



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

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

### Editorial: Gratwanderung setzt sich fort



gt/ Der Februar zeigt sich zu Beginn von seiner winterlichen Seite – allerdings auch mit vielen Vorzügen: Strahlend blauer Himmel mit guter Aussicht bei frostigen Temperaturen. Die Gasspeicher leeren sich und sind derzeit zu 72 % gefüllt. Allerdings erschreckt dies nicht mehr Politik und Wirtschaft. Eine Gasmangellage in diesem Winter ist unwahrscheinlich geworden, denn in wenigen Wochen kehrt der Frühling ein und bis dahin reichen die Bestände. Bessere Perspektiven gibt es derzeit nicht nur beim Wetter. Zahlreiche Konjunkturindikatoren haben die Trendwende vollzogen und eine Aufwärtsbewegung im Laufe des Jahres 2023 zeichnet sich ab.

Mit Blick auf die Inflationsraten klart die Sicht ebenfalls auf – zumindest in den meisten Ländern. In den USA ist die Teuerungsrate auf 6,4 % gesunken. Auch die Kernrate ging leicht zurück auf 5,6 %. In der Eurozone war im Januar ebenfalls ein Rückgang zu beobachten – wenn auch entgegen jeglicher Konventionen die Daten aus Deutschland wegen technischer Probleme des Statistischen Bundesamtes nicht berücksichtigt wurden. Mittlerweile liegen diese auch vor, allerdings sind sie noch mit relativ großer Unsicherheit behaftet. Denn die neue Datenbasis für die Indexreihe der Konsumentenpreise wurde noch nicht vollständig umgesetzt, so dass sich die Veränderungsraten noch ändern können. Erst am 22. Februar erfahren wir, ob die Januarrate in Deutschland weiter gesunken ist. Der vorläufige Wert beträgt 8,7 %.

Die Notenbanken signalisieren, dass ihnen die Trendwende bei den Inflationsraten nicht ausreicht, um den Zinserhöhungszyklus zu beenden. Dies belastet in den nächsten Wochen weiterhin die Rentenmärkte. Die Aktienmärkte fokussieren hingegen – insbesondere in Europa – auf die zu erwartende Konjunkturerholung. Selbst unsere noch vor wenigen Monaten sehr optimistisch wirkenden Einschätzungen wurden inzwischen übertroffen. Wir haben den Verlauf unserer Aktienprognosen angepasst und erwarten nunmehr im Laufe des Jahres historische Höchststände. Das Jahresendziel von 16.000 Punkten beim DAX bleibt jedoch bestehen.

Klarere Aussichten sind der Treiber für die Aktienmärkte. Dann fühlt sich selbst eine Gratwanderung ein bisschen wie eine Familientour an.

Ihre

**Dr. Gertrud R. Traud**

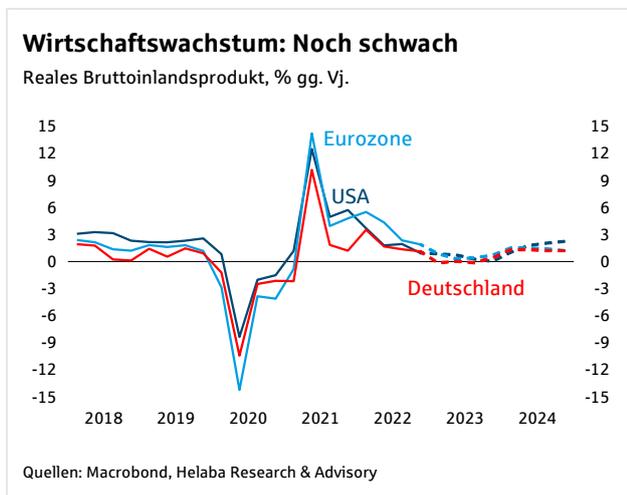
Chefvolkswirtin/Head of Research & Advisory

## Konjunktur: Delle, aber keine Rezession



- Globale Konjunktur trotz derzeit pessimistischen Prognosen und überrascht positiv
- Gegenwind von der restriktiveren Geldpolitik hat aber die maximale Stärke noch nicht erreicht
- In den USA weiter Hängepartie zwischen Rezession und Durchstarten der Wirtschaft
- Deutsches BIP in Q4 nun doch leicht geschrumpft. Erholung ab Frühjahr 2023
- Realeinkommen unter Druck – zinsreagible Branchen wie Bau leiden
- Inflationsraten sinken im Jahresverlauf 2023, bleiben aber im Durchschnitt hoch

Die vielfach extrem in Moll gehaltenen Szenarien für die Weltkonjunktur der letzten Monate stellen sich gerade als übertrieben heraus. Trotz des massiven Energiepreis- und Inflationsschubs 2021/2022 bleiben wichtige Teile der globalen Wirtschaft auf **Wachstumskurs**. Für Euphorie besteht aber kein Anlass. Wie weit die jüngste Abschwächung der Inflation gehen wird, bleibt offen. Daran hängt auch die zentrale Gefahr für die Konjunktur 2023: eine weitergehende Straffung der Geldpolitik. Diese ist vielerorts noch nicht abgeschlossen und ihre stärkste realwirtschaftliche Wirkung liegt wegen der üblichen Verzögerungen noch in der Zukunft. Gleichzeitig spricht die **geopolitische Lage** für schwierige Zeiten – insbesondere im Verhältnis zwischen den USA und China. Aber auch der Streit der EU mit den USA um Klimasubventionen unterstreicht die Unsicherheiten und Risiken für die Weltwirtschaft.



In den **USA** ist weiter unklar, ob die Konjunktur 2023 in eine Rezession fällt – unser Basisszenario – oder sich fangen kann. Schwache Daten zum Dezember wurden nun von positiven Überraschungen zum Januar abgelöst. Wir rechnen weiter für den Jahreschnitt mit einem leichten Plus des realen Bruttoinlandsproduktes von rund 0,5 %.

smü/ Das deutsche **Bruttoinlandsprodukt** ist im vierten Quartal 2022 nach einer Revision des Statistischen Bundesamtes nun doch um 0,2 % geschrumpft. Ursprünglich war eine Stagnation gemeldet worden. Zwar sind noch keine Detailzahlen veröffentlicht; gleichwohl dürften sich zum Jahresende vor allem die Verbraucher

zurückgehalten haben. So sind die Einzelhandelsumsätze im Dezember gegenüber dem Vormonat um 5,3 % eingebrochen. Die Reallohnverluste aufgrund der hohen Inflation wirken sich hier negativ aus.

