



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

Editorial: Bessere Aussichten voraus



gt/ Vor einem Jahr hatte ich an dieser Stelle geschrieben, dass die Frage, wann welche Notenbank den Fuß vom Gas nehmen würde, das entscheidende Thema für die Volatilität an den Kapitalmärkten 2022 sein würde. Heute wissen wir, dass das nicht alles war. Vielmehr hat der Ukraine-Krieg das inflationäre Umfeld noch potenziert und die Risiken einer Rezession erhöht.

Das Spannungsfeld zwischen Inflation und Rezession hat auch die Basis für unseren Jahresausblick 2023 mit dem Titel „Weltwirtschaft auf Gratwanderung“ gelegt. Allerdings hatten wir für das Basisszenario im November nur eine Wahrscheinlichkeit von 60% und für das Risikoszenario „Absturz“ eine Wahrscheinlichkeit von 30 % angesetzt. Für das positive Szenario „Familientour“ blieben dann lediglich 10 % übrig.

Zwei Monate später sieht die Welt schon etwas rosiger aus. Eine Gasmangellage in diesem Winter ist unwahrscheinlich geworden. So wie auch in unserem Sinnbild „Bergwelt“ für das Jahr 2023 haben recht milde Temperaturen und der dadurch bedingte relativ geringe Energiebedarf dazu beigetragen, dass die Gratwanderung leichter zu bewältigen ist. Deshalb haben wir jüngst die Wahrscheinlichkeit für das Basisszenario auf 65 % erhöht und die für das Negativszenario auf 25 % reduziert.

Darüber hinaus sind auch die konjunkturellen Rahmenbedingungen für das Basisszenario mittlerweile etwas besser. Im November waren wir noch davon ausgegangen, dass es 2023 in Deutschland zu einer milden Rezession mit einem Rückgang des Bruttoinlandsprodukts um 0,6 % kommen würde. Jetzt haben sich die Aussichten aufgehellt und wir erwarten keine Rezession mehr, sondern nur eine leichte Abschwächung im Winterhalbjahr und im Jahresdurchschnitt 2023 eine Stagnation.

Die Notenbanken werden wohl ihre Zinsen etwas mehr anheben, als wir im November erwartet hatten. Mit einem Leitzins der EZB von 3,50 % und der Fed Funds Rate von 4,75 bis 5 % sollte aber im Frühjahr Schluss mit den Zinserhöhungen sein. Da die Rentenmärkte dies bereits größtenteils antizipieren, sind dort keine Verwerfungen mehr zu erwarten. Für den DAX halten wir an unserer Prognose mit einem Anstieg auf 16.000 Indexpunkte bis Ende des Jahres fest.

Ihre

Dr. Gertrud R. Traud

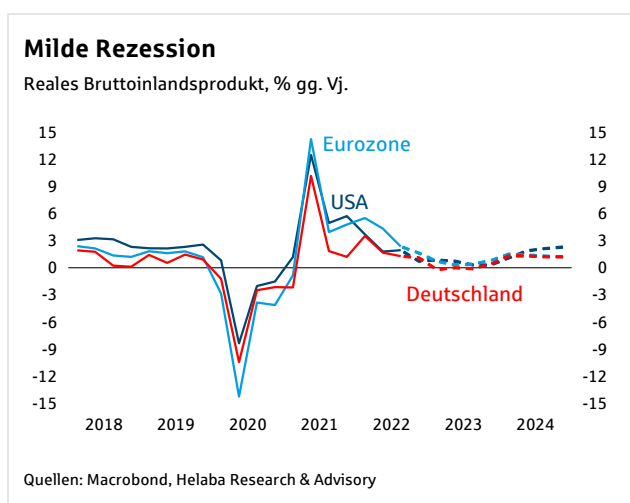
Chefvolkswirtin/Head of Research & Advisory

Konjunktur: Inflation und Zinsanstieg bremsen



- Zahlreiche Faktoren bremsen derzeit die Weltwirtschaft, Ausblick 2023 daher verhalten
- Konjunktur in China pandemiebedingt erst deutlich schwächer, dann stärker
- US-Wirtschaft beginnt die Effekte der massiven geldpolitischen Straffung zu spüren
- Prognose für deutsches Bruttoinlandsprodukt 2023 auf Stagnation angehoben
- Eurozone entwickelt sich günstiger als Deutschland; BIP-Prognose 2023 nun 0,6 % (vorher: 0,2 %)
- Inflation sinkt, bleibt aber 2023 mit 6 % in Deutschland und der Eurozone hoch

pf/ Die Weltwirtschaft startet mit sehr **unterschiedlichen Rahmenbedingungen** ins neue Jahr. **China** hat sich von der Null-Covid-Politik verabschiedet und kämpft nun mit einer gewaltigen Infektionswelle. Dies wird die Konjunktur kurzfristig erheblich belasten, da sowohl Produktion als auch die Nachfrage von der Pandemie in Mitleidenschaft gezogen werden. Mittelfristig bietet ein Ende der Restriktionen und Lockdowns aber die Perspektive für eine zügigere Normalisierung und mehr Output zum Jahresende.



Chinas Exporte laufen aber nicht nur wegen inländischer Produktionsprobleme derzeit schlecht. Auch die **Nachfrage im Rest der Welt** hat sich spürbar abgekühlt. Dies ist teilweise eine Korrektur nach dem chinesischen Exportboom 2020/2021. Es reflektiert aber auch die Folgen des weltweiten Inflationsschubs und die daraus resultierende umfangreiche Straffung der Geldpolitik.

Letztere wird nach unserer Einschätzung zum Beispiel in den **USA** im ersten Halbjahr eine **milde Rezession** auslösen. Zwar zeigt sich der Arbeitsmarkt hier bis zuletzt überraschend robust. Der Rückgang des ISM-Einkaufsmanagerindex für Dienstleistungen im Dezember unter die Expansionsmarke von 50 ist aber ein klares

Warnsignal. Im Gegensatz zu China ist in den USA nicht mit kurzfristigen Gegenmaßnahmen der Fiskal- oder Geldpolitik zu rechnen. Wir erwarten weiterhin einen Anstieg des realen US-BIP um nur 0,5 % im Jahr 2023.

smü/ Das deutsche Bruttoinlandsprodukt ist 2022 nach einer ersten Schätzung des Statistischen Bundesamtes kalenderbereinigt um real 2 % gestiegen. Im Schlussquartal hat die Wirtschaftsleistung immerhin stagniert. Die deutsche Wirtschaft zeigte sich damit trotz der schlechten Rahmenbedingungen widerstandsfähig. Das **ifo Geschäftsklima** ist mittlerweile drei Mal in Folge gestiegen. Dies zeigt, dass die Unternehmen aufgrund zuletzt wieder sinkender Marktpreise für Energie und dank der staatlichen Maßnahmen nun weniger pessimistisch in die Zukunft schauen. Wir haben deswegen unsere Prognose für das **deutsche Wirtschaftswachstum 2023** auf Stagnation angehoben (vorher: -0,6 %). Die Bundesregierung hat mit massiven **Hilfsprogrammen** dem Abschwung entgegengewirkt.

Die **privaten Konsumausgaben** sind 2022 kräftig um 4,6 % gestiegen. Grund war der Corona-bedingte Nachholbedarf bei vielen Dienstleistungen. Bereits im zweiten Halbjahr hat aber eine Trendwende eingesetzt. So sinken die realen Einzelhandelsumsätze. Die hohe Inflation kann nicht durch Einkommenssteigerungen kompensiert werden und die Sparquote ist wieder auf Werte vor 2020 gesunken. Auch wenn diese noch weiter zurückgehen dürfte, werden die Impulse in diesem Jahr kleiner ausfallen. Positiv wirkte bis zuletzt die steigende **Beschäftigung**. Der jüngste Anstieg der **Arbeitslosigkeit** ist vor allem dadurch bedingt, dass die geflüchteten Ukrainer seit Juni in der Arbeitslosenstatistik erfasst werden.

