



## Negativszenario: Absturz (30 %)

Bei einer Gratwanderung über unbekanntes Terrain und mit minimaler Sichtweite ist ein Absturz ein stets gegenwärtiges Risiko. Dass das Stolpern im Basisszenario nicht der schlechtmöglichste Ausgang dieser Bergwanderung ist, liegt auf der Hand. Selten waren die Gefahren am Wegesrand so groß wie 2023. Vieles, aber nicht alles, hängt dabei mit der geopolitischen Lage und der Energieversorgung zusammen. Inflation ist im Negativszenario mehr ein Thema als sonst.

Der Auslöser für den konjunkturellen Absturz kann wie so oft aus vielen Richtungen kommen, darunter völlig unerwarteten. Für 2023 steht insbesondere eine **geopolitische Eskalation** im Fokus. Auch ohne militärische „worst-case“-Annahmen droht sich der Ukraine-Konflikt zu intensivieren, mit entsprechenden Auswirkungen auf Finanzmärkte und Wirtschaftsstimmung bei uns. Die Schwierigkeiten der Industriestaaten, sich kurzfristig von der russischen Wirtschaft abzunabeln, unterstreichen zudem die ungleich größeren Probleme, die drohen, wenn ein zunehmend aggressives **China** einen ähnlichen außenpolitischen Kurs einschlagen würde.

Selbst die **Pandemie** und ihre Nachwirkungen bleiben potenzielle Belastungsfaktoren: Höhere Krankheitsstände können die Konjunktur bremsen, auch wenn es keine Lockdowns mehr gibt. Die Lieferkettenprobleme und anderen Angebotsengpässe erweisen sich als zäher als gedacht. Der Zinsschock 2022 und der starke Dollar sind darüber hinaus **Ingredienzien für eine Schwellenländerkrise** – wobei im aktuellen Umfeld Rohstoffexporteure und Abnehmer von billigen russischen Rohstoffen besser dastehen als Rohstoffimporteure, die am Embargo teilnehmen.

### Einstieg in die Deindustrialisierung?

Eine Gasmangellage ist gerade für die deutsche Industrie eine kritische Bedrohung, obwohl die unmittelbaren Preiseffekte wohl durch umfangreiche staatliche Eingriffe gedämpft würden. Produktionseinstellungen wegen Energierationierung und ein Verlust an Wettbewerbsfähigkeit führen insbesondere in energieintensiven Branchen teilweise zur Abwanderung ins kostengünstigere Ausland. Ob dies in eine **Deindustrialisierung** mündet, ist offen – zumal unklar ist, inwieweit die Politik am Erhalt energieintensiver und „dreckiger“ Produktionsprozesse überhaupt noch interessiert ist.

*„Die Menschen stolpern nicht über Berge, sondern über Maulwurfshügel.“*

*Konfuzius*

„Schutzschirme für alle“ sind die neue Mode und im Zweifelsfall werden einfach mehr Schulden gemacht. Aber dieses Modell stößt an Grenzen, wenn konjunkturelle fiskalische Lasten, mehr Militärausgaben, hohe Dekarbonisierungskosten und zunehmende demografische Belastungen für die Rentensysteme zusammenkommen.

Dies wird den Drang in **Richtung Fiskalunion** in der EU verstärken, kann aber gleichzeitig zu Konflikten mit den Notenbanken führen. Diese finden sich in einer Zwickmühle wieder: Sollen sie die Inflation bekämpfen oder der schrumpfenden Wirtschaft mit mehr Liquidität aushelfen und dem Staat das Schuldenmachen erleichtern? Der geopolitische Lockerungsspielraum wird dadurch eingeschränkt.



Regulatorische Reformen haben zwar das Finanzsystem für die drohenden Belastungen robuster gemacht. Zudem sind die Wirkungen von Zinsschocks aus der Vergangenheit wohlbekannt. Gelernte Lektionen könnten aber vergessen worden sein und an den Finanzmärkten sind viele neue Akteure tätig. Im Negativszenario ergeben sich daher akute Probleme für die Finanzstabilität. Es kommt zum „**Stresstest für die Stresstests**“.

### Prognoseübersicht im Negativszenario

Die Wirtschaft in den Industriestaaten schrumpft kräftig, die Arbeitslosigkeit nimmt deutlich zu. Vor allem Europa wird von dieser Krise hart getroffen, während die USA als Nettoenergieexporteur und China als Nutznießer von billigen russischen Rohstoffimporten weniger stark im Mitleidenschaft gezogen werden. Deutschland und die Eurozone geraten in eine **tiefe Rezession**.

Regional unterschiedlich ist vor allem das Bild bei der **Inflation**. Während in Europa Gasmangel herrscht, entlastet ein aus konjunkturellen Gründen nachgebender Preis am globalen Ölmarkt. Dies schlägt in den USA kräftiger durch als bei uns. Auch im Negativszenario bleibt die Teuerung in der Eurozone deswegen vorerst hoch. Mit dem massiven Konjunktureenbruch sinken dann allerdings auch hier die Inflationsraten.

