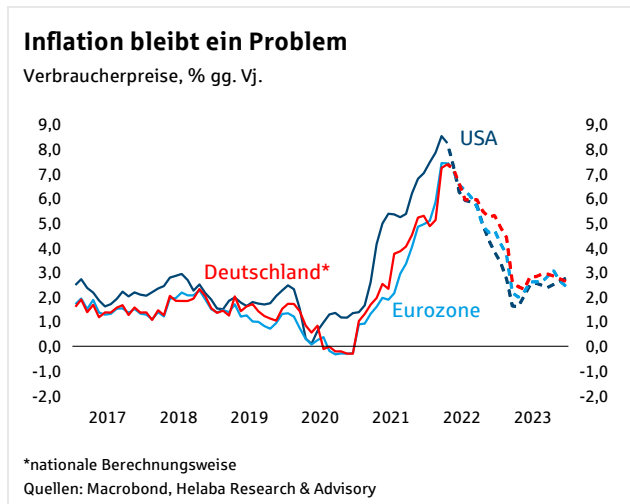
Leicht positive Impulse sind von den privaten Haushalten zu erwarten, auch wenn die Kriegereignisse und die drastisch gestiegene Inflation das Konsumentenvertrauen belasten. Die Beschäftigung nimmt weiter zu und die Tariflöhne werden bei inflationsbedingt höheren Forderungen voraussichtlich deutlich stärker steigen als im vergangenen Jahr mit 1,6 %. Zudem werden der Mindestlohn erheblich auf 12 Euro und die gesetzlichen Renten im Sommer um 5 ½ % angehoben.

Entscheidend ist die Entwicklung der Sparquote. Nach hohen 15 % dürfte sie 2022 um mehr als 4 Prozentpunkte und damit auf das Vor-Corona-Niveau sinken. Damit könnte der **private Konsum** in diesem Jahr mit schätzungsweise real 3 % überdurchschnittlich zulegen. Dieser Zuwachs erklärt sich allerdings im Wesentlichen durch das extrem niedrige Niveau im vergangenen Jahr.

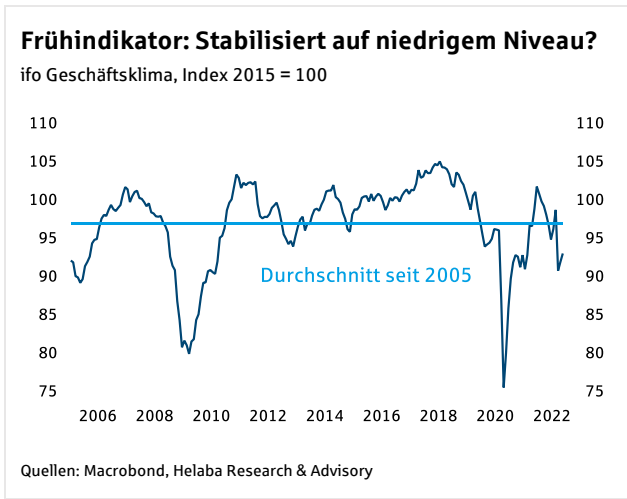
Die **Ausrüstungsinvestitionen** dürften sich 2022 mit einem moderaten Anstieg von 2 % weiter erholen. Allerdings besteht die Gefahr, dass die Kriegsereignisse die Kapitalbildung stärker bremsen als erwartet. Die **Bauinvestitionen** wachsen 2022 erneut unterdurchschnittlich. Kapazitätsgrenzen sowie der anhaltende Mangel an Rohstoffen und Vorprodukten behindern.

Die Exporte sind im ersten Quartal um gut 2 % gegenüber den drei Monaten zuvor gesunken, während die Importe um real 0,9 % zulegten. Eingebrochen sind die Verkäufe nach Russland, während sich die Ausfuhren in die Vereinigten Staaten positiv entwickeln. Die chinesischen Lockdowns dürften sich in den nächsten Monaten negativ bemerkbar machen. Insgesamt wird der deutsche **Außenhandel** 2022 das Wirtschaftswachstum dämpfen.

Aufgrund des Krieges und den Nachwirkungen der Corona-Krise sind die Statistiken immer noch mit einer sehr **hohen Unsicherheit** behaftet. Dies hat die Berichterstattung zum ersten Quartal bestätigt. Während die italienische Wirtschaftsleistung nach oben korrigiert wurde, ging es für Frankreich nach unten. Für die **Eurozone** wurde das Wachstum auf 0,6 % gegenüber Vorquartal sogar verdoppelt. Einige kleinere Länder wie Irland oder Griechenland wiesen eine sehr hohe Dynamik auf. Daher haben wir unsere Prognosen angepasst. Wir erwarten jetzt für Frankreich für 2022 ein Wachstum von 2,4 % (2,7 %) und für Italien 2,8 % (2,5 %). Die Prognose für die Eurozone beträgt nun 2,7 % (2,4 %).



In den **USA** ergibt sich auf Basis der weiter kräftig zulegenden Energie- und Nahrungsmittelpreise nun mit 7,5 % ebenfalls ein merklich höherer Preisanstieg für das Gesamtjahr 2022 (bisher: 6,3 %). Für das kommende Jahr haben wir unsere Prognose ebenfalls angehoben (3 % statt 2,5 %).



Die **Inflation** erreichte im Mai in **Deutschland** mit 7,9 % und in der Eurozone mit 8,1 % neue Höchstwerte. Die hiesige Kernrate beträgt in nationaler Berechnungsweise mittlerweile 3,8 %. Die Preise steigen auf breiter Front, auch bei Dienstleistungen. Wir haben unsere Prognose für Deutschland auf 6,9 % für 2022 und auf 3,8 % für 2023 erhöht. Für die **Eurozone** erwarten wir nun 6,9 % bzw. 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	7,5	3,0

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

Geldpolitik: Notenbanken erhöhen den Einsatz

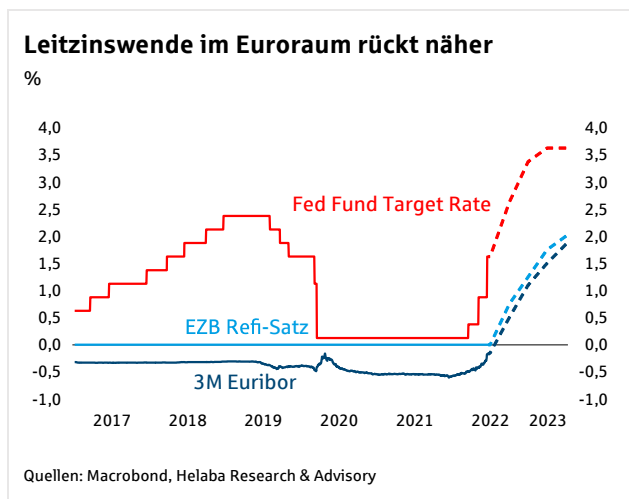
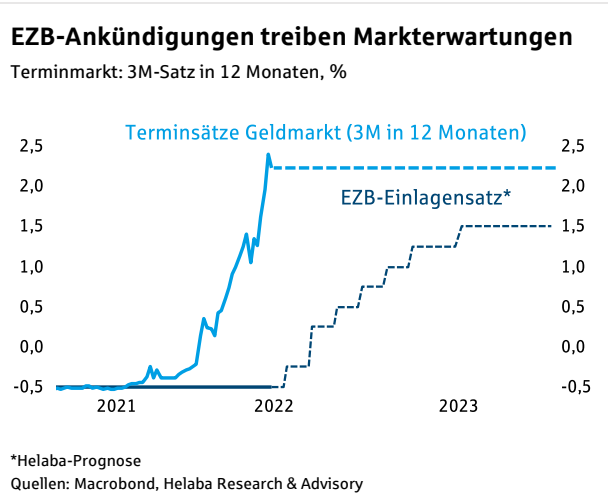