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

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

Die Tarifverdienste dürften auch 2023 mit einem Anstieg von knapp 5 % nicht die Inflation kompensieren. Nach dem Pandemie-bedingt starken Schub der monetären Transfers werden deren Zuwächse zudem niedriger ausfallen. Die Einkommen der Selbstständigen dürften sogar sinken, so dass die gesamten verfügbaren Einkommen 2023 in nominaler Rechnung um schätzungsweise 3,5 % zulegen werden. Dies bedeutet eine deutliche reale Schrumpfung. Die privaten **Konsumausgaben** dürften allerdings nur um 0,5 % zurückgehen, da zuvor hohe Ersparnisse aufgelöst werden.

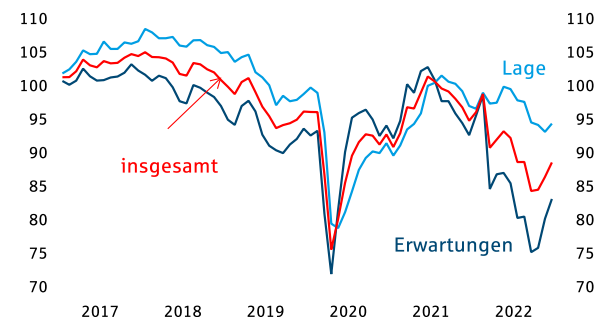
Die **Ausrüstungsinvestitionen** haben 2022 um 2,5 % zugelegt. Die wirtschaftliche Unsicherheit sowie sinkende Unternehmensgewinne bei gleichzeitig steigenden Kapitalmarktzinsen werden sich 2023 dämpfend auswirken. Die **Bauinvestitionen** sind bereits 2022 um 1,6 % gesunken und dürften 2023 nochmal um rund 1 % schrumpfen. Kapazitätsgrenzen sowie der Mangel an Rohstoffen und Vorprodukten treten zwar allmählich in den Hintergrund. Gestiegene Baukosten und vor allem Zinsen belasten allerdings die Kalkulation. Die realen Auftragseingänge in der Bauwirtschaft sinken und es kommt zu Stornierungen.

Der Wachstumsbeitrag des **Außenhandels** belief sich 2022 auf -1,6 Prozentpunkte. Er dürfte 2023 kleiner werden, da sich die Exporte wieder erholen. Impulse gehen u.a. von den USA und der Eurozone aus. Die Ausfuhr nach China könnte jedoch kurzfristig unter der massiven Corona-Welle leiden.

Wichtige Länder der **Eurozone** wie Frankreich zeigen sich aktuell resilienter gegenüber der Krise. Das Bruttoinlandsprodukt des gemeinsamen Währungsraums dürfte 2023 mit 0,6 % (vorher: 0,2 %) etwas günstiger ausfallen als hierzulande. Insbesondere für Italien, das von umfangreichen europäischen Transfers profitiert, haben wir unsere Prognose angehoben.

Unternehmen weniger pessimistisch

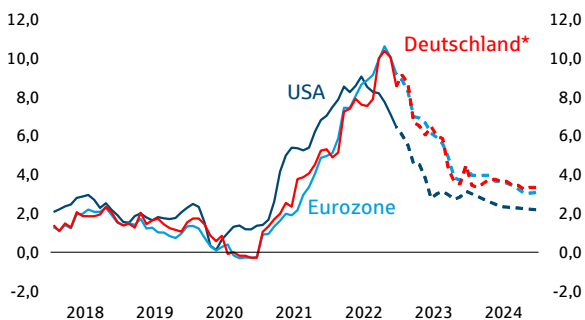
ifo Geschäftsklimaindex, 2015 = 100



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Trendwende bei der Inflation

Verbraucherpreise, % gg. Vj.



*nationale Berechnungsweise

Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Die **deutsche Inflationsrate** ist im Dezember auf 8,6 % gefallen, auch weil der monatliche Gasabschlag vom Staat übernommen wurde und Treibstoffe sowie Heizöl billiger geworden sind. Der Wert für die **Eurozone** sank auf 9,2 %. Auch wenn die Inflation im Januar wieder zulegen dürfte, ist der Höhepunkt der Inflation überschritten. Die Preisbremsen für Gas und Strom dürften neben den wieder höheren Euro-Notierungen hierzu beitragen. Auch die schwächere Konsumkonjunktur dürfte die Überwälzung von Kosten erschweren. Trotzdem muss aufgrund des hohen Ausgangsniveaus für 2023 mit einer Inflationsrate von jahresdurchschnittlich 6 % in Deutschland (Prognose unverändert) in der Eurozone (bisher: 5,3 %) gerechnet werden. Selbst 2024 dürfte diese mit 3 ½ % deutlich über dem von der EZB gewünschtem Niveau liegen.

In den **USA** ist das Hoch bei der Teuerung klar überschritten. Zumindest bei der Gesamtrate scheint der Rückgang ähnlich schnell zu gehen wie vorher der Anstieg. Die Kernrate hingegen dürfte, auch wegen des weiter hohen Lohndrucks, langsamer nachgeben. Nach 8 % 2022 rechnen wir nun mit einem Anstieg des Verbraucherpreisindex um 3,7 % im Jahr 2023. Ohne Energie und Nahrungsmittel sollte der Rückgang geringer ausfallen (von rund 6 % im Jahresschnitt auf gut 4 %). Dies wird die Fed von zeitnahen Zinssenkungen abhalten.

Verbraucherpreise, % gg. Vorjahr	2020	2021	2022s	2023p	2024p
Deutschland*	0,5	3,1	7,9	6,0	3,5
Eurozone	0,3	2,6	8,4	6,0	3,5
USA	1,2	4,7	8,0	3,7	2,5

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

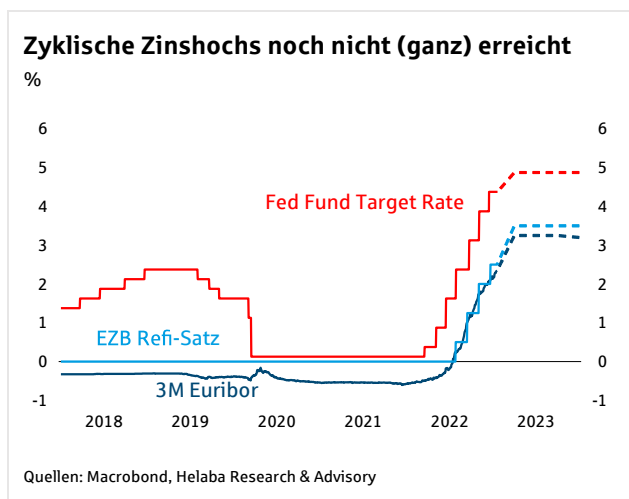
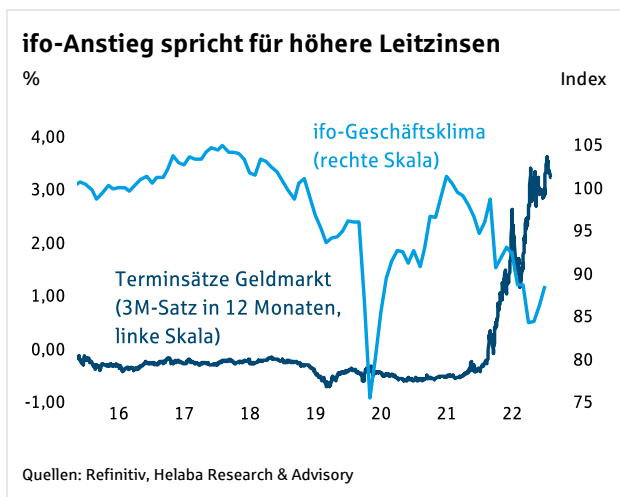
Geldpolitik: Auf der Zielgeraden?



