Helaba

Märkte und Trends 2022
Aufschwung all inclusive

Research & Advisory, November/Dezember 2021



Werte, die bewegen.

Inhaltsverzeichnis



- Der große Kommentar 2022
- Hauptszenario: Aufschwung all inclusive (75 %)
- Geldpolitik: EZB lässt Fed den Vortritt
- Staatsanleihen: Zyklischer Renditeanstieg mit angezogener Handbremse
- Covered Bonds: Viel Sicherheit
- Credits: Mit Zinsanstieg verbundene Risiken gut im Griff
- Aktien: Selektiv noch Chancen vorhanden
- Gold: Ein bewährter Inflationsschutz vor geldpolitischer Herausforderung
- Immobilien: Aufwärts in unterschiedlichem Tempo
- Devisen: Dem US-Dollar geht die Puste aus
- Kryptoassets: Großes Potenzial bei enormen Unterschieden
- Europäische Union: Alles auf Grün
- Deutschland: Innovationen voranbringen
- Hessen, Thüringen, NRW, Brandenburg: Erholung in zwei Phasen
- Frankreich: Nach der Krise ist vor der Herausforderung
- Italien: Ist der Konjunkturboom nachhaltig?
- Spanien: Nachzügler mit Aufholpotenzial
- Schweden: Regierung vor einem herausfordernden Wahljahr
- Polen, Tschechien, Ungarn: Beziehung zur EU als Wirtschaftsfaktor
- Großbritannien: Beschwerliche eigene Wege
- USA: Vollgas für Investitionen – Aufholjagd des Angebots
- Japan: Allmählich kehrt die Inflation zurück
- China: Die neue „unverzichtbare“ Nation?
- Russland: Wachstumstrend zeigt nach unten
- Brasilien: Konsolidierung wegen Wahlen aufgeschoben
- Negativszenario: Horrortrip (10 %)
- Positivszenario: Traumreise (15 %)
- Prognosetabelle: BIP und Inflation
- Kapitalmarktprognosen
- Ausgewählte Nachhaltigkeitsindikatoren

Redaktionsschluss: 16. November 2021



Der große Kommentar 2022

Die Weltwirtschaft wird sich 2022 auf eine neue Reise begeben. Aber wohin geht diese und noch wichtiger, welche Art von Reise steht uns bevor? Sind die Koffer nachhaltig gepackt und gibt es einen Aufschwung all inclusive, einen Horrortrip oder eine Traumreise?

Kaum vermag ich es zu sagen, Covid-19 wird uns auch 2022 noch begleiten. Aber das Virus wird uns voraussichtlich nicht mehr gefangen halten. Wir können bzw. dürfen uns wieder bewegen. Beruflich und privat schwirren die Menschen in die Welt hinaus, allerdings noch nicht so häufig wie vor Corona. Die Freude, Neues zu entdecken und zu erleben, die Perspektive zu wechseln, andere zu treffen, sich inspirieren zu lassen und selbst zu inspirieren, kehrt sukzessive in unseren Alltag zurück.

Die wiedergewonnene Reisefreiheit verändert nicht nur das Miteinander, sondern auch die Zusammensetzung des Sozialprodukts und hat Auswirkungen auf Konjunktur und Kapitalmärkte. Deshalb haben wir für unsere Szenarien des Jahresausblicks 2022 das Sinnbild Reisen gewählt. Aber wie wird unsere Reise 2022 aussehen? Ist alles eitel Sonnenschein oder werden sich dunkle Wolken in den Konjunkturhimmel schieben? Welche Ziele streben wir an und welche werden erreicht? Wer fährt mit und wie harmonisch wird das gemeinsame Reiseerlebnis?

Wer sich auf Reisen begibt, ist bereit für etwas Neues. Manch einer fürchtet sich aber auch vor dem Unbekannten; einige planen alles im Voraus, wollen wissen, was sie erwartet, andere sind spontan oder lassen sich treiben. So wie beim Reisen unterscheiden sich die Vorlieben in den verschiedenen Volkswirtschaften. Dies gilt für viele Aspekte und in freiheitlichen Staaten wird den Präferenzen des Einzelnen Rechnung getragen, solange sie nicht die Grenzen anderer überschreiten.