- EZB hat die Netto-Anleihekäufe gestoppt und ab Juli deutliche Zinsanhebungen angekündigt
- Am Jahresende dürfte der Einlagensatz bei 0,75 %, der Refi-Satz im Euroraum bei 1,25 % liegen
- Um steigende Risikoaufschläge zu verhindern, will die EZB am Rentenmarkt aktiv eingreifen
- Die Fed drückt den Panikknopf und verschärft das Tempo der Zinserhöhungen noch einmal – wir rechnen nun für Ende 2022 mit einem Leitzinskorridor von 3,25 % bis 3,50 %
- Schweizer Notenbank erhöhte um 50 Bp. und reiht sich in globalen Zinserhöhungszyklus ein

uk/ Die Falken im EZB-Rat konnten die ernste Lage an der Inflationsfront nutzen und haben einen auf Tempo ausgerichteten **Fahrplan für den Zinserhöhungskurs** durchgesetzt. Wir hatten den Widerstand der Tauben höher eingeschätzt, zumal die Risiken für die südeuropäischen Länder nicht zu unterschätzen sind. Die Ad-hoc-Sitzung des EZB-Rats infolge deutlich steigender Risikoaufschläge bei Euro-Staatsanleihen hat die Problematik eindrucksvoll vor Augen geführt.

Bei der letzten regulären Sitzung des EZB-Rats wurde ein Zinserhöhungsfahrplan vorgestellt, der **mehr Anhebungen** vorsieht, als wir bislang prognostiziert hatten. Ausgehend vom Start für die Zinswende im Juli wird es u.E. fünf Erhöhungen in Folge geben. Einschließlich eines großen Zinsschritts um 50 Basispunkte im September sowie weiterer Anhebungen zum Quartalsende im März und Juni 2023 dürfte der Einlagensatz bis Mitte nächsten Jahres auf 1,5 % klettern. Der Hauptrefinanzierungssatz läge dann bei

2,0 %. Ab Mitte des kommenden Jahres dürfte die EZB allerdings ihren Zinserhöhungskurs nicht weiter ausdehnen. Ein großes Fragezeichen steht hinter dem Zinserhöhungstempo gleichwohl. Wenn Russland den Gashahn weiter oder ganz zudreht, dann dürften die Tauben im EZB-Rat eher früher als später die Pausetaste drücken.



pf/ Auch die FOMC-Sitzung der **Fed überraschte** noch einmal mit einer **härteren Gangart**: Der Leitzins wurde um 75 statt wie vorher avisiert um 50 Basispunkte angehoben. Die neuen Projektionen zeigen zudem, dass die Komitee-Mitglieder in ihrem Basis-Szenario weitere kräftige Zinserhöhungen erwarten. Vor diesem Hintergrund haben wir unsere Prognose für die Federal Funds Rate per Jahresende um 50 Basispunkte auf 3,25 % bis 3,50 % angepasst. Mit einem weiteren 25er Schritt sollte dann im ersten Quartal 2023 das Ende der Fahnenstange erreicht sein.

Ein so kräftiger Zinsanstieg in so kurzer Zeit wird die Konjunktur ins Jahr 2023 hinein erheblich bremsen.

Die **Rezessionsrisiken steigen**. Vom Niveau her wäre

eine Federal Funds Rate von gut 3,5 % allerdings aus unserer Sicht noch nicht spürbar restriktiv, selbst unter Berücksichtigung der Bilanzsummenreduktion. Der kurzfristige Realzins bleibt angesichts der hohen Teuerung historisch niedrig. Dennoch dürften schwächere Konjunkturindikatoren und der nachlassende Inflationsdruck die Fed 2023 veranlassen, den Straffungskurs zu beenden.

%	aktuell*	Q3/22	Q4/22	Q1/23	Q2/23
3M Euribor	-0,17	0,50	1,10	1,50	1,85
EZB Refi-Satz	0,00	0,75	1,25	1,75	2,00
Fed Funds Target Rate	1,63	2,63	3,38	3,63	3,63

* 22.06.2022
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Staatsanleihen: EZB besinnt sich auf Inflationsmandat und setzt Renten unter Druck

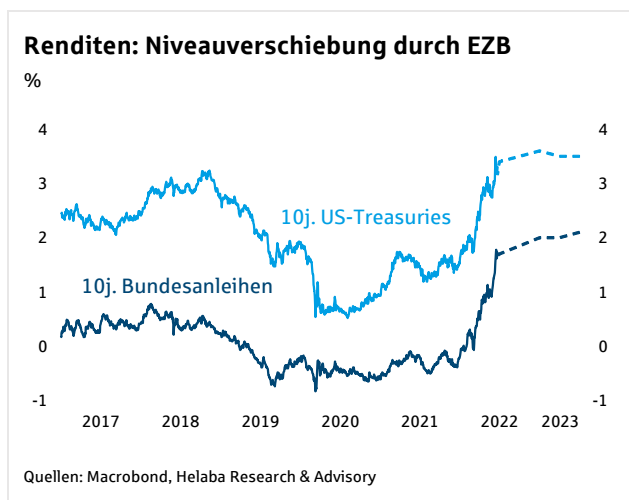


- Kurssturz bei Renten: 10-jährige Bunds erreichen zeitweilig Renditen von 1,9 %
- Anleger überrascht: EZB-Ankündigungen bedeuten höheres langfristiges Leitzinsniveau
- Abnehmende EZB-Unterstützung für Bundesanleihen im Rahmen der Refinanzierungskäufe
- Renditeprognose für 10-jährige Bunds für Jahresende deutlich auf 2 % angehoben
- 10-jährige US-Treasuries dürften Ende 2022 bei 3,6 % notieren
- Angesichts hoher Inflationsunsicherheit bleiben Renten anfällig für Kursrückgänge

uk/ Der Renditeanstieg bei Renten nimmt historische Ausmaße an. Die Rendite 10-jähriger Bunds erreichte zwischenzeitlich bis zu 1,9 %, ist aber zuletzt unter 1,5 % gefallen. Seit letztem Sommer haben die Benchmark-Staatsanleihen damit rund 18 % an Wert verloren. Der Ertragsindex des italienischen Pendantes verlor zeitweise