- Konjunktur hat noch Fahrt. EZB kann den Straffungskurs vorerst nicht drosseln
- Zielwert für Hauptrefinanzierungssatz liegt nunmehr bei 3,5 % (vorher 2,75 %)
- Im zweiten Quartal dürfte jedoch an der Zinsfront Ruhe einkehren
- EZB-Fokus verlagert sich dann auf den Abbau der Bilanzsumme und die Liquiditätssteuerung
- Fed legt noch kleine Zinsschritte nach, Gipfel der Federal Funds Rate bei 4,75 % bis 5,00 %

uk/ Die Teuerung in der Eurozone ist zwar zum Jahresende von 10,1 % auf 9,2 % gesunken. Für die EZB dürfte dies jedoch keinen ausreichenden Grund liefern, den **Straffungskurs** auslaufen zu lassen. Zwar hat sie wie andere Zentralbanken das Tempo zuletzt etwas reduziert – von 75er-Basispunkteschritten auf 50er-Schritte. Die Erwartungen, dass sich die erschwerten Finanzierungsbedingungen bereits deutlich in den **Konjunkturdaten** auswirken und dadurch Druck auf die **Inflation** ausgeübt wird, haben sich per saldo aber noch nicht erfüllt. Der EZB-Rat ist zudem ein **gebranntes Kind**. Die Sorge ist, dass nach den Fehlern der Vergangenheit ein zu vorsichtiger geldpolitischer Kurs weitere Reputation kostet – zumal wenn die Inflation, insbesondere die Kernrate, langsamer abebbt als erwartet.

Das **ifo Geschäftsklima** ist seit September dreimal in Folge gestiegen. Die ZEW-Konjunkturerwartungen sind im Januar in den positiven Bereich zurückgekehrt. Dies spricht gegen eine Verlangsamung des geldpolitischen Straffungskurses. Wir haben daher den **Zielwert** des Hauptrefinanzierungssatzes für 2023 von 2,75 % auf **3,5 %** erhöht. In den beiden kommenden Sitzungen des EZB-Rats am 2. Februar und am 16. März ist mit Zinsanhebungen um **jeweils 50 Basispunkte** zu rechnen. Dies stellt dann vermutlich die Spitze im laufenden Zinserhöhungszyklus dar. Im März startet zudem der Abbau der EZB-Bilanz. Dabei sollen die **Reinvestitionen** des Wertpapierbestands um monatlich 15 Mrd. Euro abnehmen.



turellen Eintrübung und dem nachlassenden Inflationsdruck Rechnung. Zudem ist der US-Leitzins bereits klar im restriktiven Bereich. Allerdings wird sich wohl gerade die Kernrate ohne Energie und Nahrungsmittel nur **graduell** abschwächen. Zinssenkungen sehen wir daher im **Gegensatz** zum Future-Markt erst im Jahr 2024.

Die **Fed** hat zwar im Dezember ihr Zinserhöhungstempo auf 50-Basispunkte gedrosselt. Der Leitzinskorridor liegt zum Jahreswechsel mit 4,25 % bis 4,50 % aber dennoch höher als wir seit dem Spätsommer erwartet hatten. Wir haben daher unsere Prognose angepasst und rechnen nun mit einem Hoch von 4,75 % bis 5,00 %, das wahrscheinlich im März erreicht wird.

Auf den beiden nächsten FOMC-Sitzungen dürfte die US-Notenbank den Zins also „nur“ um je 25 Basispunkte erhöhen. Dies trägt der tendenziellen konjunkturellen Eintrübung Rechnung.

%	aktuell*	Q1/23	Q2/23	Q3/23	Q4/23
3M Euribor	2,34	3,25	3,25	3,25	3,20
EZB Refi-Satz	2,50	3,50	3,50	3,50	3,50
Fed Funds Rate	4,38	4,88	4,88	4,88	4,88

* 18.01.2023
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

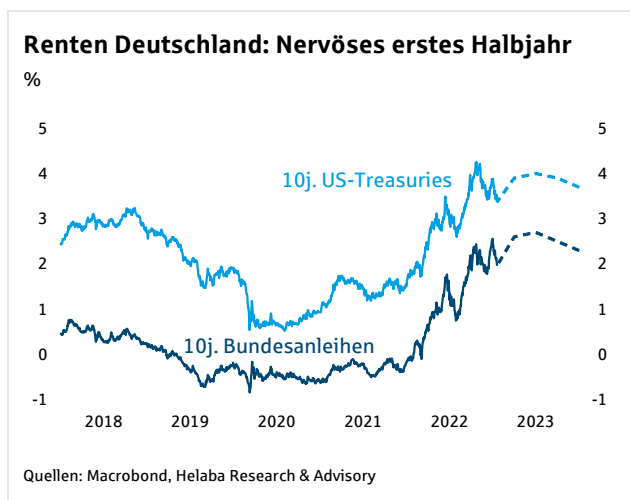
Staatsanleihen: Durchatmen am Jahresanfang



- Zu Jahresbeginn starteten die Anleiherenditen mit kräftigen Bewegungen – diesmal nach unten
- Für Entwarnung ist es allerdings noch zu früh, denn die EZB dürfte Kurs halten
- Hinzu kommen Unsicherheiten in Verbindung mit dem Abbau der EZB-Wertpapierbestände
- Die Rendite 10-jähriger Bunds dürfte Mitte 2023 bei 2,7 % (vorher 2,4 %) liegen
- 10-jährige US-Staatsanleihe wird vermutlich Mitte nächsten Jahres bei rund 4 % notieren
- Im Spannungsfeld zwischen Inflation und Rezession werden Schwankungen ausgeprägt bleiben

uk/ Im vergangenen Jahr verzeichneten Anleiheinvestoren historische Ertragsverluste. Insgesamt verloren Bundesanleihen über alle Laufzeiten gerechnet 17 % an Wert. Seit Jahresanfang sieht die noch kurze Bilanz aber positiv aus. Der Ertragsindex kletterte bis Mitte Januar um 2,7 %. Die Rendite 10-jähriger Bunds sank von 2,5 % auf

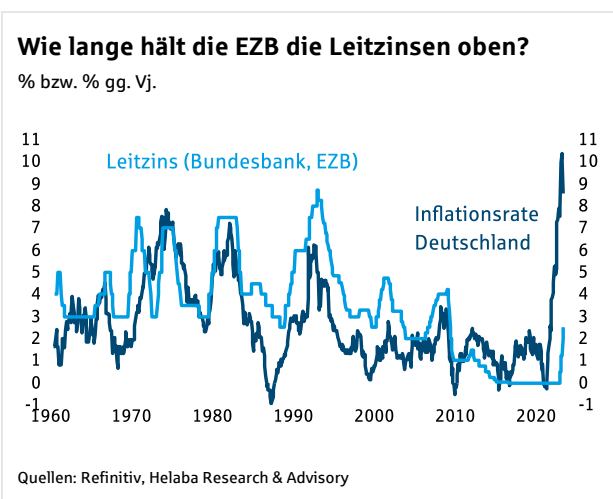
2,1 %. Haupttreiber dieser Entwicklung waren rückläufige Zinserhöhungserwartungen beiderseits des Atlantiks. Für eine Entwarnung ist es allerdings noch zu früh. Die Notenbanken dürften Kurs halten und die Kapitalmärkte können ihre hohe Schwankungsanfälligkeit nicht so schnell abwerfen.



