



Hauptzenario: Aufschwung all inclusive (75 %)

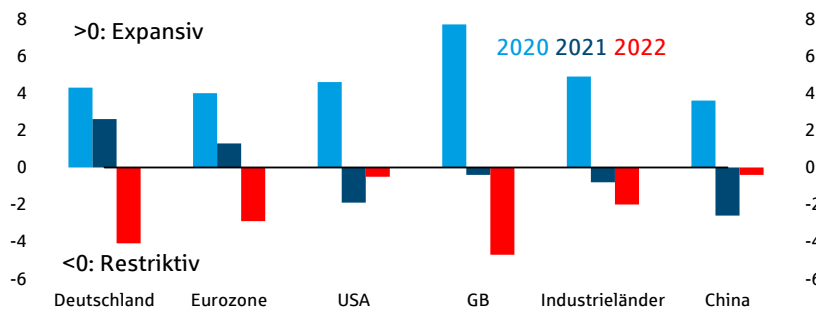
Die Weltwirtschaft erholt sich weiter vom Schock der Pandemie. Dabei fällt der Aufschwung, wie schon die vorausgegangene Kontraktion, äußerst ungewöhnlich aus. Engpässe und zunehmender Preisdruck, sonst spätzyklische Phänomene, sind diesmal schon fast von Anfang an mit im Gepäck. Zudem haben sich die Anforderungen verschärft. Ein bloßer Aufschwung alleine ist nicht mehr gut genug, er soll auch möglichst „nachhaltig“ sein.

Wie ein vom Wind beiseitegeschobener Regenschleier auf einer Wanderung gibt der bis zuletzt alles überlagernde Faktor „Covid-19“ nun graduell den Blick frei auf die dahinterliegende Landschaft: die post-pandemische Weltwirtschaft. Trotz der durchscheinenden Sonne ist der Ausblick noch immer ziemlich diesig und unklar. Ob das, was da zum Vorschein kommt, gefällt, liegt oft im Auge des Betrachters. Es ist aber für jeden etwas dabei. Für den Optimisten sind Impffortschritte, weitere Lockerungen bestehender Restriktionen und damit eine Normalisierung des Verbraucherverhaltens absehbar. Die von den Haushalten 2020/2021 angehäufte Überschussersparnis sollte die Konjunktur stützen. Das Wachstum wird in den großen Industriestaaten zunächst deutlich oberhalb des Trends liegen, die Lage an den Arbeitsmärkten verbessert sich.

Aber für den Pessimisten hält der Ausblick auch genug Hässliches bereit: Die verbreiteten Engpässe bei Rohstoffen, Vorprodukten und in der Logistik werden uns 2022 noch beschäftigen. Sie bremsen die konjunkturelle Erholung und ihre direkte Folge, eine höhere Teuerung, erodiert die Realeinkommen und verdirbt die Stimmung der Konsumenten. In der globalen Handelspolitik hat der Machtwechsel in Washington zwar für einen zivilisierteren Ton gesorgt, die Strafzölle Präsident Trumps sind aber fast alle noch in Kraft. In dieser Hinsicht sind 2022 wenig positive Impulse zu erwarten. Im Hintergrund ragen die Gipfel der öffentlichen Schuldenberge auf.

Expansive Fiskalpolitik war gestern

Fiskalischer Impuls*, % am BIP



*Veränderung des strukturellen staatlichen Haushaltssaldos. 2021/2022 Schätzungen des IWF.
Quellen: IWF, Helaba Research & Advisory

Die Klimawende kommt!

Für alle erkennbar ist, dass Nachhaltigkeit und die politische Umsetzung der Klimawende 2022 große Themen sein werden, nicht nur in Deutschland unter der neuen Regierung. Wie bei jedem scharfen Richtungswechsel besteht hier ein erhöhtes Unfallrisiko, ganz unabhängig davon, ob man den richtigen Kurs einschlägt oder nicht. Die Dekarbonisierung der Wirtschaft ist ein äußerst schwieriges Unterfangen, das bei Fehlern mit schmerzhaften Wachstums- und Vermögenseinbußen verbunden sein kann. Der erhebliche Investitionsbedarf birgt angesichts der vielfach angespannten Lage der öffentlichen Haushalte und hoher Auslastung in zentralen Branchen wie dem Bausektor Konfliktpotential. Effizienz und Zielgenauigkeit sollten daher angesichts knapper Ressourcen entscheidende Kriterien für die ergriffenen Maßnahmen sein. Auch stehen unpopuläre Entscheidungen an, wer die erforderlichen Ausgaben letztlich tragen soll. Werden Steuerzahler bei uns zusätzlich die Kosten für die Treibhausgasreduktion in anderen, eher zögerlichen, Ländern übernehmen?