> *Zu reisen bedeutet sich zu entwickeln.*
> *Pierre Bernardo*

Nachhaltigkeit kommt ins Gepäck – auch im Helaba Konjunktur- und Kapitalmarktausblick 2022

Bei externen Effekten ist es Aufgabe des Staates, regulierend bzw. rahmengebend einzugreifen. Lange Zeit wurden die externen Effekte der CO_2-Emmissionen vernachlässigt. Der Klimawandel wird jedoch immer offensichtlicher, so dass Nachhaltigkeit in vielen Ländern auf die wirtschaftspolitische und gesellschaftliche Agenda rückt. Wie genau das umgesetzt werden soll, darüber gehen die Meinungen auseinander. So werden Reisepläne und Reiserouten zur CO_2-Reduktion konzipiert, die je nach Land oder politischer Ausrichtung unterschiedlich ausfallen. Fast überall ist aber die Stimmung durch Aufbruch geprägt. Viele packen ihre Koffer auf dem Weg in eine nachhaltigere Welt.

Auch der Konjunktur- und Kapitalmarktausblick 2022 bekommt eine neue Ausrichtung: Bei den Vermögensklassen und in den Länderanalysen werden zusätzlich spezifische Nachhaltigkeitsaspekte untersucht. Zudem nehmen wir eine Übersichtstabelle mit zahlreichen Nachhaltigkeitsindikatoren für die von uns betrachteten Länder ins Programm auf. Last but not least wird unser Jahresausblick nicht mehr gedruckt, sondern steht zusammen mit vielen Videos, die in den kommenden Wochen erscheinen werden, online für Sie bereit.

Hauptszenario: Aufschwung all inclusive

Nach der tiefen Rezession im Frühjahr 2020 hat die Weltwirtschaft mit zwischenzeitlichen Unterbrechungen Fahrt aufgenommen. Aufgestaute Nachfrage und die expansive Geld- und Fiskalpolitik tragen erheblich zur Erholung bei. Die Länder befinden sich also in einem Aufschwung, der quasi durch all inclusive-Pakete der Notenbanken und Regierungen unterstützt wird. Dies wird noch weit ins Jahr 2022 tragen und die Arbeitsmärkte weiter verbessern. Bei niedrigen Zinsen wird nicht lange gefragt, wer dies bezahlt bzw. wie zielgenau die Verantwortlichen agieren. Auch das findet man beim Urlaub all inclusive. Die Zusammenstellung des Angebots ist sehr breit, etliche fühlen sich davon angesprochen, andere fragen sich, was man mit all den Aktivitäten und Sonderleistungen anfangen

soll, die rund um die Uhr angeboten werden. Da jeder den all inclusive-Preis zahlt, werden einige auch für Güter und Dienstleistungen aufkommen, die sie nicht brauchen oder wollen.

Warteschlangen und Preissteigerungen inklusive

So wie auch beim Reisen ist bei diesem Aufschwung nicht alles wie in den Prospekten versprochen. Die Lieferschwierigkeiten sind vergleichbar mit Warteschlangen an Buffets, bei Sonnenliegen, an der Bar, im Museum oder anderen Attraktionen, die im all inclusive-Paket feilgeboten werden. Zu viele Leute greifen zur gleichen Zeit zu und manchmal auch etwas zu üppig, da es vermeintlich nichts kostet. Das Angebot kommt mit der Nachfrage nicht mehr mit. Knappheiten sind an der Tagesordnung. Die Engpässe bei Rohstoffen und in der Logistik werden uns auch 2022 noch beschäftigen. Sie bremsen die konjunkturelle Erholung und treiben die Preise nach oben.

> *Die Reise gleicht einem Spiel; es ist immer Gewinn und Verlust dabei und meist von der unerwarteten Seite.*
> *Johann Wolfgang von Goethe*

Verbringt man seinen Urlaub bei einer leichten Brise am Strand oder auf dem Wasser, wird die brennende Sonne als angenehm empfunden, obwohl es längst zu heiß wird. Neigt sich der Tag zu Ende, stellt man fest, dass der Sonnenbrand inklusive ist. Auch bei manchen Notenbanken scheint noch nicht angekommen zu sein, dass ein „zu lange und zu viel“ an geldpolitischem Sonnenschein die Inflation anheizt.

Konfliktpotenzial beachten

Neben einem Sonnenbrand gibt es im Urlaub häufig noch andere Dinge inklusive, die nicht im Katalog waren: angefangen von Ungeziefer im Hotel oder Krach mit dem Zimmer- oder Tischnachbarn. Neben den Risiken der Inflation und Überhitzung besteht geopolitisch sowohl zwischen der Triade USA, China und Europa als auch innerhalb der EU ein Spannungsfeld, das wir inklusive bekommen werden.