Das nunmehr höhere Zielniveau bei den Leitzinsen hat Folgen für die Kapitalmarktprognosen. Wir haben die Halbjahresprognosen für 10-jährige Bunds von 2,4 % auf 2,7 % angehoben. Die Rendite 10-jähriger US-Treasuries wurde auf 4,0 % gesetzt. Die Jahresendstände bei den Renditen von 2,3 % bzw. 3,7 % haben Bestand. Zwar sollten die Marktbewegungen im Jahresverlauf einer einfachen Logik folgen: Je höher die Notenbanken ihre Leitzinsen nach oben schrauben,

desto größer wird auch der Spielraum für Zinssenkungen, natürlich abhängig vom dem Tempo des Inflationsrückgangs. Allerdings dürften den Anlegern immer wieder Zweifel kommen, ob diese einfache Rechnung aufgeht.

Die flachen bzw. inversen Zinsstrukturkurven im Euroraum und den USA signalisieren, dass die Investoren die Leitzinsen nicht dauerhaft auf dem erhöhten Niveau erwarten. Die EZB-Historie spricht zwar nicht gegen diese Annahme: Die bisher drei Leitzinsspitzen im Euroraum hatten im Durchschnitt weniger als fünf Monate Bestand. Anders sieht allerdings der Blick weiter zurück bei der Bundesbank aus. Hier lag der Durchschnittswert bei fast elf Monaten. Besonders hartnäckig hielten die deutschen Währungshüter während der Inflationsphasen in den 70ern sowie Anfang der 80er Jahre die Leitzinsen oben. Da wir uns inflationsseitig in vergleichbaren Verhältnissen bewegen, sollte besser nicht auf eine frühe Zinswende gesetzt werden. Ohnehin dürfte die EZB hier, wie schon in der Vergangenheit, der US-Notenbank den Vortritt lassen.



Gespannt darf man auch sein, wie der Markt das Abschmelzen des EZB-Anleihebestands von monatlich 15 Mrd. Euro ab dem zweiten Quartal verkraftet – in Verbindung mit steigenden Emissionsvolumen ein zusätzliches Risiko nicht nur für Bundesanleihen.

%	aktuell*	Q1/23	Q2/23	Q3/23	Q4/23
10j. Bundesanl.	2,02	2,60	2,70	2,50	2,30
10j. US-Treasuries	3,37	3,90	4,00	3,90	3,70

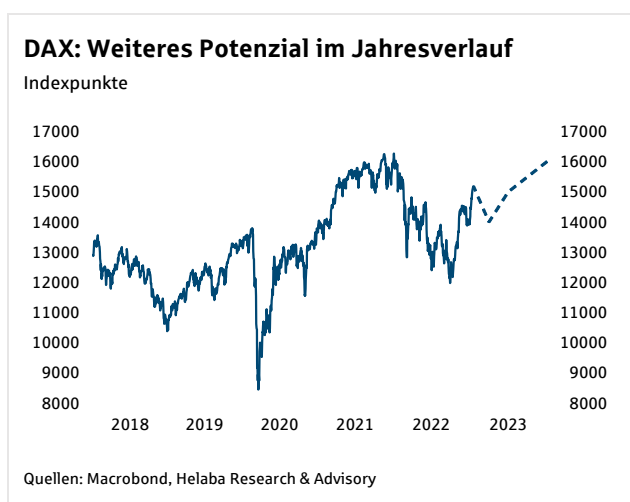
* 18.01.2023
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Aktien: Gewinne laufen lassen!



- Aktien starteten mit Gewinnen ins neue Jahr. Euro-Titel haben bislang die Nase vorne
- Der Kursanstieg ist breit getragen, defensive Sektoren waren zuletzt weniger gefragt
- Leitzinserhöhungen bremsen zunächst Risikoappetit, Ende der Straffungen allerdings absehbar
- Die Konjunkturstimmung hat ihr Tief durchschritten, Erwartungen deutlich verbessert
- Überbewertung bei US-Titeln ist abgebaut, Euro-Aktien sind moderat bewertet
- Unter Anlegern überwiegt noch die Vorsicht. Dies eröffnet weiteres Nachfragepotenzial

mr/ Die ersten Wochen im neuen Jahr sind für Aktien sehr erfreulich verlaufen und haben selbst unsere **optimistischen Erwartungen übertroffen**. Euro-Aktien haben bislang klar die Nase vorne. Mit Kurszuwächsen von 10 % beim EURO STOXX 50 bzw. 9 % beim DAX konnten Anleger in den ersten Wochen schon so viel verdienen wie sonst im ganzen Jahr. Die Sektorrotation gemessen am STOXX 600 zeigt, dass die größten Verlierer des vergangenen Jahres, nämlich Technologieaktien, nun die Nase vorne haben, während der Sektor Öl & Gas seit Jahresanfang das Schlusslicht bildet. Generell ist eine **Abkehr von defensiven Sektoren** festzustellen.



Positiv ist indessen, dass die **Bewertung von Euro-Titeln** noch immer **moderat** ist, die Konjunkturstimmung ausgehend von sehr niedrigen Niveaus nach oben dreht, die Stimmung unter den Anlegern noch von Vorsicht geprägt und die Technik als neutral einzustufen ist. Vermutlich bremsst die Unsicherheit über noch anstehende Leitzinserhöhungen diesseits und jenseits des Atlantiks derzeit noch den Risikoappetit. Ein Ende des Straffungszyklus ist allerdings absehbar. Insgesamt gibt der Helaba-BEST-Indikator für den DAX weiterhin grünes Licht

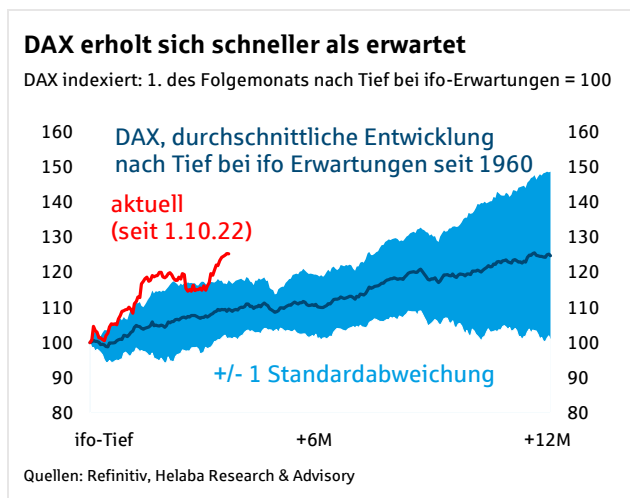
Indexpunkte	aktuell*	Q1/23	Q2/23	Q3/23	Q4/23
DAX	15.182	14.000	15.000	15.500	16.000
Euro Stoxx 50	4.174	3.850	4.100	4.150	4.200
S&P 500	3.929	3.900	4.200	4.300	4.400

* 18.01.2023
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Weniger klar ist die Indikatorenlage am **US-Aktienmarkt**.

Zwar liefert die pessimistische Stimmung der Anleger bereits eine Kontraindikation, ebenso wie die zwischenzeitliche Überverkaufssituation. Auch die Überbewertung hat sich inzwischen abgebaut. Dennoch sind US-Werte teurer als Euro Titel. Daher dürfte der nun anlaufenden Quartalsberichterstattung wieder besondere Aufmerksamkeit zuteilwerden. Von den ersten 40 Unternehmen aus dem

S&P 500 konnten rund 73 % positiv überraschen. Bei den Gewinnschätzungen für die kommenden 12 Monate ist derzeit noch ein leichtes Übergewicht von Abwärtsrevisionen zu beobachten.