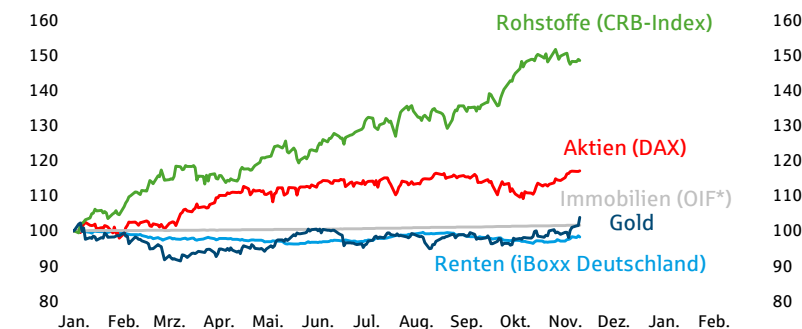
Wenig hilfreich bei der Politikgestaltung ist der aktuelle Zeitgeist, alle Ausgaben, auch solche, die klaren Konsumcharakter haben, als „Investitionen“ zu deklarieren und auf jede beliebige Maßnahme einen Sticker „Nachhaltigkeit“ oder „Digitalisierung“ zu kleben. Diese Begriffsinflation könnte sich mittelfristig als kontraproduktiv erweisen. Die Qualität der politischen Schritte in Richtung eines nachhaltigeren Wirtschaftens wird 2022 jedenfalls ein ganz entscheidender Faktor für die Stimmung sein, nicht nur an den Finanzmärkten.

Wirtschaftspolitik in der Bredouille

Nicht das geringste Problem ist in diesem Zusammenhang die aktuelle Handlungsfähigkeit der Fiskal- und Geldpolitik, die beide in den letzten Jahren ihr Pulver bereits weitgehend verschossen haben. Die Stimulus- und Stabilisierungsanstrengungen haben in der Pandemie gute Dienste geleistet, aber sie machen es fast unmöglich, kurzfristig neue konjunkturelle Impulse zu geben. Selbst wenn schon 2022 in erheblichem Umfang Geld für die Klimapolitik ausgegeben werden sollte, wirkt die Fiskalpolitik nach den Rekorddefiziten der Vorjahre in den meisten Industriestaaten restriktiv und bremst das Wachstum der Gesamtwirtschaft tendenziell.

Rohstoffe schlagen sogar Aktien deutlich

Indiziert, 31.12.2020 = 100, Gesamtertrag in Euro



*Helaba Index für offene Immobilienfonds (OIF)
Quellen: Refinitiv, Helaba Research & Advisory

Das geht – ebenso wie die Schritte hin zu einer normaleren Geldpolitik – auch völlig in Ordnung. Denn zu sagen, dass die Konjunktur von dieser Richtung keine Unterstützung mehr braucht, wäre eine grobe Unterbreitung. Im Gegenteil: Die expansive Wirtschaftspolitik hat die Nachfrage so angepeitscht, dass das Angebot nicht Schritt halten kann und kritische Engpässe nun einen Inflations-sprung verursachen, wie man ihn vielerorts seit Jahrzehnten nicht

mehr gesehen hat. Zyniker könnten sagen, dass die Finanz- und Geldpolitiker wie Goethes Zauberlehrling nun mit den Konsequenzen ihres Experiments konfrontiert werden und drohen, quasi von der gemeinsam geschöpften Liquidität weggespült zu werden. Bislang haben hierbei insbesondere die großen Notenbanken keine gute Figur gemacht. Eine Ursache der relativen Hilflosigkeit dürfte sein, dass Wirtschaftspolitiker, Notenbanker und akademische Ökonomen lange Zeit stets nur Nachfrage- statt Angebotslücken als vorstellbares Szenario betrachtet haben.

„Inflation is as violent as a mugger, as frightening as an armed robber and as deadly as a hit man.“

Ronald Reagan, früherer US-Präsident

Sowohl bei der Fed als auch im Eurotower in Frankfurt wird man daher fest die Daumen drücken, dass sich die Teuerung nicht auf Dauer weit oberhalb der 2 % festsetzt und dann Zweitrundeneffekte durch anziehende Lohnforderungen einen

Inflationsprozess wie in den 1960er und 1970er Jahren lostreten. Die auch 2022 höher als gewohnt ausfallende Teuerung wird unangenehm genug sein – nicht zuletzt vor dem Hintergrund des nach wie vor extrem niedrigen nominalen Renditeniveaus.