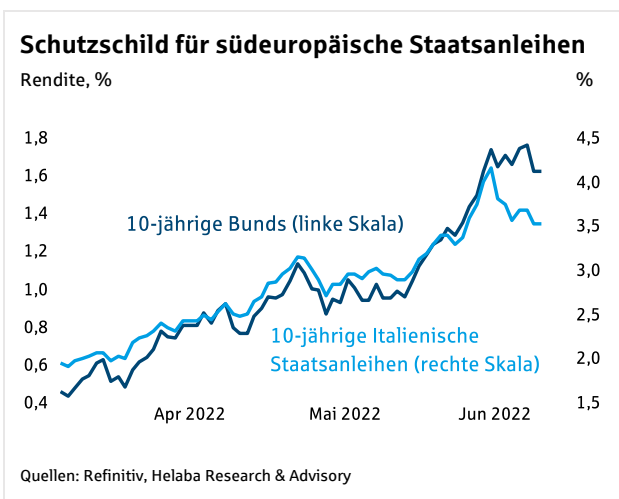
sogar über ein Viertel seines Wertes. Die Spreadausweitung hatte die EZB auf den Plan gerufen. In einer Ad-hoc-Sitzung intervenierte sie verbal, verwies auf ihre hohe Flexibilität bei der Refinanzierung ihrer Anleihebestände und kündigte die Entwicklung eines neuen Instruments an.

Die Risikoaufschläge italienischer Staatsanleihen sank zuletzt zwar wieder von 2,4 auf 1,9 Prozentpunkte. Damit dürfte das Thema allerdings noch nicht ausgestanden sein. Die Zweifel bei Anlegern sind groß, dass der EZB der Spagat zwischen Inflationsbekämpfung und günstigen Finanzierungsbedingungen für hoch verschuldete Euro-Staaten gelingt. Kritisch wird es insbesondere dann, wenn infolge einer Konjunkturschwäche die Staatseinnahmen schrumpfen.



Während risikobehaftete Staatsanleihen von der EZB-Abwehrstrategie mit flexiblen Reinvestitionen profitieren, dürfte der Bestand von Staatsanleihen mit Top-Ratings im EZB-Anleiheportfolio im Zeitverlauf schrumpfen. Andere Investoren müssen zur Finanzierung der Staatsschulden einspringen, was zu steigenden Kapitalmarktzinsen führen dürfte.

Gleichzeitig erleben die Anleger eine Phase extremer Unsicherheit: Auf welchem Niveau wird sich die Teuerung einpendeln? Welche Leitzinsen wird die EZB ansteuern? Wir haben unsere Renditeprognosen deutlich angehoben. Bis Jahresende erwarten wir nun den Einlagenzins bei 0,75 %, den Hauptfinanzierungssatz bei 1,25 % (Mitte 2023: 1,5 % bzw. 2,0 %). Die Rendite 10-jähriger Bunds sehen wir am Jahresende bei etwa 2 %.



%	aktuell*	Q3/22	Q4/22	Q1/23	Q2/23
10j. Bundesanl.	1,64	1,85	2,00	2,00	2,10
10j. US-Treasuries	3,16	3,50	3,60	3,50	3,50

* 22.06.2022
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Gegen noch höhere Renditen sprechen die Konjunkturunsicherheit sowie die bereits erfolgte deutliche Niveaurektur. Gegen spürbar niedrigere Renditen sprechen die anhaltend über dem EZB-Ziel ver-

laufende Inflation im Euroraum sowie steigende US-Renditen. Getrieben von Zinsanhebungen der US-Notenbank dürfte die Rendite 10-jähriger US-Treasuries am Jahresende bei etwa 3,6 % notieren.

Credits & Covered Bonds: Gespaltenes Bild



- Emissionsflut bei Covered Bonds hält an, Dynamik dürfte jedoch im zweiten Halbjahr nachlassen
- Trend zur Spread-Ausweitung bei erstrangig unbesicherten Bankanleihen vorerst ungebrochen

Sam/ Befeuert von der eingeläuteten geldpolitischen Wende zeigte sich der Covered Bond-Markt nach wie vor in guter Emissionslaune. Das EUR-Benchmark-**Emissionsvolumen** stieg weiter auf **115 Mrd. Euro** und liegt damit nicht nur weit über den Werten der beiden Vorjahre von 95 Mrd. bzw. 93,5 Mrd. Euro, sondern hat alle Chancen an das Volumen des Jahres 2019 von 136 Mrd. Euro anzuknüpfen. Die Emissionsflut wird durch neue Anleihen aus fast allen Covered Bond-Märkten getragen.

Dabei steuern **Pfandbriefe** neben den Papieren aus Frankreich wesentlich zum hohen Emissionsvolumen bei, denn auch in diesem Kernmarkt liegt das Primärmarkt-volumen mit über 22 Mrd. Euro bereits über den Vorjahreswerten. Zu beobachten ist, dass sich die deutschen Premiumpapiere entgegen dem Trend zu kurzen Laufzeiten auch mit mittleren Laufzeiten gut absetzen lassen.

Die **jüngsten Entscheidungen der EZB-Währungshüter** über die Anhebung der Zinssätze im Juli und das

Ende des Ankaufprogramms brachten für das gesamte Segment keine Wende. Die steigenden Renditen der letzten Monate und Wochen ließen und lassen u.E. viele Marktteilnehmer ihre Mittelaufnahme vorziehen.

Allerdings dürfte die Dynamik im restlichen Jahresverlauf aufgrund dieser Vorzieheffekte abnehmen. Diese Zeit können Investoren nutzen, sich mit den nationalen **Covered Bond-Gesetzen** der Länder zu beschäftigen, die erst in den kommenden Wochen die EU-Covered Bond-Richtlinie umsetzen werden. Einige Länder wie **Deutschland, Frankreich** oder **Österreich** und **Spanien** hatten diese schon 2021 bzw. Anfang 2022 ratifiziert, jedoch haben andere Mitgliedsländer **der EU-Kommission** bisher noch keine oder nur teilweise Umsetzungsmaßnahmen gemeldet. Die Anwendungsfrist endet am 8. Juli 2022. Sind die Vorgaben der EU-Richtlinie bis dahin nicht angewendet, verlieren neu emittierte Papiere ihre regulatorische Privilegierung (siehe dazu Video „**Umsetzung der EU-Regelung zur Harmonisierung von Covered Bonds**“).