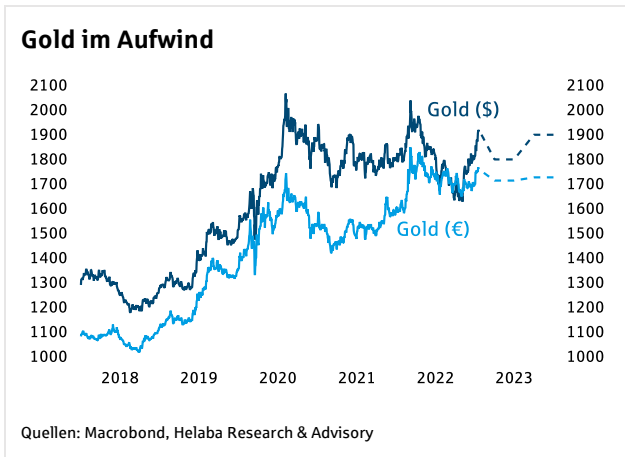


Auch wenn unsere Kursziele insbesondere für EURO STOXX 50 und DAX schon früher als prognostiziert erreicht wurden, ist das **Potenzial** von Aktien unseres Erachtens noch längst **nicht erschöpft**. Zwar wäre es nicht ungewöhnlich, wenn Aktien nach dem deutlichen Anstieg der vergangenen Monate zwischenzeitlich eine Verschnaufpause einlegten. Angesichts sich verdichtender Anzeichen einer Aufhellung des fundamentalen Umfelds gilt aber die Devise: **Gewinne laufen lassen!**

Gold: Glänzender Jahresauftakt



- Gold mit starker Performance seit Tiefstand im November 2022
- Solide Jahresgewinne sowohl in Dollar- als auch in Euronotierung
- Geldpolitische Erwartungen insbesondere an die US-Notenbank maßgeblich
- Rückschläge drohen im Jahresverlauf aufgrund verfrühter Zinssenkungsspekulationen



cw/ Gold hat einen glänzenden Jahresauftakt hingelegt. So gelang dem Edelmetall zu Jahresbeginn rasch der Sprung über die Marke von 1.900 US-Dollar je Feinunze, so hoch wie zuletzt im April vergangenen Jahres. Dabei notierte Gold noch im November auf einem Tiefstand von knapp 1.630 \$/Unze, bevor der Stimmungsumschwung einsetzte. Seitdem steht ein Plus von insgesamt fast 18 % zu Buche. In Eurorechnung fielen die Zuwächse aufgrund der Euroaufwertung zwar etwas bescheidener aus, doch kann das Edelmetall mit einem Gewinn von knapp 5 % seit Anfang 2023 aufwarten. Treiber hinter dieser Entwicklung sind die geldpolitischen Erwartungen. Anleger rechnen dank der Inflationsberuhigung mit einer

langsameren Gangart. Im Falle der Fed wird bereits auf erste Zinssenkungen spekuliert. Das birgt Enttäuschungspotenzial, so dass für die kommenden Wochen mit Rückschlägen unter 1.900 \$/Unze zu rechnen ist.

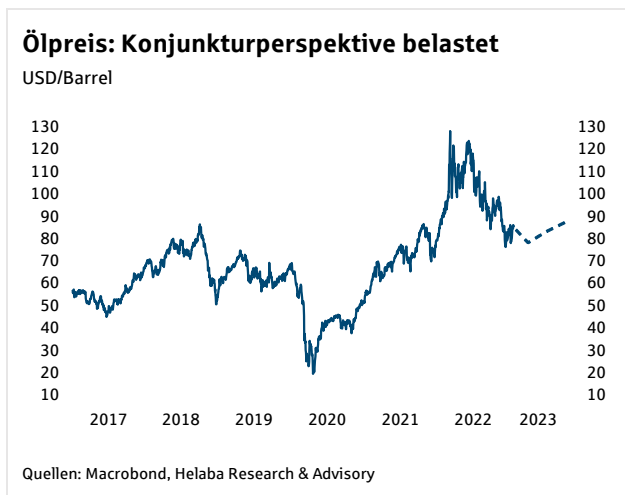
Preis / Feinunze	aktuell*	Q1/23	Q2/23	Q3/23	Q4/23
Gold in Euro	1.764	1.714	1.714	1.727	1.727
Gold in US-Dollar	1.904	1.800	1.800	1.900	1.900

* 18.01.2023 Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Rohöl: Korrekturphase



- Getrübte Wachstumsperspektiven in den USA; ISM-Indizes unterhalb der Expansionsschwelle
- Covid-Infektionen sorgen in China trotz Abkehr von Null-Covid-Strategie für Konjunktursorgen
- G7/EU-Ölpreisdeckel führte nicht zu nachhaltiger höheren Weltmarktpreise
- OPEC+ bleibt bei gedrosselter Produktion



ru/ Die Ölmärkte befinden sich in einer Korrekturphase und werden dabei dominiert von den getrübten Wirtschaftsaussichten in den USA und Europa. Hinzugekommen sind Sorgen wegen der Entwicklungen in China. Zwar gibt es Lockerungen der Null-Covid-Politik, zuletzt stiegen dort aber die Infektionszahlen deutlich. Eigentlich preistreibende Faktoren wie der Ölpreisdeckel der G7/EU sowie Australiens gegenüber Russland und die russische Ankündigung, diese Länder nicht mehr mit Öl zu beliefern, fanden am Markt kaum Nachhall. Große Abnehmer wie China und Indien sind nicht an einer Kooperation mit der G7/EU interessiert, verlangen von Russland aber Preiszugeständnisse. Auch die Bestätigung der Fördermengenbegrenzung seitens der OPEC+ sorgte nicht für Unterstützung. In dem von Risiken geprägten Umfeld, welches zunächst Bestand

haben dürfte, scheint das Potenzial für nachhaltige Preissteigerungen bei Rohöl begrenzt. Damit liegen die Prognosen für Q1/23 und Q2/23 nun etwas tiefer bei 78 bzw. 82 USD/Barrel (bisher: 83 und 85 USD/Barrel).

Preis / Barrel	aktuell*	Q1/23	Q2/23	Q3/23	Q4/23
Rohöl Brent	85	78	83	87	89

* 18.01.2023 Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

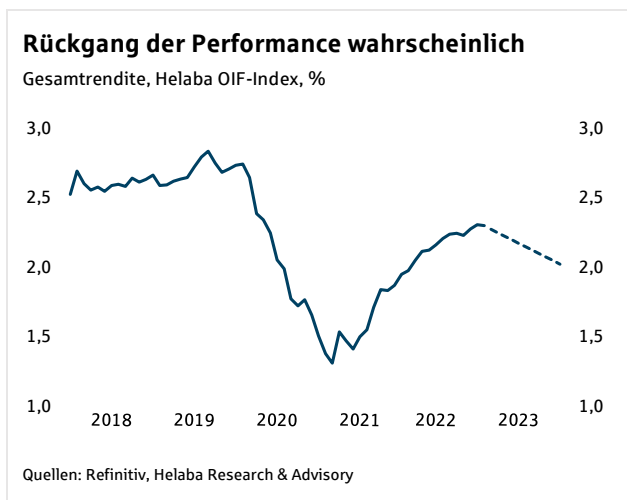
Immobilien: Getrübe Aussichten



- Jahresperformance offener Immobilienfonds 2022 bei durchschnittlich 2,3 %, im laufenden Jahr leichte Abschwächung auf 2 % erwartet
- Mittelzuflüsse offener Fonds in den ersten elf Monaten 2022 bei 4,7 Mrd. Euro (-33 % gg. Vj.)
- Attraktivität der Immobilienanlage 2023 im Vergleich zu Aktien und Anleihen geringer
- Belastungsfaktor Zinsen hat zu deutlich sinkenden Transaktionsvolumina geführt
- Moderate Preisrückgänge am deutschen Immobilienmarkt in diesem Jahr erwartet