Prognoseübersicht im Hauptszenario

Mit zunehmender Annäherung an die Normalität lässt das **Wirtschaftswachstum** naturgemäß nach. Der Aufholprozess seit der historisch scharfen Kontraktion 2020 hat große Fortschritte gemacht. Die Dynamik bleibt in den großen Volkswirtschaften aber über dem Trend. Während das Wachstum in der Eurozone 2022 mit fast 4 % unter dem des Vorjahres liegt, nimmt die Dynamik in Deutschland von knapp 3 % auf 4 % zu. Für die USA rechnen wir mit einem Anstieg des BIP von 4 %, nach 5,5 % im Jahr 2021.

Die Ölpreise sollten sich 2022 weitgehend seitwärts bis leicht abwärts bewegen. Dies dämpft die **Inflation** im Jahresverlauf. Auch wenn die Engpässe bis weit ins Jahr hinein ein Thema sein werden, dürften sie sich im Zeitablauf tendenziell entspannen. In der Eurozone werden die Verbraucherpreise im Jahresdurchschnitt 2022 mit 2,4 % ähnlich stark zulegen wie im Vorjahr, für Deutschland mit 2,7 % etwas stärker. In den USA wird die Teuerung mit 4 % immer noch deutlich höher als normal liegen.

Die wichtigsten **Notenbanken** bewegen sich trotz kräftigen Wachstums und hoher Inflation nur im Zeitlupen-tempo. Die Fed dürfte den Leitzins erst im Herbst 2022 anheben, nachdem sie ihr Kaufprogramm beendet hat. Die EZB wird zwar ihre Anleihekäufe zurückführen, aber keine Leitzinsänderung vornehmen.

Ausgewählte Prognosen 2022

Eurozone

| | | | |
|-----------------|-----|--|--|
| BIP-Wachstum, % | 3,9 | | |
| Inflation, % | 2,4 | | |

1. - 4. Quartal

| | | | | |
|----------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Leitzins (Einlagensatz), % | -0,50 | -0,50 | -0,50 | -0,50 |
|----------------------------|-------|-------|-------|-------|

| | | | | |
|------------|------|------|------|------|
| USD / Euro | 1,20 | 1,15 | 1,15 | 1,20 |
|------------|------|------|------|------|

| | | | | |
|---------------------------|-------|-------|-------|-------|
| EURO STOXX 50, Indexstand | 3.950 | 4.350 | 4.250 | 4.200 |
|---------------------------|-------|-------|-------|-------|

Quelle: Helaba Research & Advisory

Deutschland

| | | | |
|-----------------|-----|--|--|
| BIP-Wachstum, % | 4,0 | | |
| Inflation, % | 2,7 | | |

1. - 4. Quartal

| | | | | |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|
| 3-Monats-Euribor, % | -0,50 | -0,50 | -0,50 | -0,50 |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|

| | | | | |
|------------------------------|------|------|------|------|
| 10-jährige Bundesanleihen, % | 0,00 | 0,10 | 0,15 | 0,20 |
|------------------------------|------|------|------|------|

| | | | | |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| DAX, Indexstand | 15.000 | 16.500 | 16.200 | 16.000 |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|

USA

| | | | |
|-----------------|-----|--|--|
| BIP-Wachstum, % | 4,0 | | |
| Inflation, % | 4,0 | | |

1. - 4. Quartal

| | | | | |
|--------------------------|------|------|------|------|
| Leitzins (Mittelwert), % | 0,13 | 0,13 | 0,13 | 0,38 |
|--------------------------|------|------|------|------|

| | | | | |
|--------------------------|------|------|------|------|
| 10-jährige Treasuries, % | 1,70 | 1,80 | 1,90 | 2,00 |
|--------------------------|------|------|------|------|

| | | | | |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|
| S&P 500, Indexstand | 4.200 | 4.600 | 4.500 | 4.400 |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|

Renten haben es in einem inflationären Umfeld erfahrungsgemäß schwer. Auch 2022 ist mit Kursverlusten zu rechnen. Dass sich diese vermutlich in Grenzen halten, dürfte dem bremsenden Notenbankeinfluss zu verdanken sein. 10-jährige Bundesanleihen werden gleichwohl den negativen Renditebereich verlassen und am Jahresende bei rund 0,2 % notieren.