Immerhin ist sowohl das **GfK Konsumklima** für Februar als auch das **ifo Geschäftsklima** für Januar zum vierten Mal in Folge gestiegen. Dies zeigt, dass Konsumenten und Unternehmen aufgrund zuletzt gesunkener Marktpreise für Energie wieder weniger pessimistisch in die Zukunft schauen. Gas ist mittlerweile günstiger als vor Kriegsbeginn in der Ukraine. Auch die massiven **Hilfsprogramme** der Bundesregierung wirken dem konjunkturellen Abschwung weiter entgegen.

Die **privaten Konsumausgaben** sind nach den ersten Berechnungen 2022 kräftig um 4,6 % gestiegen. Aufgrund der schlechten Einzelhandelsentwicklung im Dezember muss mit einer leichten Abwärtskorrektur gerechnet werden. Grund für die insgesamt positive Entwicklung war der Corona-bedingte Nachholbedarf bei vielen Dienstleistungen. Die verfügbaren Einkommen sind zwar aufgrund der dynamischen Vermögens- und Unternehmenseinkommen um 7,2 % deutlich gestiegen und konnten damit überraschenderweise die Inflation sogar kompensieren. Dies gilt aber nicht für die Masseneinkommen (+4,2 %), also die Nettolöhne und -gehälter inklusive der monetären Sozialleistungen. Der Schub bei den Konsumausgaben ging wesentlich auf das Konto der 2022 um rund 4 Prozentpunkte auf 11,2 % gesunkenen Sparquote.

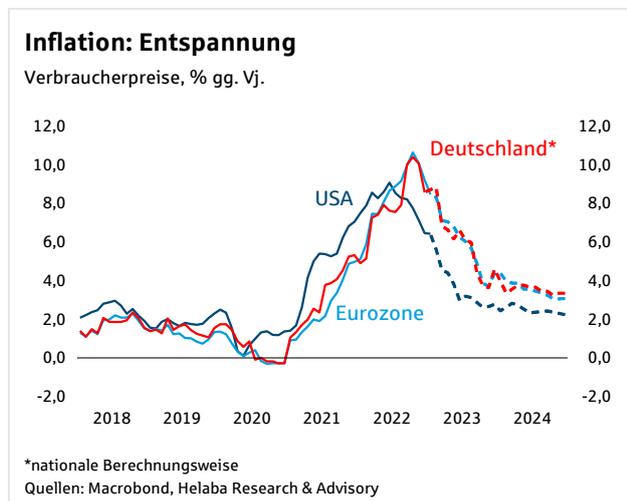
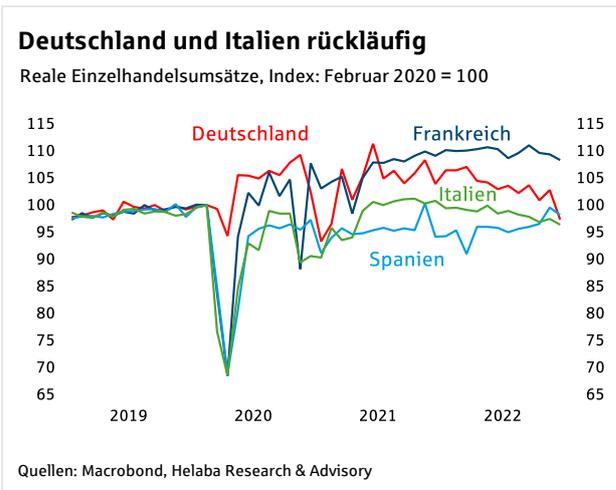
Bruttoinlandsprodukt, real % gg. Vorjahr	2020	2021	2022	2023p	2024p
Deutschland	-4,1	2,6	1,9	0,0	1,3
Eurozone	-6,3	5,3	3,5	0,6	1,4
USA	-2,8	5,9	2,1	0,5	1,8
Welt	-2,9	6,2	3,1	2,4	3,6

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

Für **2023** erwarten wir einen leichten Rückgang der realen Konsumausgaben um 0,5 %. Die Tarifverdienste dürften mit einem Anstieg von knapp 5 % erneut niedriger als die Inflation (6 %) ausfallen. Nach dem Pandemie-bedingt starken Schub der monetären Transfers werden deren Zuwächse zudem niedriger ausfallen. Die Einkommen der Selbstständigen dürften sogar sinken und nennenswerte Impulse von der Sparquote sind nicht mehr zu erwarten, da sie das Vor-Corona-Niveau erreicht hat. 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.

Die **Ausrüstungsinvestitionen** haben 2022 um 2,5 % zugelegt. Für 2023 erwarten wir einen Rückgang in der Größenordnung von 1 %. 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 ebenfalls um schrumpfen. Kapazitätsgrenzen sowie der Mangel an Rohstoffen und Vorprodukten treten zwar in den Hintergrund, gestiegene Baukosten und vor allem höhere Zinsen belasten allerdings die Kalkulation. Die realen Auftragseingänge in der Bauwirtschaft sind deutlich gesunken und es kommt zu Stornierungen. Die **Exporte** sollten sich 2023 allmählich erholen. Impulse gehen u.a. von den USA und der Eurozone aus. Die Beendigung der Null-Covid-Strategie dürfte zudem die Ausfuhren nach China beflügeln. Der Wachstumsbeitrag des Außenhandels war im vergangenen Jahr negativ. Hier ist mit einer Verbesserung zu rechnen.

Wichtige Länder der **Eurozone** wie Frankreich zeigen sich aktuell resilienter gegenüber der Krise. So profitieren vor allem Italien und Spanien von den umfangreichen europäischen Transfers.



Die **deutsche Inflationsrate** betrug im Januar 8,7 %. Ein Vergleich mit den Vormonaten ist zurzeit nicht möglich, da die Vormonatswerte erst am 22. Februar auf 2020 umbasiert werden. Im Januar mussten die Verbraucher wieder den Gasabschlag übernehmen. Die Inflation der **Eurozone** sank von 9,2 % auf 8,5 % zu Jahresbeginn. Der Trend dürfte 2023 nach unten weisen. Die Preisbremsen für Gas und Strom werden neben den wieder höheren Euro-Notierungen hierzu beitragen. Auch die schwächere Konsumkonjunktur erschwert die Überwälzung von Kosten. Die Preise für wichtige Nahrungsmittel sind zuletzt gesenkt worden. Trotzdem muss aufgrund des hohen Ausgangsniveaus für 2023 mit einer Inflationsrate von jahresdurchschnittlich 6 % in Deutschland in der Eurozone gerechnet werden. Selbst 2024 dürfte diese mit 3,5 % deutlich über dem von der EZB gewünschtem Niveau liegen.