smi/ Die Performance **offener Immobilienfonds (OIF)**, gemessen am „Helaba OIF-Index“, lag 2022 mit 2,3 % etwas höher als im Jahr zuvor. Der Index umfasst die durchschnittliche Wertentwicklung von neun großen Immobilienpublikumsfonds der vier führenden Anbieter. Die Performance der einzelnen Fonds bewegte sich zwischen 1,5 %

und 3,0 %. Damit haben sich die OIF im Vergleich zu anderen Fondskategorien gut behauptet. Denn durch Ukraine-Krieg, Energiekrise und den kräftigen Zinsanstieg verbuchten Anleger 2022 sowohl mit Anleihen als auch am Aktienmarkt heftige Verluste.

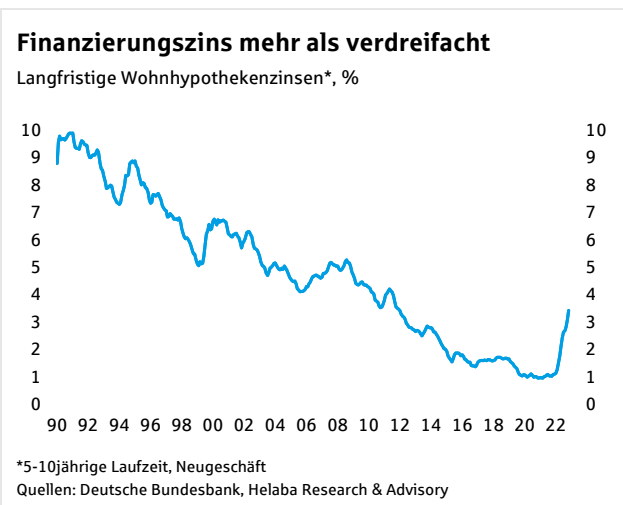


Dies wird sich im neuen Jahr voraussichtlich ändern: Da ein Großteil des Zinsanstiegs bereits vollzogen ist, sind erneute kräftige Kursrückgänge am Rentenmarkt nicht mehr zu erwarten. Vielmehr sind wieder nennenswerte Zinserträge möglich und auch am Aktienmarkt haben sich die Perspektiven deutlich verbessert. Damit verringert sich die **relative Attraktivität** von Immobilien selbst bei robuster Entwicklung der Assetklasse.

Entsprechend sind bereits in den letzten Monaten die **Mittelzuflüsse** in OIF deutlich gesunken. Sie lagen nach Angaben der Bundesbank von Januar bis November mit 4,7 Mrd. Euro ein Drittel unter dem Vorjahreszeitraum (November mit 190 Mio. sogar 70 % niedriger) und dürften auch im neuen Jahr deutlich rückläufig bleiben.

% 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	7,5	-2,0
Gewerbeimmobilien**	6,4	3,1	-0,8	0,0	-2,5

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



Hauptbelastungsfaktor für die Immobilienmärkte sind die in kurzer Zeit kräftig **gestiegenen Finanzierungszinsen**. Sie haben am Investmentmarkt zu Kaufzurückhaltung geführt. So sind die **Transaktionsumsätze** mit gewerblichen Immobilien in Deutschland 2022 um etwa 16 % **gesunken**, wobei vor allem das Jahresende schwach war. Zu hohe Preiserwartungen der Verkäufer treffen auf eine zögerliche Haltung potenzieller Käufer, die auf sinkende Kaufpreise warten. Beide Seiten sollten sich allmählich einander annähern, so dass in der zweiten Jahreshälfte wieder mehr Transaktionen stattfinden werden – vermutlich jedoch in vielen Fällen zu niedrigeren Preisen. Erste Hinweise auf eine **leichte Korrektur** gaben die Daten des Pfandbriefverbands vdp für das 3. Quartal. Sowohl für den Wohnungsmarkt als auch bei gewerblichen Immobilien ist damit für

2023 mit moderat nachgebenden Preisen zu rechnen – dank des insgesamt noch recht soliden fundamentalen Umfelds jedoch nicht mit einem Einbruch.

Devisen: US-Dollar aus dem Takt

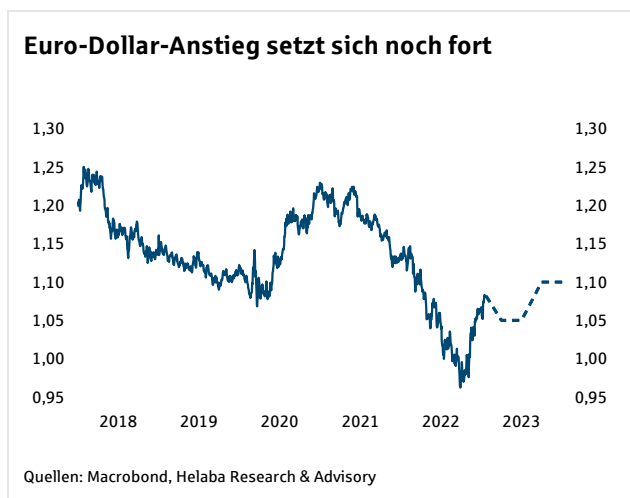
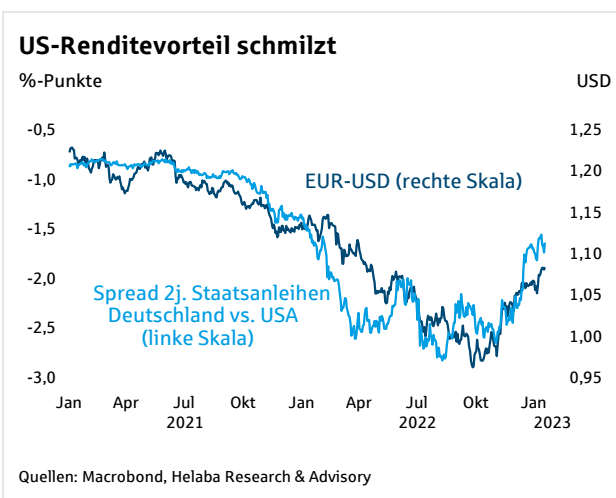


- US-Dollar gab zuletzt auf breiter Front weiter nach, Euro stieg auf 1,08
- Höhere Risikoneigung und nachlassender US-Renditevorteil belasten den Greenback
- Unabhängig von temporären Gegenbewegungen dürfte Tendenz zu schwächerem Dollar andauern
- Britisches Pfund wird mittelfristig wohl leicht aufwerten, da Bank of England noch nachlegen wird
- Schweizer Franken dürfte angesichts der Risikoneigung und des Zinsnachteils etwas nachgeben
- Japanischer Yen profitierte von Zinserhöhung, auch wenn der Anstieg kurzfristig zu hoch war

ca/ Nach dem gewaltigen Höhenflug im Laufe des letzten Jahres wurde die Luft für den US-Dollar immer dünner. Eine Gegenbewegung war wenig überraschend und setzte im Oktober ein. Mittlerweile erstaunt aber, wie zügig und deutlich die **US-Währung korrigiert**. Mit einem Kurs von 1,08 hat der Euro-Dollar etwa drei Viertel seines Verlusts seit Beginn des Ukraine-Krieges wieder wettgemacht. Beim handelsgewichteten Dollar-Index fällt der Rückgang kaum kleiner aus. Ist die Dollar-Korrektur damit übertrieben?