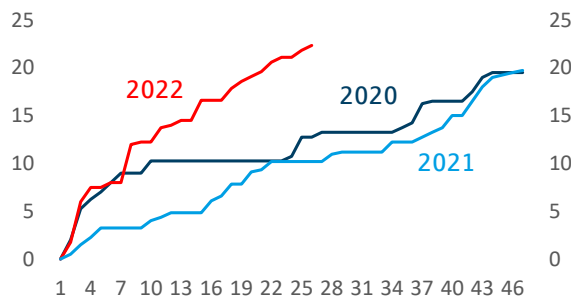
sk/ Bei erstrangig unbesicherten **Bankanleihen** hingegen schlägt sich das Krisenumfeld deutlich nieder. Der auf Basis des iBoxx Euro Banks Senior Index berechnete Asset Swap Spread hat sich im laufenden Monat um weitere 27 Basispunkte auf zuletzt rund 117 Basispunkte ausgeweitet; Ende 2021 lag er noch bei 48 Basispunkten.

Der Primärmarkt ist hier seit drei Wochen gänzlich zum Erliegen gekommen. Hatten die Institute zu Jahresbeginn auf steigende Zinsen als Unterstützung für die Erträge gehofft, so tritt die **Zinswende** nun schneller und heftiger ein als erwünscht. Sie wird sich wohl als Bremsklotz für das Kreditneugeschäft und Auslöser zunehmender Kreditausfälle erweisen. Ausbleibende Gaslieferungen aus Russland, weltweit gestörte Lieferketten und die anhaltende Corona-Pandemie mit Lockdowns in China belasten.

Immerhin verfügt die **Bankenbranche** insgesamt über hohe Risikopuffer, teils weisen die Häuser sogar Überschüsse bei Eigenkapital und Vorsorgerückstellungen für Kreditrisiken auf. Darüber hinaus haben sie den Primärmarkt bereits umfangreich genutzt und können sich daher eine abwartende Haltung erlauben. Die Transaktions-Pipeline ist gut gefüllt, was vor allem auf die hohen Fälligkeiten und strenge regulatorische Anforderungen an das Bail-in-Kapital zurückzuführen ist. Die Rückzahlungen bei den gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäften der EZB (TLTRO III) könnten jedoch recht niedrig ausfallen, da sich die alternative Refinanzierung über den Kapitalmarkt als vergleichsweise teuer erweist.

Pfandbrief-Emissionen weit über Vorjahren

Kumulierte EUR-Pfandbrief-Emissionen, Mrd. Euro, nach Wochen



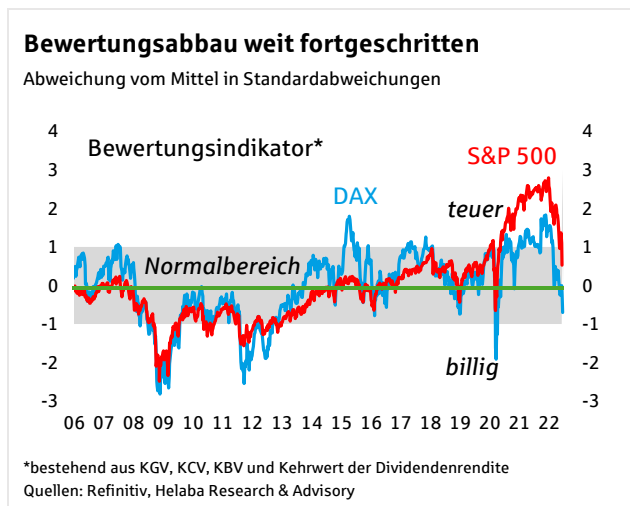
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Aktien: Auf Bodensuche



- Nach einer kurzen Zwischenerholung setzten Aktien ihren Abwärtstrend fort
- Hauptbelastungsfaktor ist der globale geldpolitische Straffungszyklus
- Rezessionsängste sind weiter auf dem Vormarsch
- Kursrückgänge am Aktienmarkt sind breit angelegt und weit fortgeschritten
- Hoher Pessimismus spricht dafür, dass schon viel Negatives vorweggenommen wurde
- Aufgrund moderater Bewertungen ist das Chance-Risiko-Verhältnis inzwischen attraktiv

mr/ Aktien sind im Juni erneut unter Druck geraten. Die Inflationsraten waren wieder höher als erwartet, so dass die US-Notenbank zuletzt ihr Straffungstempo angezogen hat. Die EZB wird im Juli in den weltweiten Zinserhöhungskanon einstimmen. Dass Aktien in **Zinserhöhungsphasen mit Gegenwind** zu kämpfen haben, ist bekannt. In früheren Zyklen konnten Dividentitel dennoch – wenn auch unterdurchschnittlich – zulegen. Ursache ist, dass in dieser Phase üblicherweise die Unternehmensgewinne anziehen, allerdings die meist zu hohen Bewertungen abgebaut werden. Auch diesmal stiegen die Gewinnerwartungen weiter. Die Überbewertung gerade beim S&P 500 war aber so ausgeprägt, dass für eine Normalisierung die Gewinnzuwächse nicht ausreichten und somit die Anpassung über Kursrückgänge erfolgte. Inzwischen ist der S&P 500 in das **langjährige faire Band** zurückgekehrt. Der DAX nähert sich bereits dem unteren Rand.



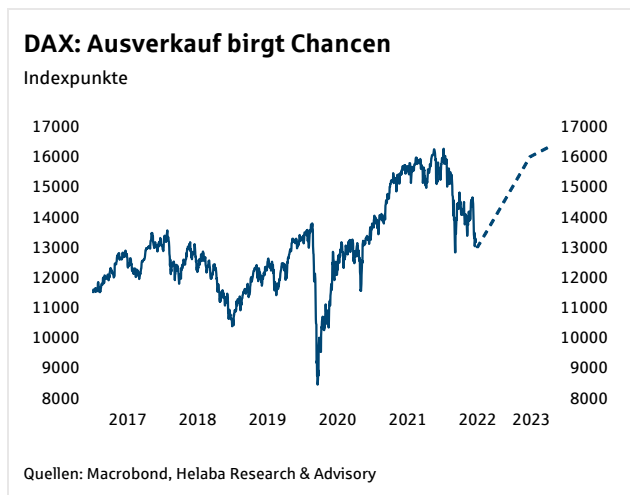
attraktiv. Allerdings neigen Märkte oft in beiden Richtungen zu Übertreibungen. Als Dividentitel im letzten Jahr trotz hoher Bewertungen immer weiter stiegen, wurde dies zumeist mit der Alternativlosigkeit gerechtfertigt. "TINA" lautete das Schlagwort – There Is No Alternative. Jetzt möchte kaum jemand Aktien anfassen. Stimmungsumfragen weisen einen **ausgesprochenen Pessimismus** aus. Die Kursrückgänge sind breit angelegt. Aus dem DAX und S&P 500 waren zuletzt rund 90 % der Titel unter die 200-Tage-Linie gefallen. In der Vergangenheit folgte auf solche Phasen häufig eine Erholung.