In den **USA** ruhen die Augen der Notenbank nun auf den weiter deutlich steigenden Dienstleistungspreisen und damit indirekt auf der Lage am Arbeitsmarkt. Im Jahres-schnitt dürften die Verbraucherpreise um 3,7 % zulegen, wobei die Kernrate mit über 4 % noch etwas höher ausfallen sollte. Das Inflationsziel der Fed wird wohl erst 2024 erreicht.

Verbraucherpreise, % gg. Vorjahr	2020	2021	2022	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

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

## Geldpolitik: Notenbanken auf der Schlussgeraden



- Erwartungsgemäß hat die EZB ihre Leitzinsen im Februar um 50 Basispunkte angehoben
- Im März wird sie nochmals 50 Basispunkte nachlegen
- Im kommenden Monat wird zusätzlich mit dem Abbau der Wertpapierbestände begonnen
- Zur Jahresmitte dürfte der Einlagensatz bei 3,0 %, der Finanzierungssatz bei 3,5 % liegen
- Die US-Notenbank nähert sich dem Ende des Zinszyklus bei rund 5 %
- Prognoserisiken zum US-Zinspfad sind derzeit weitgehend ausgeglichen

uk/ Im März wird der EZB-Rat neben der Zinsanhebung auch den weiteren geldpolitischen Kurs diskutieren und kommunizieren. Werden, wie von den Falken gefordert, weitere Zinsschritte angekündigt? Möglicherweise wird im EZB-Rat wie schon im Dezember auf einen Kompromiss hingearbeitet. Damals wurde der von einigen Mitgliedern geforderte zweite große Zinsschritt von 75 Basispunkten vermieden und auf 50 Basispunkte umgestellt. Im Gegenzug gab es eine Garantie, diesen Weg länger durchzuhalten. So könnte der weitere Ausgleich aussehen: Die EZB hält bis zur März-Sitzung Kurs, um Entschlossenheit zu demonstrieren und größtmögliche geldpolitische **Wirkung** zu entfalten. Dies würde auch die Quasi-Zinsanhebung um insgesamt einen Prozentpunkt durch die offensive März-Ankündigung erklären.

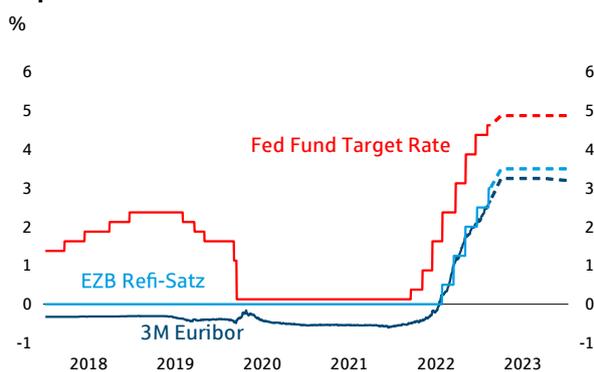
Im Gegenzug könnte der Zinserhöhungskurs dann beendet werden, bevor aus Sicht der Tauben die Risiken überwiegen. Dafür spricht zumindest der Rückgang der Risikoaufschläge für 10-jährige italienische Staatsanleihen zeitgleich mit dem jüngsten Zinsentscheid. Für eine Fortsetzung des Straffungskurses spricht allerdings die angesichts der Umstände vergleichsweise robuste Konjunktur im Euroraum.

### Anleger sind bislang relativ gelassen



\*10-jährige Staatsanleihen  
Quellen: Refinitiv, Helaba Research & Advisory

### Top bald erreicht



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

pf/ In den USA hat die **Fed** den Leitzinskorridor Anfang Februar wie erwartet um 25 Basispunkte auf 4,5 % bis 4,75 % angehoben. Damit rückt unser Prognosewert für den Zinsgipfel von rund 5 % in greifbare Nähe, der wohl auf der nächsten FOMC-Sitzung im März erreicht wird. Wir gehen weiter davon aus, dass die Fed danach in einen Warte-Modus wechseln wird.

Die derzeit sehr undurchsichtige Lage – manche Indikatoren sprechen klar für eine Rezession, manche für ein Durchstarten der US-Konjunktur – erschwert der Fed ihren Job. Die Entscheidung, wann die Geldpolitik genug gestrafft wurde, um die Inflation ausreichend einzudämmen, ist äußerst schwierig. Hatten zunächst positive Überraschungen von der Inflationsfront die Markterwartungen für den Leitzins gedrückt, wirkten

die sehr robusten Arbeitsmarktzahlen zuletzt in die entgegengesetzte Richtung. Selbst in unserem Basisszenario einer milden Rezession 2023 gehen wir nicht davon aus, dass die US-Notenbank die Leitzinsen schon im laufenden Jahr wieder senkt. Dafür müsste sich die Kontraktion entweder als deutlich schärfer erweisen – oder die Inflationsrate wie ein Stein fallen.

%	aktuell*	Q1/23	Q2/23	Q3/23	Q4/23
3M Euribor	2,68	3,25	3,25	3,25	3,20
EZB Refi-Satz	3,00	3,50	3,50	3,50	3,50
Fed Funds Rate	4,63	4,88	4,88	4,88	4,88

\* 15.02.2023  
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

## Staatsanleihen: Unter Druck



- Die Volatilität bei Renten bleibt vorerst hoch
- Unsicherheiten über Notenbankentscheidungen setzen Staatsanleihen unter Druck
- Hinzu kommen Unsicherheiten in Verbindung mit dem Abbau der EZB-Wertpapierbestände
- Rendite 10-jähriger Bunds dürfte Mitte 2023 bei 2,7 % notieren
- Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen wird vermutlich Mitte nächsten Jahres bei rund 4 % stehen
- Im zweiten Halbjahr dürfte sich die Lage wieder etwas entspannen

uk/ Offensichtlich müssen die Anleger auch in diesem Jahr mit hohen **Renditeschwankungen** zurechtkommen: Fielen die Renditen 10-jähriger Bundesanleihen Anfang Februar noch auf rund 2 %, so sind sie inzwischen wieder auf über 2,4 % geklettert. Ein wesentlicher Grund hierfür ist die derzeit schwierige Einschätzung des **geldpolitischen Kurses** diesseits und jenseits des Atlantiks. Besonders hoch ist die Unsicherheit derzeit in den **USA**, insbesondere nach den zuletzt robusten Arbeitsmarktzahlen. Entsprechend ausgeprägt waren zuletzt die Bewegungen an den **US-Terminmärkten**. Der 3M-Geldmarktsatz auf Sicht von 12 Monaten lag im Januar zeitweise bei rund 4 % und nähert sich aktuell wieder der 5 %-Marke. Die Bewegungen beim Euro-Pendant sind zwar schwächer, aber auch hier hat sich zuletzt ein Aufwärtstrend herausgebildet.