Ein wesentlicher Treiber der Dollar-Stärke waren die Zinserhöhungen der US-Notenbank. Die Fed hat ihren Leitzins auf 4,5 % angehoben und stellt noch mehr Schritte in Aussicht. Gleichwohl ist ein **Ende der Zinserhöhungen absehbar**, zumal die Inflation ihren Zenit überschritten hat – auch wenn sie noch klar oberhalb der Zielmarke liegt. Die Fed hatte mit ihrem aggressiven Straffungskurs im Vorjahr die Kapitalmärkte bzw. die Risikoneigung belastet. Mittlerweile hellte sich die Laune wieder auf, wovon auch der Euro-Dollar-Kurs profitiert.

Außerdem relativieren sich die Fed-Schritte im Vergleich zur EZB. Zwar wird letztere ihren Leitzins kaum auf US-Niveau anheben. Dennoch dürfte die EZB diesen in Richtung 3,5 % erhöhen. Damit ist der **US-Renditevorteil geschrumpft** gegenüber dem Euro. Bei zweijährigen Anleihen befindet er sich auf dem niedrigsten Level seit Januar 2022, bei zehnjährigen Papieren sogar auf dem Stand von Herbst 2020. Daher würde wohl selbst eine noch etwas aggressive Fed das Bild kaum drehen.

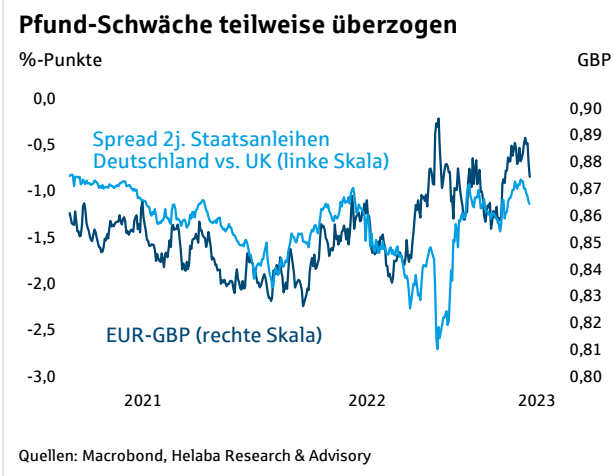


Die allgemein freundlichere Stimmung an den Märkten und für den Euro erklärt sich zudem mit den **deutlich gesunkenen Energiepreisen**. Diese galten 2022 als große Belastung für die europäische Wirtschaft und damit die Währung. Aufgrund von Sparmaßnahmen, eines milden Winters und Ersatzlieferungen hat sich der Gaspreis erheblich verringert. Dies hilft der Euro-Konjunktur. Die Indikatoren in der Eurozone überraschen – anders als in den USA – eindeutig positiv. Das zeigt weniger, dass es in der Eurozone absolut, sondern gemessen an den Erwartungen besser läuft.

So perfekt sich 2022 für den Dollar entwickelte, so gut lief es zuletzt für den Euro. Damit könnte unser **Jahresendziel von 1,10 Dollar** bereits viel früher erreicht werden. Temporär sind sogar höhere Kurse nicht auszuschließen. Ein paar Wermutstropfen existieren jedoch: Die Energiepreise könnten durchaus wieder steigen, der Ukraine-Krieg birgt unverändert Risiken und die Fed könnte noch um einiges mehr straffen. Die Gefahr von Rückschlägen für den Euro-Dollar-Kurs darf daher nicht vernachlässigt werden, selbst wenn sich die Situation insgesamt aufgehellt hat.

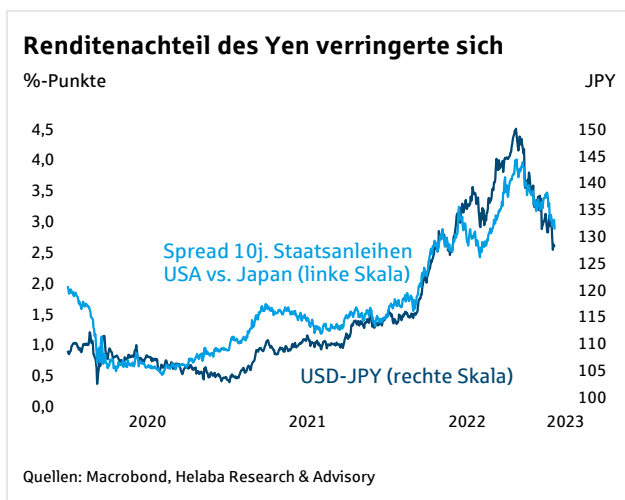
Das **Britische Pfund** tendierte in den letzten Wochen gegenüber dem Euro schwächer. Ein Hauptgrund liegt in der Geldpolitik. Während Fed und EZB ihren Ton verschärften, zeigte sich die Bank of England eher vorsichtig. Die Zinserhöhung um 50 Basispunkte fiel aber genauso hoch aus. Die britische Notenbank betonte jedoch stärker die konjunkturellen Probleme, was an der Entschlossenheit zu einer restriktiveren Geldpolitik zweifeln lässt. Die Inflation scheint ihren Hochpunkt erreicht zu haben.

Dabei zeigte sich die Konjunktur zuletzt nicht so schlecht wie befürchtet. Zwar befindet sich die britische Wirtschaft wohl in einer Rezession. Jedoch deuten jüngste Daten darauf, dass der Rückgang weniger scharf ausfallen könnte. Dann stellt sich die Frage, ob die Notenbank nicht doch noch weiter straffen muss, um die Inflation zu drücken. Vermutlich wird sie ihren Leitzins von 3,5 % auf 4,5 % anheben. Entsprechend sollte das **Pfund über den Zinsvorteil gegenüber dem Euro attraktiver** sein. Daher dürfte der Euro-Pfund-Kurs im Verlauf des Jahres wieder etwas auf 0,85 zurückgehen. Gegenüber dem US-Dollar wird die britische Währung 2023 ebenfalls aufwerten.



Der **Schweizer Franken** gab etwas nach, der Euro-Franken-Kurs notierte zeitweise erstmals seit einem halben Jahr über der Parität. Das Schweizer Wachstum verlangsamt sich, bricht jedoch nicht ein. Die Inflation ist mit 3,0 % weniger kritisch als anderswo. Die Schweizer Notenbank erhöhte ihren Leitzins von 0,5 % auf 1,0 % und wird wohl 2023 noch einen halben Prozentpunkt drauflegen. Von der EZB wurde sie aber bereits klar überholt. Der Zinsnachteil des Franken ist sehr ausgeprägt und spricht gegen ihn. Ein Unsicherheitsfaktor sind die Eingriffe der SNB.

Ebenfalls belastet die zunehmende Risikobereitschaft an den Finanzmärkten die Schweizer Währung. Der sichere Anlagehafen wird damit weniger gefragt. Zwar könnte das Umfeld zeitweise wieder nervöser werden, aber insgesamt geht der Trend in Richtung Beruhigung, zumal sich die Energiepreise deutlich entspannen. Daher spricht mehr für eine **Abwertung des Franken**. Bis Ende 2023 könnte der Euro-Franken-Kurs bis auf 1,05 klettern.