Die anziehende Geschäftsdynamik beflügelt die Funding-Aktivitäten der **Corporates**. Die Erwartung einer restriktiveren EZB-Politik sorgt für höhere Risikoprämien. **Banken** kommen relativ stabil aus der Krise und können damit fortfahren, Überschusskapital auszuschütten. Der Blick richtet sich auf das Zinsumfeld und auf die Hoffnung steigender Rentabilität von Einlagenüberschüssen und Liquiditätsportfolien.

Die bonitätsstarken **Covered Bonds** profitieren vom guten Immobilienneugeschäft der Banken und das Primärmarktvolument dürfte 2022 steigen. Trotz sinkendem Interesse der Zentralbanken bleiben die Spreads bei einem unter den Fälligkeiten liegenden Angebot, steigenden Renditen und rückkehrenden Anlegern gut unterstützt.

Am **Aktienmarkt** rechnen wir angesichts der mittlerweile erreichten Rekordstände, hoher Bewertungen und weiterhin bestehender Unsicherheiten wie hinsichtlich der Corona-Pandemie zunächst mit einer Korrektur und auf Jahressicht mit einer Seitwärtsphase unter hoher Volatilität. Der DAX dürfte gegen Jahresende wieder bei rund 16.000 Zählern notieren.

„Durch Weisheit wird ein Haus gebaut und durch Verstand erhalten, und durch ordentliches Haushalten werden die Kammern voll kostbarer, lieblicher Habe.“

Altes Testament. Buch der Sprichwörter, 24,3f

Immobilien profitieren nach wie vor von den sehr niedrigen Zinsen. Die Assetklasse hat die Krise gut überstanden und erholt sich 2022 weiter. Während strukturelle Veränderungen wie der Onlinehandel und die verstärkte Nutzung des Homeoffice das gewerbliche Segment bremsen, setzt sich der Aufwärtstrend bei Wohnimmobilien bei immer noch hoher Nachfrage und knappem Angebot fort.

Für **Gold** war 2021 trotz der erhöhten Inflationsrisiken ein Verlustjahr. Für 2022 ist keine Wende zum Besseren zu erwarten. Die Konkurrenz durch Aktien und anziehenden Nominalzinsen bleibt bestehen. Dennoch dürfte das Edelmetall das Niveau um 1.800 US-Dollar bzw. 1.510 Euro je Feinunze verteidigen, da Inflationssorgen begleitet von Wachstumsunsicherheiten im neuen Jahr im Handgepäck mitreisen werden.

Der **US-Dollar** wird zwar grundsätzlich von der sich abzeichnenden Zinswende der US-Notenbank unterstützt. Allerdings hält sich der US-Renditevorteil in Grenzen. Da der Devisenmarkt schon viel vorweggenommen hat und längerfristige Faktoren gegen die US-Währung sprechen, wird der Dollar per saldo kaum zulegen. Der Euro-Dollar-Kurs dürfte Ende 2022 um 1,20 notieren.

Patrick Franke

Hier finden Sie alle Texte: <https://www.helaba.com/de/kapitalmarktausblick/>

Wir sind für Sie da:

| Themengebiete | Autoren/-innen | Durchwahl 069/9132- |
|---|------------------------|------------------------|
| Chefvolkswirtin/ Head of Research & Advisory | Dr. Gertrud R. Traud | 20 24 |
| Rentenstrategie | Ulf Krauss | 47 28 |
| Aktienstrategie | Christian Schmidt | 47 23 |
| Devisenstrategie, Großbritannien | Christian Apelt, CFA | 47 26 |
| Gold | Claudia Windt | 25 00 |
| Immobilien | Dr. Stefan Mitropoulos | 46 19 |
| Rohöl, Kryptowährungen | Ralf Umlauf | 11 19 |
| Pfandbriefe, Covered Bonds | Sabrina Miehs, CESGA | 48 90 |
| Unternehmensanleihen | Ulrich Kirschner, CFA | 28 39 |
| Bankanleihen | Dr. Susanne Knips | 32 11 |
| Deutschland, Eurozone, Branchen | Dr. Stefan Mütze | 38 50 |
| USA, China, Szenarien | Patrick Franke | 47 38 |
| EU,Nordeuropa, Zentraleuropa | Marion Dezenter | 28 41 |
| Emerging Markets | Patrick Heinisch | 74 27 |
| Finanzplatz Frankfurt, Japan | Ulrike Bischoff | 52 56 |
| Regionalanalyse, öffentl. Haushalte | Barbara Bahadori | 24 46 |

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. 0 69/91 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/>

Bildquellen

Hauptzenario

© Matteo Colombo/Gettyimages
vanbeets/iStock
georgeclerk/iStock

Negativszenario

galitskaya/iStock

Positivszenario

anyaberkut/iStock