Die **inversen Zinsstrukturkurven** im Euroraum und in den USA signalisieren zwar, dass die Investoren nicht mit dauerhaft höheren Leitzinsen rechnen. Allerdings scheinen die Zweifel an diesen optimistischen Einschätzungen eher zuzunehmen. Das Umfeld für Staatsanleihen bleibt daher schwierig, tendenziell ist mit weiteren **Kursverlusten** zu rechnen. Bis zur Jahresmitte könnten die Renditen 10-jähriger US-Treasuries auf 4 % und die der Bundesanleihen auf 2,7 % steigen.



Im März beginnt die EZB mit dem Abbau des in den letzten drei Jahren enorm angewachsenen **Anleiheportfolios**, das maßgeblich zu den niedrigen Kapitalmarktzinsen beigetragen hat. Rund 41 % aller ausstehenden Staatsanleihen im Euroraum befinden sich im Wertpapierportfolio der EZB, was einem Volumen von über 4 Billionen Euro entspricht. Monatlich werden auslaufende Anleihen im Wert von **15 Mrd. Euro** nicht mehr durch neue ersetzt.

Rechnerisch ergibt sich daraus ein Zeitraum von etwa 23 Jahren, bis die EZB ihre Position geräumt hat. Natürlich kann sie den Ausstieg jederzeit beschleunigen. Sie wird dies vierteljährlich überprüfen. Im Krisenfall könnte sie aber auch schnell umschwenken und Euro-

Staatsanleihen kaufen. Das im Juli 2022 neu eingeführte **Transmission Protection Instrument (TPI)** gibt der EZB genau diese Möglichkeit, auch in einer Zinserhöhungsphase. Dies trägt insgesamt dazu bei, die Renditeaufschläge im Euroraum niedrig zu halten. Bundesanleihen profitieren davon allerdings nicht.

%	aktuell*	Q1/23	Q2/23	Q3/23	Q4/23
10j. Bundesanl.	2,48	2,60	2,70	2,50	2,30
10j. US-Treasuries	3,80	3,90	4,00	3,90	3,70

\* 15.02.2023  
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

## Aktien: DAX nimmt Höchststände ins Visier



- Aktien setzten rund um den Globus ihren Aufwärtstrend fort
- Der Helaba-BEST-Indikator ist im neutralen Bereich. Empfehlung: Gewinne laufen lassen!
- DAX ist derzeit fair bewertet. Es besteht somit noch Raum für eine Bewertungsexpansion
- Konjunkturstimung hat gedreht, Rezessionsängste bilden sich zunehmend zurück
- Trotz oder gerade wegen der dynamischen Kurserholung bleiben Anleger eher zurückhaltend
- Technikindikator erreicht oberen Rand des neutralen Bereichs, was für diese Phase normal ist

mr/ Aktien rund um den Globus setzten ihren Aufwärtstrend fort. Zwar ist die Nachrichtenlage weiterhin durchwachsen, insgesamt zeigt sich aber in den großen Industrieländern, dass die Konjunkturdaten zunehmend positiv überraschen, während die Inflationsdaten immer weniger die Erwartungen übertreffen. Für Aktien ist dies eine gute Nachricht.



Mit Blick auf die ausgesprochen positive Performance von DAX und EURO STOXX 50 fragt sich allerdings mancher Marktteilnehmer, ob inzwischen nicht schon wieder zu viel Positives vorweggenommen wurde. Selbst unsere noch vor wenigen Monaten sehr optimistisch wirkenden Prognosen wurden inzwischen übertroffen. Wir haben den Verlauf unserer Aktienprognosen angepasst, das Jahresendziel von 16.000 Punkten beim DAX bleibt jedoch bestehen.

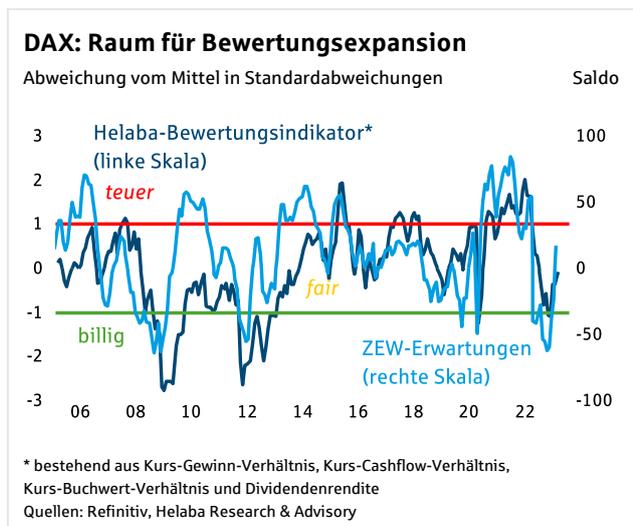
Zur Begründung: Aktuell befindet sich der **Helaba-BEST-Indikator** für den DAX **im neutralen Bereich**. Die sich daraus ergebende Handlungsempfehlung lautet: **Gewinne laufen lassen!**

Indexpunkte	aktuell*	Q1/23	Q2/23	Q3/23	Q4/23
DAX	15.506	15.500	16.000	16.500	16.000
Euro Stoxx 50	4.280	4.250	4.350	4.450	4.350
S&P 500	4.148	4.100	4.200	4.300	4.200

\* 15.02.2023  
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Der **DAX ist derzeit fair bewertet**. Auf Basis der wichtigsten Kennziffern bewegt er sich in der Mitte des langfristigen Normalbandes (oberer Rand derzeit bei mehr als 17.000 Punkten). Bei einer weiteren Verbesserung der Wachstumsperspektiven besteht somit noch Raum für eine Bewertungsexpansion. Die **Konjunkturstimung** hat

gedreht, die Erwartungskomponenten der Frühindikatoren sind zum wiederholten Male gestiegen. Wir befinden uns allerdings erst am Beginn einer konjunkturellen Erholung.



Trotz oder gerade wegen der dynamischen Kurserholung bleiben Anleger eher zurückhaltend. Der Teilindikator **Anlegerstimung** bewegt sich **im neutralen Bereich**. Dies birgt auf Sicht der kommenden Monate weiteres Nachfragepotenzial, auch wenn der Liquiditätsentzug durch die **Notenbanken** eine Belastung darstellt. Auch die deutlich gestiegenen Renditen bei Staatsanleihen sorgen für eine gewisse Konkurrenzsituation.