Indexpunkte	aktuell*	Q3/22	Q4/22	Q1/23	Q2/23
DAX	13.144	14.000	15.000	16.000	16.300
Euro Stoxx 50	3.465	3.650	3.900	4.150	4.230
S&P 500	3.760	3.900	4.150	4.400	4.480

* 22.06.2022
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Zwar mahnt die alte Börsenweisheit: „Greife nie in

ein fallendes Messer!“ zur Vorsicht. Jedoch gilt auch: „Kaufe niedrig, verkaufe hoch!“ Auch wenn es dazu Mut und Ausdauer braucht, zeigt die Historie, dass sich **antizyklisches Anlageverhalten** häufig auszahlt. Nach derartigen

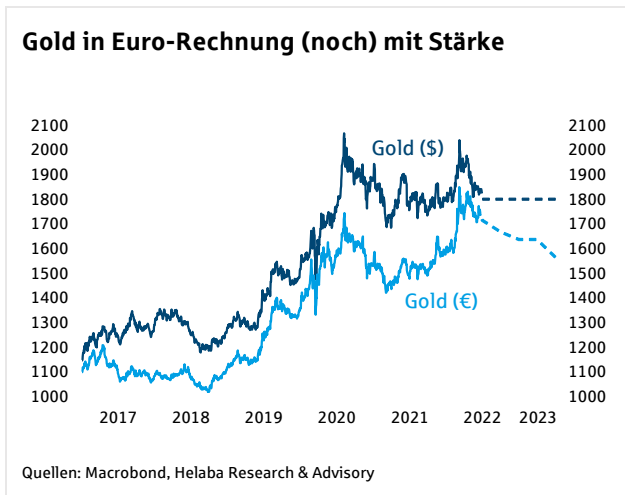


Kursrückgängen kommt es relativ rasch zu einer deutlichen Erholung. So dauerten Bärenmärkte (d.h. ein Rückgang um mehr als 20 %) beim S&P 500 nach 1945 im Durchschnitt sechs Monate, wenn sie nicht von einer Rezession begleitet wurden. Auf einen Rückgang um knapp 30 % folgte binnen zwölf Monaten ein Anstieg um rund 30 %. Da US-Aktien gegenüber dem Hoch im Januar bereits 24 % verloren haben, ist das **Chance-Risiko-Verhältnis** inzwischen **attraktiv**. Wer allerdings erwartet, dass die US-Wirtschaft in eine Rezession abrutscht, sollte mit dem Einstieg noch warten. In der Vergangenheit dauerten solche Bärenmärkte nämlich im Mittel 20 Monate und gingen mit durchschnittlichen Verlusten von 38 % einher.

Gold glänzt mit Stabilität



- Globaler Renditeanstieg hat Gold nicht in Bedrängnis gebracht
- Hohe Resilienz in einem von der Geldpolitik beförderten Umfeld steigender Opportunitätskosten
- Sorge vor einem stagflationären Szenario sichert Gold nach unten ab



cw/ Gold glänzte im vergangenen Monat nicht mit stattlichen Gewinnen, sondern indem das zinslose Edelmetall den weltweit steigenden Renditen an den Anleihemärkten standgehalten hat. Das gelang in Euro-Rechnung recht gut. Auf Monatssicht bleibt ein leichtes Plus zurück, der Preis hat sich um 1.750 Euro je Feinunze eingependelt. Angesichts der deutlichen – verbalen – Kehrtwende der EZB ist die Resilienz beeindruckend. Das gilt ebenso in US-Dollar mit einer Schwankungsbreite zwischen 1.810 und 1.850 je Feinunze, obwohl die Fed mit 75 Basispunkten den größten Zinsschritt seit 1994 vollzogen hat. Fed und EZB erhöhen im Kampf gegen die Inflation die Opportunitätskosten von Gold. Somit bleibt das Umfeld rau. Dennoch dürfte Gold die Schwelle von 1.800 US-Dollar je Feinunze halten.

Dazu trägt die zunehmende Skepsis der Anleger bei, die Notenbanken könnten in ihrem Kampf gegen die Inflation über das Ziel hinausschießen.

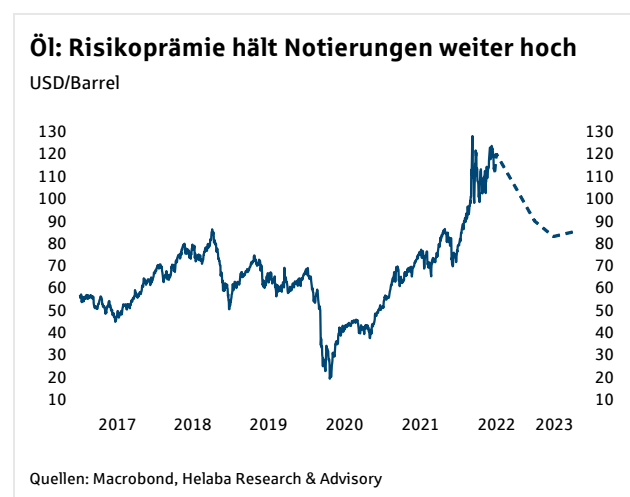
Preis / Feinunze	aktuell*	Q3/22	Q4/22	Q1/23	Q2/23
Gold in Euro	1.739	1.667	1.636	1.636	1.565
Gold in US-Dollar	1.838	1.800	1.800	1.800	1.800

* 22.06.2022 Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Rohöl: Bewegung im Ölmarkt



- Russland steigt als Öllieferant Chinas und Indiens auf
- OPEC+ hat Fördermengenerhöhung um 648 Tsd. Barrel/Tag ab Juli beschlossen
- Niedrige Lagerbestände in den USA, insbesondere bei Benzin
- IEA fürchtet Öl-Nachfrageüberschuss im Jahr 2023



ru/ Der russische Krieg gegen die Ukraine und damit einhergehende Sanktionen führen zu Verwerfungen an den Energiemärkten. Inzwischen gewinnt Russland als Öllieferant für China und Indien an Bedeutung. Beide Länder beteiligen sich nicht an den Sanktionen und haben ihre Ölimporte aus Russland deutlich gesteigert, während europäische Länder, die USA und weitere Verbündete die Abnahme begrenzen oder ganz verweigern. Russland konnte im Mai Saudi-Arabien auf der chinesischen Lieferantenliste von Platz 1 verdrängen und ist in Indien auf den zweiten Platz vorgerückt. Dabei wird die Sorte Urals noch mit einem kräftigen Abschlag zu Brent gehandelt. Derweil will die OPEC+ ab Juli deutlich mehr produzieren und auch im August könnte der Anstieg der Fördermenge kräftig ausfallen. Unterdessen sinken die Lagerbestände, vor allem in

den USA und insbesondere bei Benzin. Aufgrund der anhaltend hohen Risikoprämie haben wir unsere Prognose erhöht und erwarten erst im späteren Jahresverlauf einen Rücksetzer unter die 100-Dollar-Marke.