Da wir aber auf Reisen alle in einem Boot, in einem Bus, Zug oder Flugzeug sitzen, müssen wir lernen, mehr aufeinander zu achten, denn nur gemeinsam können wir eine nachhaltigere Welt schaffen. Die Reiseleitungen sind somit angehalten, nicht nur Show zu machen, sondern mit einem konstruktiven Programm voranzugehen. Der damit verbundene Investitionsbedarf birgt bei vielfach angespannter Lage der öffentlichen Haushalte und einer hohen Auslastung in zentralen Branchen wie dem Baugewerbe Konfliktstoff. Effizienz und Zielgenauigkeit sollten daher angesichts knapper Ressourcen entscheidende Kriterien für die ergriffenen Maßnahmen sein. Dies sind die Herausforderungen in unserem Hauptszenario Aufschwung all inclusive.

Eintrittswahrscheinlichkeiten für die Konjunktur- und Kapitalmarktszenarien



Quelle: Helaba Research & Advisory

Negatives Alternativszenario: Horrortrip

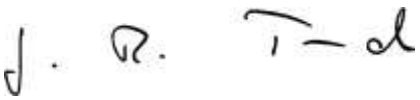
Die schlimmsten Urlaubserinnerungen haben wir in der Regel nicht an Reisen, bei denen eine einzelne Sache gründlich schiefgegangen ist. Meist ist es eine Kombination von mehreren Faktoren, die uns wünschen lassen, wir hätten diese Erfahrungen nie gemacht. Ähnlich ist es in ausgeprägt negativen konjunkturellen Phasen: Kommen externe Schocks, strukturelle Probleme sowie Politikfehler zusammen, gehen Wirtschaft und Finanzmärkte in unserem negativen Alternativszenario auf einen Horrortrip.

Positives Alternativszenario: Traumreise

Wenn große Herausforderungen mit ebenso großen Chancen verbunden sind, dann hat die Weltwirtschaft lange nicht mehr so gute Perspektiven gehabt wie nach dem Schock der Pandemie. In unserem positiven Alternativszenario bricht die Weltwirtschaft gemeinsam zu einer Traumreise auf. Der klimafreundliche Umbau bringt dauerhafte Verbesserungen. Öffentliche und private Investitionen haben selten eine so hohe „Rendite“ versprochen wie aktuell – nicht nur, weil sie letztlich der Schlüssel zur Lösung der Engpassproblematik sind.

Begeben Sie sich mit uns auf die Reise des Konjunktur- und Kapitalmarktausblicks. Reisen erweitert den Horizont. In diesem Sinne wünsche ich Ihnen ein erkenntnisreiches und erfolgreiches Jahr 2022.

Ihre



Dr. Gertrud R. Traud
Chefvolkswirtin/Head of Research & Advisory

PS:
Ist Ihnen zu Beginn des Kommentars etwas aufgefallen? Vermutlich bin ich in meiner grünen Ente aus früheren Tagen erst auf den zweiten Blick zu erkennen. Gerne erinnere ich mich an Urlaube quer durch Europa mit diesem – für damalige Verhältnisse – nachhaltigen Gefährt. Die Länderanalysen unseres Konjunktur- und Kapitalmarktausblicks wurden auf www.helaba.com/de/kapitalmarktausblick/ ebenfalls mit Urlaubserinnerungen des Teams Research & Advisory bestückt.



Hauptszenario: Aufschwung all inclusive (75 %)

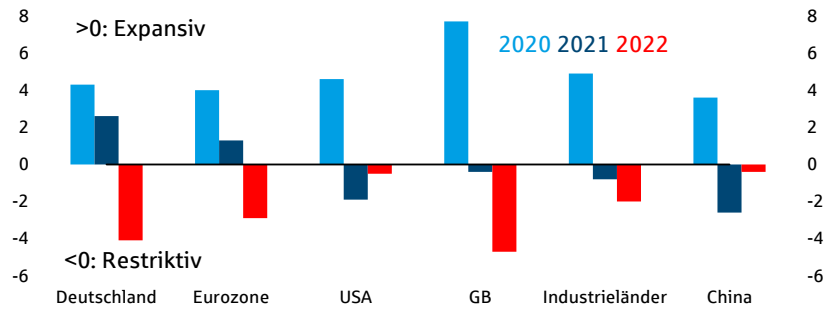
Die Weltwirtschaft erholt sich weiter vom Schock der Pandemie. Dabei fällt der Aufschwung, wie schon die vorausgegangene Kontraktion, äußerst ungewöhnlich aus. Engpässe und zunehmender Preisdruck, sonst spätzyklische Phänomene, sind diesmal schon fast von Anfang an mit im Gepäck. Zudem haben sich die 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 Baugewerbe Konfliktstoff. 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?