Schließlich noch ein Blick auf die **technische Komponente** des Helaba-BEST-Indikators: Der Technikindikator erreicht den **oberen Rand des neutralen Bereichs**.

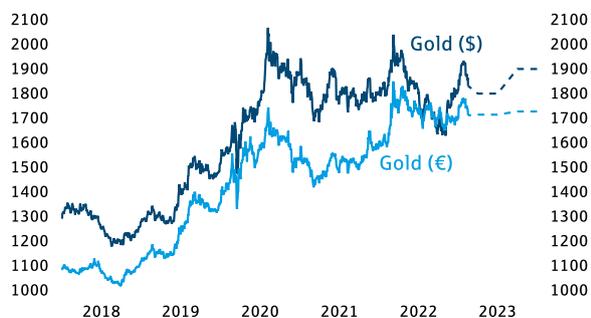
Für die frühe Phase eines Bullenmarktes ist dies allerdings ganz normal, da die Kurse am unteren Wendepunkt ausgesprochen dynamisch anziehen und die 200-Tage-Linie per definitionem sehr träge reagiert.

## Gold: Geldpolitische Erwartungen stehen einem Anstieg im Wege



- Gold nach starkem Jahresauftakt mit Rückprall unter 1.900 US-Dollar je Feinunze
- Überzogene Zinssenkungserwartungen der Anleger an US-Notenbank teilweise korrigiert
- Geldpolitische Ausrichtung und Kommunikation insbesondere der Fed weiterhin maßgeblich
- Realzins signalisiert weiteren Korrekturbedarf beim Goldpreis

### Gold korrigiert starken Jahresauftakt



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

cw/ Gold befindet sich nach einem starken Jahresauftakt im Korrekturmodus. Von den kräftigen Zugewinnen sowohl in Dollar- als auch in Eurorechnung ist nicht mehr viel übriggeblieben. So ist der Preis für eine Feinunze Gold wieder unter die Marke von 1.900 US-Dollar gefallen. Auf Monatssicht hat das Edelmetall gut 2,5 % in Dollar bzw. gut 1,5 % in Euro verloren. Verantwortlich für diesen Rückprall war letztlich eine **Korrektur der geldpolitischen Erwartungen**. So waren Anleger nach einem äußerst robusten US-Arbeitsmarktbericht gezwungen, ihre Spekulationen einer baldigen Zinssenkung der Fed zu hinterfragen. Darüber hinaus warnten Vertreter beider Notenbanken davor, zu früh auf eine Zinsumkehr zu wetten.

Damit setzte die Aussicht auf weiter steigende Zinsen dem zinslosen Gold zu. Insgesamt dürfte die **Korrekturphase** bei Gold erst einmal **anhalten**, zumal ein nun festerer Realzins ebenso Rückschlaggefahren für Gold erkennen lässt. Das Edelmetall dürfte in den kommenden Wochen um 1.800 US-Dollar je Feinunze schwanken.

Preis / Feinunze	aktuell*	Q1/23	Q2/23	Q3/23	Q4/23
Gold in Euro	1.718	1.714	1.714	1.727	1.727
Gold in US-Dollar	1.836	1.800	1.800	1.900	1.900

\* 15.02.2023 Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

## Rohöl: Zwischen Bangen und Hoffen



- Seitwärts seit Dezember – Kürzung russischer Produktion ab März sorgt nicht für Ausbruch
- China: Ölnachfrage könnte nach Ende der Covid-Beschränkungen wieder zunehmen
- USA geben weitere Teile der Strategischen Rohölreserven frei
- Auffüllung der US-Rohölreserve dürfte zukünftig Markt unterstützen

### Ölpreis: Seitwärts seit Jahresanfang

USD/Barrel



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

ru/ Der Brentpreis pendelt zwischen 77 und 89 US-Dollar je Barrel. Argumente für steigende und nachgebende Notierungen halten sich die Waage. Zum einen sind die konjunkturellen Perspektiven der Industrie noch getrübt und die **Notenbanken auf Straffungskurs**. Zum anderen haben sich Stimmungswerte abseits davon teilweise kräftig erholt und in China besteht nach dem Ende der Null-Covid-Politik Hoffnung auf eine höhere Nachfrage. Mit einer solideren Konjunktur würden aber die Notenbanken ihren restriktiveren Kurs verlängern müssen, weshalb aktuell eine erhöhte Verunsicherung besteht. Unterstützend hatte zuletzt gewirkt, dass **Russland** seine Produktion im März einseitig um 500 Tsd. Barrel/Tag kürzen will. Beruhigend wirkte hingegen die Ankündigung, nochmals Teile der **US-Ölreserven** freizugeben. Die Perspektive einer Wiederauffüllung

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

\* 15.02.2023 Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

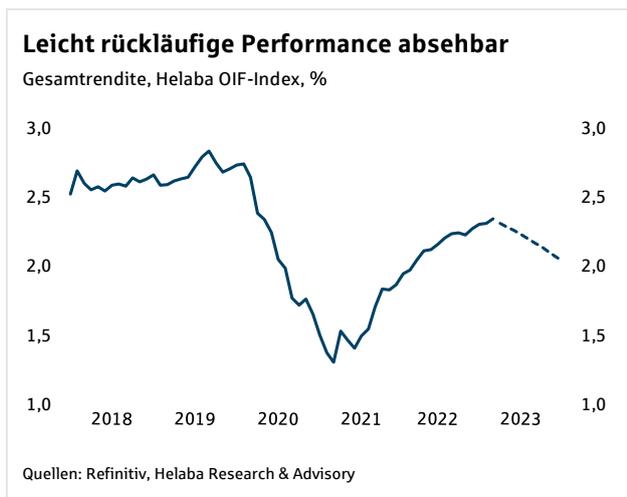
der strategischen Reserve wird den Markt mittelfristig stützen, sodass der Tiefpunkt der Preisentwicklung im Verlauf des ersten Quartals erreicht sein dürfte.

## Immobilien: Aussichten für Fondsperformance leicht getrübt



- Jahresperformance offener Immobilienfonds zu Monatsbeginn bei 2,3 %
- Mittelaufkommen 2022 mit 5 Mrd. Euro um 35 % unter dem Vorjahresergebnis
- Geringere relative Attraktivität der Assetklasse Immobilie spricht für weiter sinkende Zuflüsse
- Stärkere Preisrückgänge im gewerblichen Bereich und bei Wohnimmobilien als bisher erwartet
- Offene Fonds reagieren verzögert auf Preisrückgänge; Mieteinnahmen, Bewertungsreserven sowie Verzinsung liquider Mittel stabilisieren, so dass Performance 2023 nur leicht getrübt ist

smi/ Die Performance **offener Immobilienfonds (OIF)**, gemessen am „Helaba OIF-Index“, lag Anfang Februar unverändert bei 2,3 %. Während dieses Ergebnis in Zeiten niedriger oder sogar negativer Zinsen am Rentenmarkt für viele Investoren auskömmlich erschien, ist der Abstand zur Rendite 10-jähriger Bundesanleihen inzwischen verschwunden. Damit ist auch die **relative Attraktivität** der Anlageklasse Immobilien gegenüber festverzinslichen Kapitalanlagen gesunken.