Preis / Barrel	aktuell*	Q3/22	Q4/22	Q1/23	Q2/23
Rohöl Brent	112	105	90	83	85

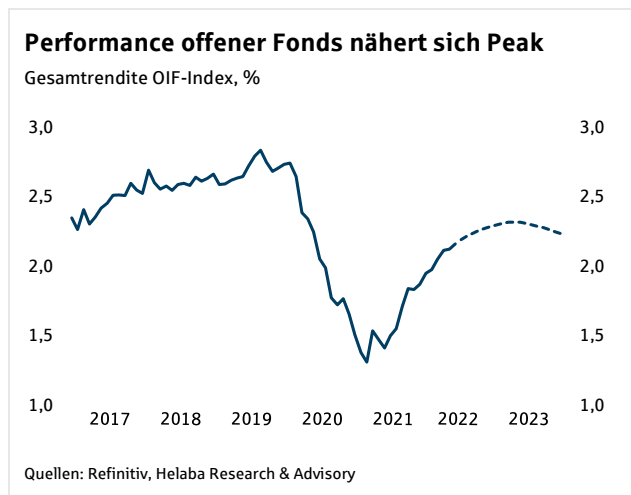
* 22.06.2022 Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Immobilien: Die Luft wird dünner



- Jahresperformance offener Immobilienfonds unverändert bei 2,1 %
- Geringere relative Attraktivität offener Fonds durch kräftig gestiegene Zinsen
- Zuletzt noch hohe Mittelzuflüsse dürften in nächsten Monaten zurückgehen
- Prognose für Performance offener Fonds etwas reduziert, Aufwärtstrend wohl bald beendet
- Preisanstieg bei Wohnimmobilien wird sich wegen geringerer Erschwinglichkeit verlangsamen
- Büromarkt weiter stabil, Einzelhandelsimmobilien zusätzlich unter Druck

smi/ Die Performance offener Immobilienfonds, gemessen am „Helaba OIF-Index“, lag zuletzt wie im Vormonat bei 2,1 %. Die Mittelzuflüsse offener Immobilienfonds legten im April auf 676 Mio. Euro zu und erreichten damit in den ersten vier Monaten insgesamt rund 2,7 Mrd. Euro – trotz des Rückgangs um etwa 7 % gegenüber dem Vorjahreszeitraum ein solides Ergebnis.



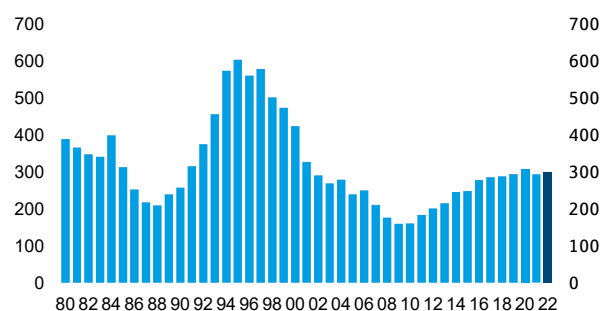
Der Ausblick ist allerdings durch kräftig steigende Zinsen getrübt. Sie verringern die relative Attraktivität der Immobilienanlage. Bereits jetzt ist der Abstand der Performance offener Fonds zur Verzinsung 10-jähriger Bundesanleihen von rund 250 Basispunkten im Durchschnitt der letzten drei Jahre deutlich unter 100 Basispunkte gesunken – zu wenig, um immobilien-spezifische Risiken im Vergleich zur weitgehend risikofreien Anlage in Bundesanleihen abzudecken. Dies spricht für rückläufige Mittelzuflüsse in den nächsten Monaten.

Die Zinswende dürfte sich mit der üblichen zeitlichen Verzögerung als Belastungsfaktor an den Immobilienmärkten auswirken. Bei der Performance der offenen Immobilienfonds könnte daher der seit dem Tief im ersten Quartal 2021 bestehende Aufwärtstrend bald ins Stocken geraten. Wir haben entsprechend unsere Prognose für 2022 geringfügig reduziert und sehen auch im kommenden Jahr keine Rückkehr der Jahresrenditen auf das Vor-Corona-Niveau.

Die Finanzierungszinsen am Wohnungsmarkt haben sich in kurzer Zeit mehr als verdoppelt. Bei bis zuletzt hohen Preissteigerungen ist damit die Erschwinglichkeit von Wohneigentum drastisch gesunken. Dies dämpft die Nachfrage. Allerdings bleibt das Neubauangebot knapp. Insgesamt dürfte sich damit der Preisanstieg bei Wohnimmobilien zwar fortsetzen, jedoch stärker abgebremst werden als wir bisher erwartet hatten. Nur wenig haben wir dagegen unsere Prognose für gewerbliche Immobilien angepasst. Büroimmobilien sollten sich weiterhin recht stabil entwickeln, während der Druck auf Mieten und Kaufpreise bei Einzelhandelsimmobilien anhält. Der Kaufkraftentzug durch die hohe Inflation hat zuletzt zu einem markanten Rückgang der Einzelhandelsumsätze geführt, der eine zusätzliche Herausforderung für dieses Marktsegment darstellt. Meldungen über zuletzt kräftig gesunkene Transaktionen bei Gewerbeimmobilien sprechen für eine derzeit abwartende Haltung vieler Investoren.

Zu geringe Wohnungsbauaktivität

Zahl der Wohnungsfertigstellungen in Deutschland*



*vor 1993: Westdeutschland, 2022: eigene Prognose
Quellen: Statistisches Bundesamt, Helaba Research & Advisory

% 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

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

Devisen: Euro stabilisiert sich

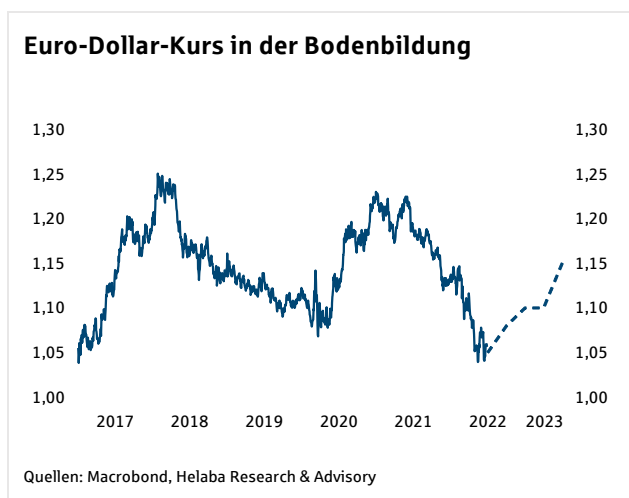
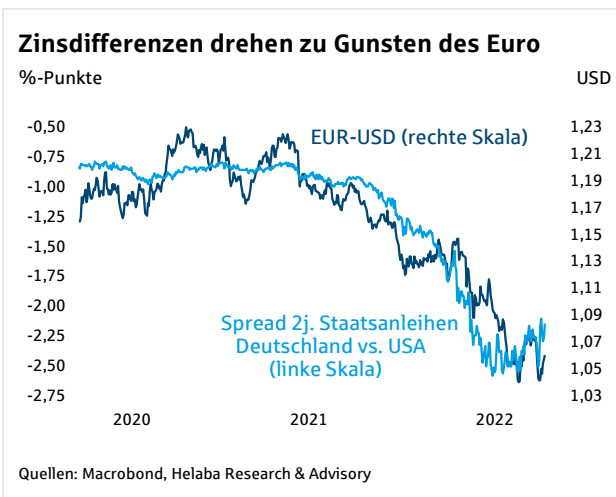