Der **Japanische Yen** war zuletzt der große Gewinner am Devisenmarkt und legte gegenüber Euro und vor allem US-Dollar kräftig zu. Die Bank of Japan überraschte, als sie im Rahmen ihrer Zinskurvensteuerung ihr Zielband für die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen nach oben ausweitete. De-facto hat die Notenbank damit **um 25 Basispunkte den Zins erhöht**. Entsprechend reduziert sich damit der Renditenachteil der Währung gegenüber Dollar und Euro.

Mit dem zumindest für diesen Zeitpunkt überraschenden Schritt wachsen Spekulationen über eine Aufgabe der Zinssteuerung. Die Inflation lag zuletzt bei knapp 4 %. Die Bank of Japan wird aber zunächst wieder vor-

sichtiger agieren, zumal die Konjunktur eher schwächtelt. Die **Yen-Aufwertung scheint daher kurzfristig überzogen**. Auf mittlere Sicht sind die aktuellen Kurse aber durchaus gerechtfertigt. Gegenüber dem US-Dollar dürfte der Yen bis Jahresende sogar noch etwas aufwerten.

gg. Euro	aktuell*	Q1/23	Q2/23	Q3/23	Q4/23
US-Dollar	1,08	1,05	1,05	1,10	1,10
Jap. Yen	139	145	142	142	140
Brit. Pfund	0,87	0,88	0,87	0,85	0,85
Schw. Franken	0,99	1,00	1,02	1,04	1,05

* 18.01.2023 Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory



Prognosetabelle BIP und Inflation

	Bruttoinlandsprodukt				Verbraucherpreise			
	reale Veränderung gg. Vorjahr, %				Veränderung gg. Vorjahr, %			
	2021	2022s	2023p	2024p	2021	2022s	2023p	2024p
Eurozone	5,3	3,4	0,6	1,4	2,6	8,4	6,0	3,5
Deutschland	2,6	2,0	0,0	1,3	3,1	7,9	6,0	3,5
Frankreich	6,8	2,6	0,5	1,5	2,1	5,9	4,8	3,0
Italien	6,7	3,8	0,7	1,7	1,9	8,7	6,9	3,5
Spanien	5,5	4,6	1,0	2,0	3,0	8,3	3,7	3,5
Niederlande	4,9	4,3	-0,3	1,9	2,8	12,0	10,0	5,0
Österreich	4,7	4,8	0,4	1,5	2,8	8,6	6,5	3,3
Schweden	4,8	2,8	-0,8	1,4	2,2	8,2	8,8	2,8
Polen	6,7	5,4	0,5	3,0	5,1	14,4	13,5	5,0
Tschechien	3,5	2,3	-0,5	2,7	3,8	15,1	9,4	3,6
Ungarn	7,1	4,7	0,2	3,6	5,1	14,5	17,2	4,3
Großbritannien	7,6	4,0	-1,0	1,5	2,6	9,0	6,5	3,7
Schweiz	4,2	2,0	0,5	1,6	0,6	2,8	2,0	1,3
USA	5,9	2,0	0,5	1,8	4,7	8,0	3,7	2,5
Japan	2,2	1,1	0,7	1,0	-0,2	2,5	2,0	1,0
Asien ohne Japan	7,0	3,9	4,6	5,6	2,4	3,7	3,0	2,6
China	8,4	3,0	4,5	6,5	0,9	1,9	2,0	2,5
Indien*	8,9	6,9	5,6	5,5	5,1	6,9	5,0	4,5
Russland	4,7	-3,8	-2,0	2,2	6,7	15,0	8,5	5,0
Türkei	11,1	3,5	3,0	2,8	19,6	48,0	20,0	13,0
Lateinamerika**	7,0	3,3	1,1	2,3	10,3	14,4	12,0	7,9
Brasilien	4,6	3,1	1,2	2,3	8,3	9,0	5,0	3,5
Welt	6,2	3,1	2,4	3,6	3,8	7,2	5,0	3,3

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

Quellen: Macrobond, Refinitiv, Helaba Research & Advisory



Kapitalmarktprognosen

	Veränderung seit ...		aktueller Stand**	Helaba-Prognosen			
	31.12.2022	Vormonat*		Q1/2023	Q2/2023	Q3/2023	Q4/2023
Zinsen	Basispunkte		%				
EZB Refi-Satz	0	0	2,50	3,50	3,50	3,50	3,50
EZB Einlagenzins	0	0	2,00	3,00	3,00	3,00	3,00
Tagesgeldsatz €STR	1	0	1,90	2,95	3,00	3,00	3,00
3M Euribor	21	22	2,34	3,25	3,25	3,25	3,20
6M Euribor	14	14	2,83	3,35	3,30	3,30	3,25
2j. Bundesanleihen	-30	-9	2,46	2,80	2,80	2,50	2,30
5j. Bundesanleihen	-52	-32	2,06	2,75	2,75	2,50	2,30
10j. Bundesanleihen	-55	-34	2,02	2,60	2,70	2,50	2,30
2j. Swapsatz	-32	-23	3,08	3,65	3,55	3,25	3,00
5j. Swapsatz	-57	-41	2,67	3,45	3,45	3,20	3,00
10j. Swapsatz	-60	-43	2,60	3,25	3,35	3,15	3,00
20j. Swapsatz	-50	-32	2,43	2,60	2,80	2,85	2,75
30j. Swapsatz	-45	-28	2,09	2,65	2,85	2,75	2,70
Fed Funds Target Rate	0	0	4,38	4,88	4,88	4,88	4,88
10j. US-Treasuries	-51	-31	3,37	3,90	4,00	3,90	3,70
Aktien	Landeswährung, %						
DAX	9,0	9,1	15.182	14.000	15.000	15.500	16.000
Euro Stoxx 50	10,0	9,2	4.174	3.850	4.100	4.150	4.200
Dow Jones	0,5	0,8	33.297	34.000	36.000	36.500	37.000
S&P 500	2,3	2,8	3.929	3.900	4.200	4.300	4.400
Nikkei 225	2,7	1,1	26.791	26.500	28.000	29.000	30.000
Gold und Brentöl	%						
Gold €/Unze	3,5	4,3	1.764	1.714	1.714	1.727	1.727
Gold \$/Unze	4,4	6,2	1.904	1.800	1.800	1.900	1.900
Brentöl \$/Barrel	-1,1	4,9	85	78	83	87	89
Devisen	jeweils gg. Euro, %		jeweils gg. Euro				
US-Dollar	-0,8	-1,8	1,08	1,05	1,05	1,10	1,10
Japanischer Yen	0,9	0,8	139	145	142	142	140
Britisches Pfund	1,3	0,7	0,87	0,88	0,87	0,85	0,85
Schweizer Franken	0,0	-0,3	0,99	1,00	1,02	1,04	1,05

* 22.12.2022 ** 18.01.2023

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory



Hier können Sie sich für unsere Newsletter anmelden:
<https://news.helaba.de/research/>

Wir sind für Sie da:

Themengebiete

Chefvolkswirtin/Head of Research & Advisory
Rentenstrategie
Aktienstrategie
Devisenstrategie, Großbritannien
Gold
Immobilien
Rohöl
Deutschland, Eurozone, Branchen
USA, China

Autoren/-innen

Dr. Gertrud R. Traud (gt) 20 24
Ulf Krauss (uk) 47 28
Markus Reinwand (mr), CFA 47 23
Christian Apelt (ca), CFA 47 26
Claudia Windt (cw) 25 00
Dr. Stefan Mitropoulos (smi) 46 19
Ralf Umlauf (ru) 11 19
Dr. Stefan Mütze (smü) 38 50
Patrick Franke (pf) 47 38

Durchwahl 069/9132-

Herausgeber und Redaktion

Helaba Research & Advisory

Redaktion:

Dr. Stefan Mitropoulos
Susanne Eulenkamp

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/>