Dies spiegelt das im vergangenen Jahr deutlich **gesunkene Nettomittelaufkommen** der offenen Immobilienfonds in Deutschland wider. Immerhin lag das Nettomittelaufkommen im Gesamtjahr mit rund 5 Mrd. Euro noch über dem Durchschnitt der letzten 20 Jahre von 4 Mrd. Euro. Im Vorjahresvergleich ergibt sich ein Minus von 35 %. Die im Jahresverlauf rückläufigen Zuflüsse sprechen auch für 2023 für ein nochmals niedrigeres Vertriebsergebnis dieser Fondskategorie.

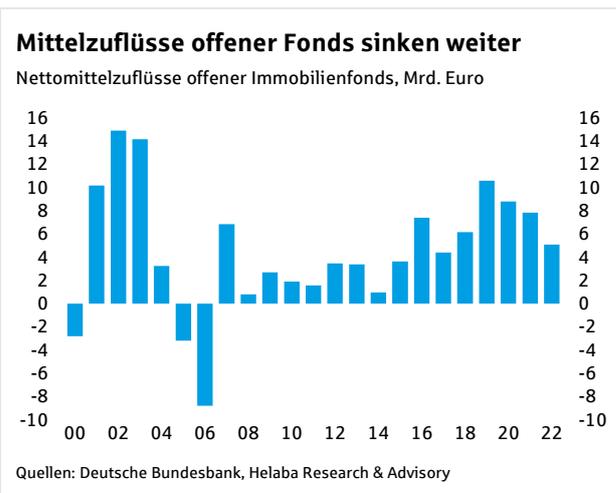
Dies spiegelt das im vergangenen Jahr deutlich **gesunkene Nettomittelaufkommen** der offenen Immobilienfonds in Deutschland wider. Immerhin lag das Nettomittelaufkommen im Gesamtjahr mit rund 5 Mrd. Euro noch über dem Durchschnitt der letzten 20 Jahre von 4 Mrd. Euro. Im Vorjahresvergleich ergibt sich ein Minus von 35 %. Die im Jahresverlauf rückläufigen Zuflüsse sprechen auch für 2023 für ein nochmals niedrigeres Vertriebsergebnis dieser Fondskategorie.

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

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

Bei den offenen Fonds rechnen wir für das laufende Jahr mit einer **leichten Abschwächung der Performance** in Richtung von 2 %. Die jüngsten Immobilienpreisdaten des Pfandbriefverbands vdp für das Schlussquartal 2022 deuten auf einen beschleunigten Abwärtstrend. Daher erwarten wir nun für 2023 stärkere Preisrückgänge bei deutschen Wohnimmobilien und vor allem bei gewerblichen Immobilien. Auch in wichtigen ausländischen Investitionszielen der Fonds zeigen derzeit die Preissignale klar nach unten.

Von den gestiegenen Finanzierungskosten sind aber offene Fonds weniger stark betroffen, da die Fremdkapitalquoten nicht hoch sind und die **Liquidität** nun wieder einen positiven Performancebeitrag leisten kann. Im dominierenden Bürosektor entwickeln sich zudem die **Mieten** in guten Lagen meist noch positiv, so dass der Cash-Flow stabilisiert. Zwar sind in den kommenden Monaten bei einzelnen Objekten in den Portfolien **Abwertungen** wahrscheinlich. Aufgrund der besonderen Bewertung der Fondsanteile nicht an der Börse, sondern durch Sachverständige dürfte sich dies erst mit Verzögerung in den Anteilsscheinen widerspiegeln. Auch gehen wir davon aus, dass nach einer Reihe von Jahren mit hohen Wertsteigerungen noch einige **Bewertungsreserven** in den Fonds bestehen. Alles in allem wird sich gerade im schwierigerem Umfeld die hohe regionale und sektorale **Diversifikation** der offenen Immobilienpublikumsfonds bewähren.



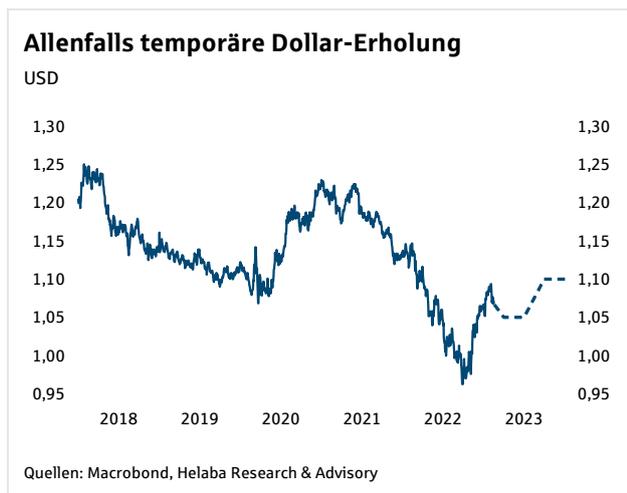
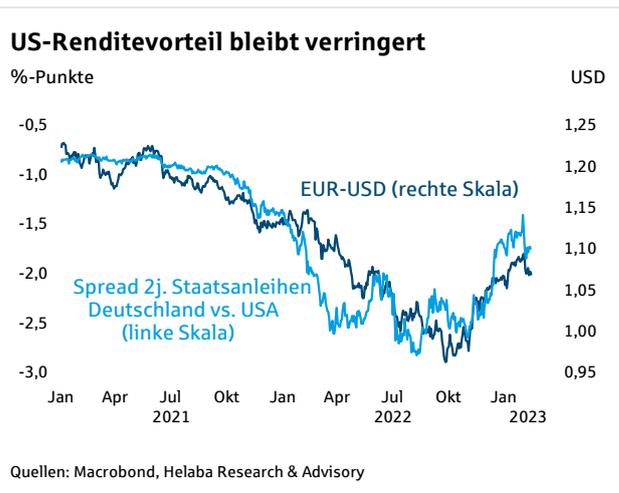
## Devisen: Dollar-Erhölung keine neuerliche Trendwende