- Aggressivere Fed-Zinsanhebungen und hohe Risikoaversion stärken US-Dollar
- Aussicht auf nahe und deutliche EZB-Zinserhöhungen stabilisieren Euro
- Euro-Dollar-Kurs wird sich wegen schrumpfender Zinsdifferenz bis Ende 2022 wohl leicht erholen
- Nach Rückschlag aufgrund übertriebener Konjunktursorgen dürfte Britisches Pfund aufwerten
- Schweizer Franken wird vermutlich trotz SNB-Hilfe gegenüber Euro leicht nachgeben
- Schwäche des Japanischen Yen sollte mittelfristig auslaufen, deutliches Erholungspotenzial

ca/ Trotz einiger Schwankungen steht der **US-Dollar** handelsgewichtet unweit von seinem Niveau vor einem Monat. Auch der Euro-Dollar-Kurs notiert wieder um 1,05. Dabei überschlugen sich die Nachrichten seitens der Geldpolitik. Die Aussicht auf eine spürbare Straffung durch die EZB beflügelte zunächst den Euro, der jedoch nicht die Marke von 1,08 überwinden konnte. Zum einen zog an den Finanzmärkten die Risikoaversion an – sogar die Sorgen vor einer neuen Euro-Krise wuchsen. Zum anderen legte die Fed mit einem sehr großen Zinsschritt nach.

Wegen der auslaufenden Anleihekäufe und der avisierten Zinserhöhungen der EZB sprangen die Spreads südeuropäischer Staatsanleihen nach oben. Immerhin konnte die Notenbank den Markt mittlerweile beruhigen, indem sie die Wiederanlage fälliger Papiere flexibler handhaben will. Jenseits der Staatsverschuldung gibt es auf beiden Seiten des Atlantiks Sorgen vor einer Rezession, in Europa vor einer militärischen Eskalation und einem russischen Gaslieferstopp. Selbst in einem günstigen Szenario werden nicht alle Unsicherheitsfaktoren schnell verschwinden. Von den meisten wird der Dollar als **internationale Fluchtwährung** favorisiert.

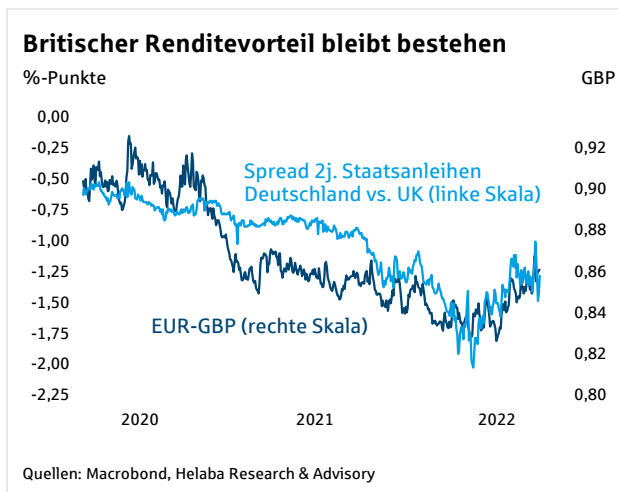
Die **geldpolitische Situation** ist aus Devisensicht durchaus kompliziert. Einerseits marschiert die Fed zügiger mit Zinserhöhungen voran. Dies hat den Dollar bereits in den letzten Monaten kräftig beflügelt, hilft aber kaum für die Zukunft. Auch wenn die EZB vergleichsweise träge den Kurswechsel einleitet und erst im dritten Quartal die Zinsen anhebt, wird sie letztlich doch auf die hohe Inflation reagieren.



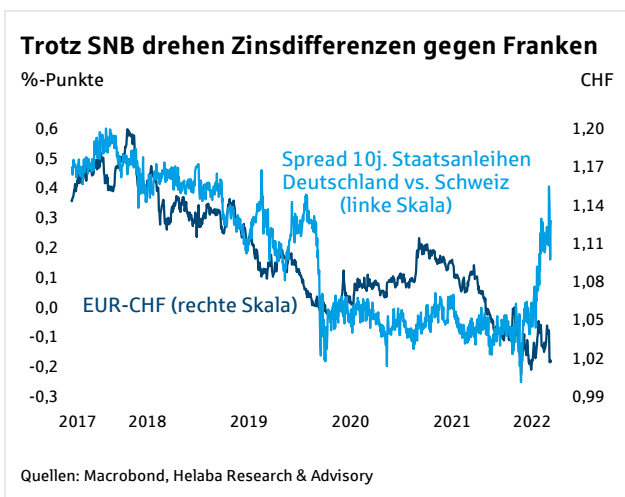
Die Renditedifferenzen zwischen den USA und der Eurozone haben sich trotz der aggressiveren Fed – je nach Laufzeit – zu Gunsten des Euro bewegt. Dies gilt selbst dann, wenn man von den hoch geschossenen Zinserwartungen in der Eurozone einen leichten Abschlag vornimmt. Daher spricht die Geldpolitik inzwischen mehr für eine Erholung des Euro – ausgehend von einem sehr niedrigen Kursniveau.

Damit sich der Euro-Dollar-Kurs im zweiten Halbjahr spürbar erholen kann, muss nicht nur die EZB liefern, sondern auch allgemein die Risikoaversion an den Finanzmärkten abnehmen. Zumindest wird der Weg dahin beschwerlicher als bislang erwartet. Bis Ende 2022 könnte der Euro aber immerhin wieder bei **1,10 Dollar** notieren.

Das **Britische Pfund** wertete gegenüber Euro und US-Dollar weiter ab. Dabei erhöhte die Bank of England erneut den Leitzins auf nun 1,25 %. Gemessen an der Inflation, die in Großbritannien im Jahresverlauf sogar stärker als in den USA oder der Eurozone steigen wird, agiert die Notenbank aber recht zaghaft. Sie betonte schon recht früh die konjunkturellen Probleme aufgrund des Kaufkraftverlusts. Die Bank of England wird dennoch weitere Zinsanhebungen vornehmen. Dann könnte der Renditevorteil des Pfunds gegenüber dem Euro, der in den letzten Monaten zurückging, im zweiten Halbjahr etwas zunehmen, was die britische Währung stützen würde. Ebenfalls sind die Rezessionsorgen für Großbritannien wohl überzogen – zumindest im Vergleich zu anderen Währungsräumen. Bis Ende 2022 könnte der Euro-Pfund-Kurs mit 0,82 niedriger notieren. Gegenüber dem US-Dollar dürfte die britische Währung ebenfalls zulegen. Der Pfund-Dollar-Kurs könnte wieder über 1,30 steigen.