Dennoch wechseln die **Notenbanken** in diesem Umfeld ihren Kurs. Die Zinsen werden wieder gesenkt, wenn auch nicht auf den Stand von 2020/2021. Neue Kaufprogramme sind angesichts der 2023 noch immer hohen Teuerungsraten problematisch, vor allem in der Eurozone.

An den **Rentenmärkten** wird die Kurswende der Notenbanken zu einem deutlichen Rückgang der Kapitalmarktzinsen führen, ohne dass allerdings wieder negatives Terrain erreicht wird. Unterstützt wird die Bewegung durch eine Flucht in vermeintlich sichere Anlagehäfen und sinkende langfristige Inflationserwartungen. Die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen notiert in diesem Szenario am Jahresende 2023 bei rund 0,75 %.

Bei den **Corporates** steigen die Ausfallraten aufgrund der schwachen Wirtschaftsentwicklung deutlich und führen zu einem kräftigen Anstieg der Risikoprämien. Der Anstieg der Kreditausfälle belastet die Gewinne der **Banken** und kann nicht durch höhere Zinserträge kompensiert werden.

**Covered Bonds** als „sichere Hafen-Assets“ profitieren von der steigenden Risikoaversion. Dennoch wird zwischen Emittenten und Anleihe-Laufzeiten stärker differenziert.

Da die bekannten Belastungsfaktoren 2023 anhalten und sich sogar noch verschärfen, geben die Unternehmensgewinne stark nach. Die Risikoaversion der Anleger nimmt zu und führt zu einer weiteren Bewertungskontraktion.

**Aktien** setzen ihren Abwärtstrend fort. Der DAX fällt zwischenzeitlich in den Bereich um 10.000 Punkte.

„Zu unserer Natur gehört die Bewegung,  
die vollkommene Ruhe ist der Tod.“

*Blaise Pascal, franz. Mathematiker und Philosoph*

Am **Immobilienmarkt** kommt es zu einer deutlichen Korrektur, die nicht nur die gewerblichen Marktsegmente betrifft, sondern auch am Wohnungsmarkt zu erheblichen Preisrück-

gängen führt. Zinssenkungen der Notenbanken sorgen kurzfristig nicht für eine Entspannung, da Immobilienkreditgeber im Umfeld der tiefen Rezession vorsichtig agieren.

**Gold** erfährt eine Renaissance als Krisenabsicherung. Als sicherer Anlagehafen dürfte das Edelmetall seine alten Hochs mühelos überwinden und in Richtung 3.000 US-Dollar je Feinunze klettern.

Der **US-Dollar** bleibt weiter als sicherer Anlagehafen gefragt. Dass Europa besonders von der Krise betroffen ist, spiegelt sich auch am Devisenmarkt wider. Der Euro-Dollar-Kurs fällt bis auf 0,90.

---

Patrick Franke

## Wir sind für Sie da:

### Themengebiete

Chefvolkswirtin/  
Head of Research & Advisory  
Rentenstrategie  
Aktienstrategie  
Devisenstrategie, Großbritannien  
Gold  
Immobilien  
Pfandbriefe, Covered Bonds  
Unternehmensanleihen  
Bankanleihen  
Deutschland, Eurozone  
USA, China, Szenarien  
EU, Nord- und Zentraleuropa  
Emerging Markets  
Japan

### Autoren/-innen

Autoren/-innen	Durchwahl 069/9132-
Dr. Gertrud R. Traud	20 24
Ulf Krauss	47 28
Markus Reinwand, CFA	47 23
Christian Apelt, CFA	47 26
Claudia Windt	25 00
Dr. Stefan Mitropoulos	46 19
Christian Schmidt	23 88
Ulrich Kirschner, CFA	28 39
Dr. Susanne Knips	32 11
Dr. Stefan Mütze	38 50
Patrick Franke	47 38
Marion Dezenter	28 41
Patrick Heinisch	74 27
Ulrike Bischoff	52 56

## Herausgeber und Redaktion

Helaba Research & Advisory

Redaktion:

Dr. Stefan Mitropoulos  
Susanne Eulenkamp  
Ute Marth

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

### Basisszenario, S. 1, 6

© Shambhala – stock.adobe.com  
© Iryna – stock.adobe.com

### Negativszenario, S. 36

aerogondo2/Shutterstock.com  
iStock.com/OlafSpeier; iStock.com/arifziyatunc  
biletskiyevgeniy.com/Shutterstock.com;  
tuulijumala/Shutterstock.com  
Markohanzekovic/Shutterstock.com

### Positivszenario, S. 38

iStock.com/SolStock