- US-Dollar wertete aufgrund robuster Konjunkturdaten und höherer Zinserwartungen wieder auf
- Dollar-Aufschwung bleibt begrenzt, da US-Wirtschaft ein Abschwung droht
- Freundlichere Entwicklung in der Eurozone spricht für höheren Euro-Dollar-Kurs
- Britisches Pfund sollte Schwäche überwinden, da Bank of England noch nachlegen muss
- Schweizer Franken wird wegen des Zinsnachteils wohl gegenüber Euro abwerten
- Japanischer Yen dürfte mittel-, aber nicht kurzfristig aufgrund der geänderten Geldpolitik zulegen

ca/ Der **US-Dollar** sendete Lebenszeichen. Nach mehreren Monaten mit signifikanten Verlusten wertete der Greenback in den letzten Wochen auf. Dabei hatte der Euro-Dollar-Kurs zunächst noch im Anschluss an die Fed-Sitzung die Marke von 1,10 überwunden. Aber vor allem dank **überraschend robuster US-Konjunkturdaten** – Arbeitsmarkt und ISM-Index – nahmen die Zinserhöhungserwartungen in den USA zu, wovon die Währung profitierte. Der Euro-Dollar-Kurs rutschte unter 1,07. Kann der Greenback sogar seinen alten Höhenflug wiederaufnehmen, der ihn bis in den Herbst 2022 auf langjährige Gipfel getragen hatte?

Ein sich abzeichnendes Ende der Zinsanhebungen begründete vor allem den Dollar-Rückgang; zudem stellte die EZB mehr Zinsschritte in Aussicht. Falls die **Fed doch noch deutlich mehr erhöhen** würde, sollte sich der US-Renditevorteil ausweiten und die US-Währung damit attraktiver werden. Freundlichere Konjunkturdaten und/oder höhere Inflationszahlen könnten Spekulationen auf weitere Zinserhöhungen auslösen. Ein **temporärer Schub für den Greenback** ist durchaus möglich, zumal die EZB nach der mutmaßlichen Anhebung im März wohl erst einmal abwartet. Auch könnte an den Finanzmärkten zeitweise wieder mehr Nervosität aufkommen: Geopolitische Risiken bestehen fort, was den Dollar begünstigen würde. Zudem war der Euro-Dollar-Kurs aus technischer Sicht kurzfristig überkauft.



Dennoch spricht nicht so viel für einen kräftigen Schub der US-Währung. Trotz zuletzt besserer Daten dürfte sich die konjunkturelle Lage in den USA in den nächsten Monaten deutlich verschlechtern. Damit werden vermutlich auch die **Zinserhöhungsspekulationen enden**. Der US-Renditevorteil bleibt letztlich verringert, zumal die EZB keinen neuerlichen Kurswechsel einlegen wird. Schließlich stellt sich die Situation in der Eurozone bei weitem nicht so schlecht dar, wie noch im Herbst befürchtet, als der Euro unter der Parität lag.

Die Energie-, d.h. vor allem die Gaspreise, sind drastisch gesunken – von Mangellage kann keine Rede sein. Dies belastet die Wirtschaft eindeutig weniger, zumindest die Eurozone scheint eine Rezession zu

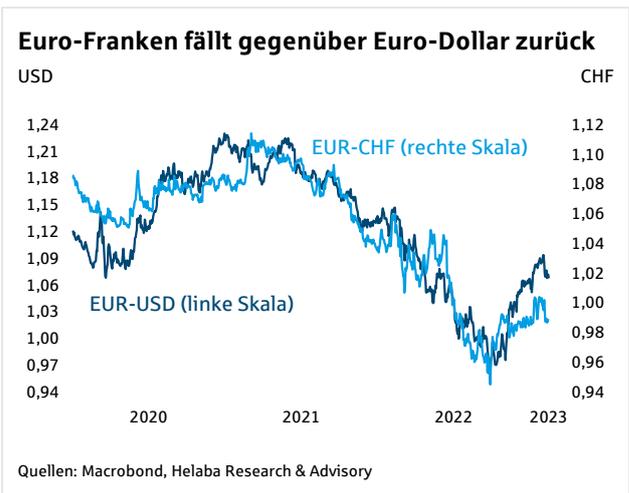
vermeiden. Die **europäischen Konjunkturindikatoren überraschten viel positiver** als in den USA. Mittelfristig sollte sich die konjunkturelle Lage in Europa aufhellen, so dass eine große Fluchtwelle in den sicheren Anlagehaften Dollar unwahrscheinlich bleibt. Außerdem ist der Greenback trotz der Verluste aus langfristiger Perspektive – Kaufkraftparitäten – nach wie vor sehr teuer. Die US-Währung wird deshalb wohl allenfalls zeitweise etwas zulegen können. Gegen Jahresende dürfte **der Euro-Dollar-Kurs um 1,10** notieren.

Das **Britische Pfund** tendierte zuletzt etwas leichter, konnte aber immerhin deutlichere Verluste wieder wettmachen. Die Bank of England erhöhte den Leitzins zwar um 50 Basispunkte auf 4,0 %, zeigte sich jedoch zögerlich hinsichtlich weiterer Schritte. Insbesondere sind ihre **Wachstumsprojektionen recht pessimistisch**. Die britische Wirtschaft stagnierte im Schlussquartal 2022, eine Rezession wird kaum zu vermeiden sein. Allerdings fällt der Rückgang wohl milder aus als befürchtet.

Umgekehrt ist das Inflationsproblem trotz eines Rückgangs weiter akut. Mit einer Rate von 10,1 % im Januar steigen die Preis stärker als in der Eurozone oder in den USA. Außerdem ist der Arbeitsmarkt weiter erstaunlich robust. Das sich beschleunigende **Lohnwachstum deutet auf größere Inflationsrisiken** hin. Vermutlich muss die britische Notenbank doch noch etwas mehr anheben. Entsprechend sollte sich der Zinsvorteil des Pfunds gegenüber dem Euro leicht ausweiten, was das Pfund begünstigen würde. Zudem wird sich wohl die britische Konjunktur im Verlauf des Jahres wieder fangen. Ende 2023 dürfte der **Euro-Pfund-Kurs daher mit 0,85** etwas niedriger notieren.