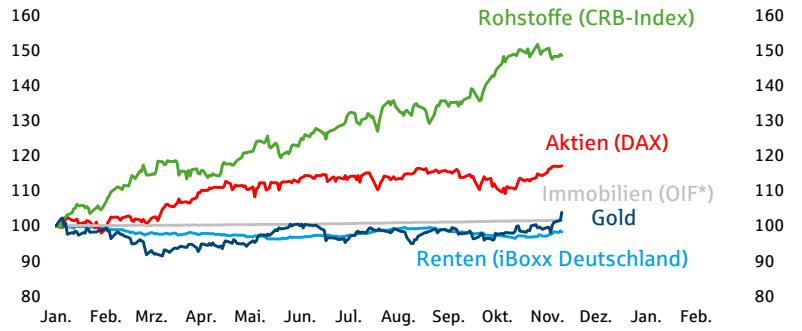
Wenig hilfreich bei der Politikgestaltung ist der aktuelle Zeitgeist, alle Ausgaben, auch solche, die klaren Konsumcharakter haben, als „Investitionen" zu deklarieren und auf jede beliebige Maßnahme einen Sticker „Nachhaltigkeit" oder „Digitalisierung" zu kleben. Diese Begriffsinflation könnte sich mittelfristig 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

Indexiert, 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 Untertreibung. Im Gegenteil: Die expansive Wirtschaftspolitik hat die Nachfrage so angepeitscht, dass das Angebot nicht Schritt halten kann und kritische Engpässe nun einen Inflationssprung 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 Zeitlupentempo. 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

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

Quelle: Helaba Research & Advisory

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 Primärmarktvolumen 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



Geldpolitik: EZB lässt Fed den Vortritt

Weltweit haben viele Zentralbanken zuletzt die Leitzinsen angehoben. Die beiden großen Notenbanken spielen dagegen auf Zeit. Die Fed dürfte den ersten Schritt im Herbst 2022 machen.

Im zweiten Jahr unter der Führung von Christine Lagarde hat die EZB ihren expansiven Kurs fortgesetzt. Die Bilanzsumme wurde um 20 % ausgeweitet – nach 50 % im Vorjahr. Mit der Neuausrichtung der Strategie auf ein symmetrisches Inflationsziel wurde gleichzeitig die geldpolitische Reaktionsfunktion verändert, was eine temporär erhöhte Teuerung tolerierbar macht. Vor diesem Hintergrund spielt die EZB auf Zeit, in der Hoffnung, dass die Inflation spürbar abebbt.

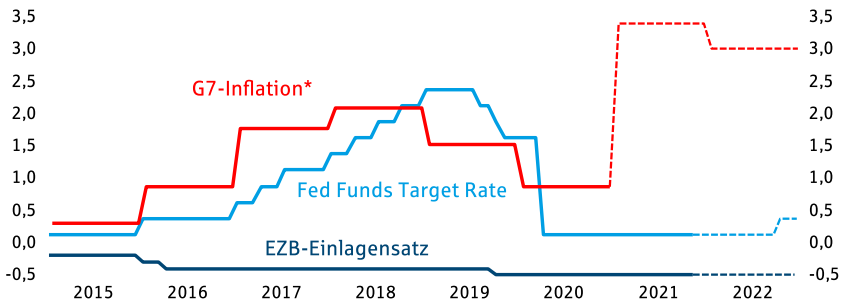
%	Q1/22	Q2/22	Q3/22	Q4/22
3M Euribor	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
EZB Refi-Satz	0,00	0,00	0,00	0,00
Fed Funds Target Rate	0,13	0,13	0,13	0,38

Quelle: Helaba Research & Advisory

Die Bereitschaft, die Finanzierungsbedingungen weniger großzügig zu gestalten, ist bei vielen Mitgliedern des EZB-Rats nicht besonders ausgeprägt. Sie blicken auf Schuldenberge in ihren Heimatländern und einen epochalen Kapitalbedarf für Klimaschutz und Zukunftsinvestitionen. In Verbindung mit einer inflationsbedingt markanten Verteuerung würden höhere Kreditkosten diese ambitionierten Ziele gefährden. Eine Leitzinsanhebung steht daher im kommenden Jahr noch nicht auf der EZB-Agenda.

Träge geldpolitische Reaktionsfunktionen

% bzw. % gg. Vj.