Der **Schweizer Franken** wertete auf, der Euro-Franken-Kurs fiel unter 1,02. Dabei profitierte die Währung nicht nur von der höheren Risikoaversion, sondern auch von der überraschenden Zinserhöhung der Schweizer Notenbank um 50 Basispunkte – die erste seit 2007. Damit ist die SNB tatsächlich der EZB zuvorgekommen, obwohl die Inflation mit zuletzt 2,9 % in der Alpenrepublik deutlich niedriger lag. Auch sieht die SNB den Franken weniger kritisch, da er handlungsgewichtet nicht mehr zu hoch bewertet sei. Sie erwägt sogar Devisenverkäufe im Falle einer Franken-Schwäche.



Fällt der Euro-Franken-Kurs ohne Rückendeckung der Schweizer Notenbank nun unter die **Parität**? Kurzfristig ist dies gerade im Zuge nervöser Finanzmärkte nicht auszuschließen, aber mittelfristig spricht die Geldpolitik dagegen. Denn vermutlich wird die EZB ihren Leitzins deutlicher als die SNB anheben. Die Renditedifferenzen haben sich klar zu Gunsten des Euro bewegt. Der Euro-Franken-Kurs dürfte Ende 2022 mit 1,05 wieder höher notieren.

Der **Japanische Yen** gab gegenüber Euro und Dollar deutlich nach. Der Dollar-Yen-Kurs kletterte über 135, den höchsten Wert seit der Asien-Krise 1998. Die Bank of Japan setzt ihre geldpolitische „Geisterfahrt“ fort und behielt ihre Nullzinspolitik bzw. Zinskurvensteuerung über Anleihekäufe bei. Durch den globalen Renditeanstieg wuchs der Zinsnachteil des Yen gegenüber Dollar und Euro. Immerhin warnte die Notenbank vor zu heftigen Wechselkursbewegungen. Die relativ niedrige Inflation von 2,5 % in Japan beruht z.T. auf subventionierten Energiepreisen. Die Bank of Japan scheint bezüglich Inflation und Wechselkurs weniger besorgt als die Regierung. Gleichwohl wird die Notenbank ihre Zinskurvensteuerung nicht dauerhaft durchhalten können. Dann dürften sich die Renditedifferenzen zu Gunsten des Yen bewegen, zumal spätestens 2023 der US-Renditeanstieg auslaufen wird.

gg. Euro	aktuell*	Q3/22	Q4/22	Q1/23	Q2/23
US-Dollar	1,06	1,08	1,10	1,10	1,15
Jap. Yen	144	140	140	138	142
Brit. Pfund	0,86	0,85	0,82	0,82	0,82
Schw. Franken	1,02	1,03	1,05	1,05	1,08

* 22.06.2022

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Devisenmärkte neigen gelegentlich zu **Übertreibungen** und daher ist kurzfristig sogar eine weitere Yen-Abwertung möglich, selbst wenn der Yen gegenüber dem Dollar bereits stark unterbewertet ist. Eine **Gegenbewegung zu Gunsten des Yen** könnte jedoch heftig ausfallen. Schließlich sind spekulative Anleger in hohem Maße gegen den Yen positioniert – eher ein Kontraindikator. Daher wird sich die Japanische Währung vermutlich bis Ende 2022 doch wieder erholen, gegenüber dem US-Dollar deutlicher als gegenüber dem Euro.

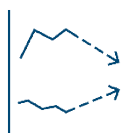


Prognosetabelle BIP und Inflation

	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	7,5	3,0
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	8,1	4,0	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	6,7	3,9

*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
Zinsen	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	0	1	-0,58	0,20	0,70	1,25	1,50
3M Euribor	40	18	-0,17	0,50	1,10	1,50	1,85
6M Euribor	84	35	0,29	0,80	1,35	1,70	1,95
2j. Bundesanleihen	168	71	1,06	1,50	1,85	1,95	1,95
5j. Bundesanleihen	187	74	1,42	1,75	1,95	1,95	2,05
10j. Bundesanleihen	182	64	1,64	1,85	2,00	2,00	2,10
2j. Swapsatz	203	81	1,74	2,20	2,45	2,45	2,45
5j. Swapsatz	216	78	2,17	2,45	2,60	2,60	2,60
10j. Swapsatz	212	66	2,42	2,60	2,70	2,70	2,75
20j. Swapsatz	191	57	2,45	2,45	2,60	2,65	2,70
30j. Swapsatz	172	50	2,20	2,45	2,60	2,65	2,70
Fed Funds Target Rate	150	75	1,63	2,63	3,38	3,63	3,63
10j. US-Treasuries	165	41	3,16	3,50	3,60	3,50	3,50
Aktien	Landeswährung, %						
DAX	-17,3	-7,6	13.144	14.000	15.000	16.000	16.300
Euro Stoxx 50	-19,4	-7,4	3.465	3.650	3.900	4.150	4.230
Dow Jones	-16,1	-6,6	30.483	31.800	33.700	35.500	36.200
S&P 500	-21,1	-7,3	3.760	3.900	4.150	4.400	4.480
Nikkei 225	-9,2	-1,7	26.150	28.000	30.000	32.000	32.600
Gold und Brentöl	%						
Gold €/Unze	8,1	0,8	1.739	1.667	1.636	1.636	1.565
Gold \$/Unze	0,5	-0,7	1.838	1.800	1.800	1.800	1.800
Brentöl \$/Barrel	43,7	-4,8	112	105	90	83	85
Devisen	jeweils gg. Euro, %		jeweils gg. Euro				
US-Dollar	7,6	1,5	1,06	1,08	1,10	1,10	1,15
Japanischer Yen	-9,1	-5,3	144	140	140	138	142
Britisches Pfund	-2,4	-1,2	0,86	0,85	0,82	0,82	0,82
Schweizer Franken	2,1	1,3	1,02	1,03	1,05	1,05	1,08

* 26.05.2022 ** 22.06.2022

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
Pfandbriefe, Covered Bonds

Unternehmensanleihen
Bankanleihen
Deutschland, Eurozone, Branchen
USA, China

Autoren/-innen

Dr. Gertrud R. Traud (gt)
Ulf Krauss (uk)
Markus Reinwand (mr), CFA
Christian Apelt (ca), CFA
Claudia Windt (cw)
Dr. Stefan Mitropoulos (smi)
Ralf Umlauf (ru)
Sabrina Miehs (sam), CESGA
Christian Schmidt (cs)
Ulrich Kirschner (uki), CFA
Dr. Susanne Knips (sk)
Dr. Stefan Mütze (smü)
Patrick Franke (pf)

Durchwahl 069/9132-

20 24
47 28
47 23
47 26
25 00
46 19
11 19
48 90
23 88
28 39
32 11
38 50
47 38

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/>