Der **Schweizer Franken** konnte geringfügig zulegen. Der Euro-Franken-Kurs rutschte wieder unter die Parität und spiegelte einmal mehr die Entwicklung des Euro-Dollar-Kurses wider. Gleichwohl hinkt der Euro-Franken-Kurs im Vergleich weiter hinterher. Angesichts einer jüngst gestiegenen Inflation wird die Schweizer Notenbank (SNB) den Leitzins noch etwas anheben. Allerdings weisen Schweizer Anleihen einen

**erheblichen Renditenachteil gegenüber dem Euro** auf. Auch die höhere Risikoneigung an den Finanzmärkten legt eine eher schwächere Schweizer Fluchtwährung nahe. Womöglich baut die SNB Devisenreserven ab. Kurzfristig kann ein robusterer Franken zwar nicht ausgeschlossen werden, mittelfristig deutet jedoch mehr auf einen höheren Euro-Franken-Kurs.



Der **Japanische Yen** war zuletzt der klare Verlierer am Devisenmarkt, nachdem er zuvor sogar noch deutlich aufgewertet hatte. International haben die Anleiherenden ihre Konsolidierung beendet und zogen wieder an. Entsprechend wuchs der Zinsnachteil des Yen. Außerdem wurden Erwartungen auf eine zügige **Abkehr von der Zinskurvensteuerung enttäuscht**. Die Bank of Japan behielt ihre Politik zuletzt bei, nachdem sie im Dezember die Renditebandbreite angehoben hatte.

Nun nominierte die Regierung – überraschend – **Kazuo Ueda als neuen Notenbankchef**. Dies ist zumindest kein Signal eines geldpolitischen „Weiter so“, aber lässt umgekehrt auch nicht direkt auf einen Kurswechsel schließen. Zuletzt kletterte selbst in Japan die Inflation auf 4 %. Zwar wird die Rate dank staatlicher

Eingriffe wieder zurückgehen. Dennoch scheint eine allzu lockere Geldpolitik kaum noch angemessen zu sein. Daher wird in den nächsten Monaten die Zinskurvensteuerung entfallen oder der Zielwert angehoben. Davon sollte der Yen profitieren, da sich dessen Renditenachteil dann wieder verringert. In der kurzen Frist könnte Japans Währung gegenüber Dollar und Euro durchaus noch etwas nachgeben. Mittelfristig dürfte **der Yen aber aufwerten**, insbesondere gegenüber dem US-Dollar, zumal der Renditeanstieg dort nachlassen wird.

gg. Euro	aktuell*	Q1/23	Q2/23	Q3/23	Q4/23
US-Dollar	1,07	1,05	1,05	1,10	1,10
Jap. Yen	143	145	142	142	140
Brit. Pfund	0,89	0,88	0,87	0,85	0,85
Schw. Franken	0,99	1,00	1,02	1,04	1,05

\* 15.02.2023  
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

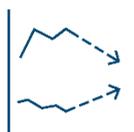


## Prognosetabelle BIP und Inflation

	Bruttoinlandsprodukt				Verbraucherpreise			
	reale Veränderung gg. Vorjahr, %				Veränderung gg. Vorjahr, %			
	2021	2022s	2023p	2024p	2021	2022	2023p	2024p
Eurozone	5,3	3,5	0,6	1,4	2,6	8,4	6,0	3,5
Deutschland	2,6	1,9	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	3,9	0,7	1,7	1,9	8,7	6,9	3,5
Spanien	5,5	5,5	1,0	2,0	3,0	8,3	3,7	3,5
Niederlande	4,9	4,3	-0,3	1,9	2,8	11,6	10,0	5,0
Österreich	4,7	4,8	0,4	1,5	2,8	8,6	6,5	3,3
Schweden	4,8	2,4	-0,8	1,4	2,2	8,4	8,8	2,8
Polen	6,7	4,9	0,5	3,0	5,1	14,4	13,5	5,0
Tschechien	3,5	2,5	-0,5	2,7	3,8	15,1	11,0	2,5
Ungarn	7,1	4,6	0,2	3,6	5,1	14,5	17,2	4,3
Großbritannien	7,6	4,0	-0,5	1,5	2,6	9,1	6,5	3,7
Schweiz	4,2	2,0	0,5	1,6	0,6	2,8	2,0	1,3
USA	5,9	2,1	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	2,2	1,2
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	6,5	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
<b>Zinsen</b>	Basispunkte		%				
EZB Refi-Satz	50	50	3,00	3,50	3,50	3,50	3,50
EZB Einlagenzins	50	50	2,50	3,00	3,00	3,00	3,00
Tagesgeldsatz €STR	52	50	2,41	2,95	3,00	3,00	3,00
3M Euribor	55	29	2,68	3,25	3,25	3,25	3,20
6M Euribor	47	31	3,17	3,35	3,30	3,30	3,25
2j. Bundesanleihen	12	36	2,88	2,80	2,80	2,50	2,30
5j. Bundesanleihen	-5	41	2,53	2,75	2,75	2,50	2,30
10j. Bundesanleihen	-10	41	2,48	2,60	2,70	2,50	2,30
2j. Swapsatz	11	37	3,50	3,65	3,55	3,25	3,00
5j. Swapsatz	-13	38	3,11	3,45	3,45	3,20	3,00
10j. Swapsatz	-19	37	3,02	3,25	3,35	3,15	3,00
20j. Swapsatz	-9	38	2,84	2,60	2,80	2,85	2,75
30j. Swapsatz	-3	39	2,50	2,65	2,85	2,75	2,70
Fed Funds Target Rate	25	25	4,63	4,88	4,88	4,88	4,88
10j. US-Treasuries	-7	41	3,80	3,90	4,00	3,90	3,70
<b>Aktien</b>	Landeswährung, %						
DAX	11,4	3,9	15.506	15.500	16.000	16.500	16.000
Euro Stoxx 50	12,8	4,5	4.280	4.250	4.350	4.450	4.350
Dow Jones	3,0	3,3	34.128	34.000	34.500	35.500	34.500
S&P 500	8,0	6,4	4.148	4.100	4.200	4.300	4.200
Nikkei 225	5,4	4,2	27.502	27.500	28.500	29.000	28.500
<b>Gold und Brentöl</b>	%						
Gold €/Unze	0,8	-3,7	1.718	1.714	1.714	1.727	1.727
Gold \$/Unze	0,7	-5,0	1.836	1.800	1.800	1.900	1.900
Brentöl \$/Barrel	-0,6	-0,9	85	78	83	87	89
<b>Devisen</b>	jeweils gg. Euro, %		jeweils gg. Euro				
US-Dollar	0,1	1,3	1,07	1,05	1,05	1,10	1,10
Japanischer Yen	-2,1	-3,0	143	145	142	142	140
Britisches Pfund	-0,3	-1,6	0,89	0,88	0,87	0,85	0,85
Schweizer Franken	0,2	0,5	0,99	1,00	1,02	1,04	1,05

\* 19.01.2023 \*\* 15.02.2023

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  
Dr. Stefan Mütze

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/>