* aggregierte Jahresraten der G7-Industrieländer

Quellen: Refinitiv, Helaba Research & Advisory

Um dennoch glaubwürdig zu bleiben, sollte die EZB 2022 zumindest das Tempo ihrer Anleihekäufe drosseln. Durch die beiden Kaufprogramme APP und PEPP wächst das EZB-Portfolio 2021 um rund 1,1 Billionen Euro. Das großdimensionierte PEPP läuft planmäßig nur noch bis Ende März. Tritt die EZB dann abrupt auf die Bremse, droht ein Kontrollverlust mit der Gefahr von Dominoeffekten bei Anleihen, Aktien und Immobilien. Aus diesem Grund dürfte die EZB auf ein flexibles Nachfolgeinstrument oder ein erweitertes APP setzen.

Fed: Nur relativ „schnell“

In den USA wird das Anleihekaufprogramm voraussichtlich um die Jahresmitte herum beendet sein. Trotz der hohen Teuerung zeigt die Fed bislang keinerlei Eile, einer Zinserhöhung auf kurze Sicht näher zu treten. Vollbeschäftigung dürfte im Laufe von 2022 erreicht werden und die Inflation liegt weit über Ziel. Vor diesem Hintergrund rechnen wir im Herbst 2022 mit der ersten Zinserhöhung seit 2018. Von einer restriktiven Geldpolitik mit positiven Realzinsen sind wir aber wohl auch in den USA noch Jahre entfernt, unabhängig davon, ob der aktuelle Fed-Chef für eine weitere Amtszeit bestätigt wird oder nicht. Die lockere Geldpolitik wird zwar die Konjunktur stützen, aber die sich aus der großzügigen Liquiditätsversorgung ergebenden Stabilitätsrisiken für die Finanzmärkte werden im Zeitablauf nicht kleiner – im Gegenteil.

> „Eine stabilitätsorientierte Geldpolitik wird dauerhaft nur möglich sein, wenn der Ordnungsrahmen der Währungsunion die Einheit von Handeln und Haften sichert, die Geldpolitik ihr enges Mandat achtet und nicht ins Schlepptau der Fiskalpolitik oder der Finanzmärkte gerät“.
>
> *Bundesbankpräsident Jens Weidmann, Oktober 2021*

Ulf Krauss, Patrick Franke

Staatsanleihen: Zyklischer Renditeanstieg mit angezogener Handbremse

Das erhöhte Inflationsniveau spricht für deutlich steigende Kapitalmarktzinsen im Euroraum. Die EZB als Hüterin des Niedrigzinsumfelds wird aber dagegenhalten.

Wie befürchtet, weisen Renten 2021 einen negativen Ertrag auf. 10-jährige Bundesanleihen verloren seit Jahresanfang rund 3 % an Wert. Die Rendite ist auf dem Weg zurück in positives Terrain. Es ist damit zu rechnen, dass der Gravitationswert 2022 über der Marke von 0 % liegen wird. Die stärkere Konjunkturdynamik in Verbindung mit einer zwar abnehmenden, aber immer noch erhöhten Teuerung sowie die Zunahme der Staatsverschuldung bilden den Rahmen für eine tendenziell steilere Zinskurve.

Wie bereits 2021 dürften vom US-Rentenmarkt eher belastende Vorgaben kommen. Die US-Notenbank fährt ihr Ankaufprogramm zurück und wird vermutlich im zweiten Halbjahr 2022 die Zinswende einleiten. Dies wurde von den Anlegern bereits größtenteils eskomptiert – die Rendite 10-jähriger US-Treasuries stieg seit Januar von 0,9 % auf bis zu 1,7 %. Der Renditeanstieg wird 2022 vermutlich geringer ausfallen als im Jahr zuvor, gleichwohl dürfte aber die 2 %-Marke erreicht werden.

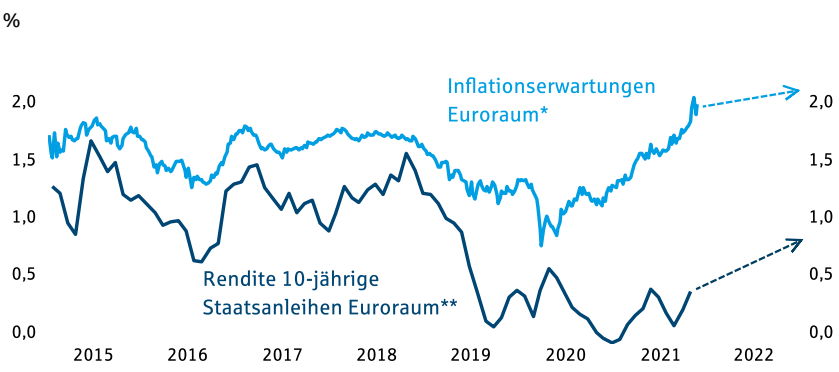
Attraktivität von Renten auf einem Tiefpunkt

%	Q1/22	Q2/22	Q3/22	Q4/22
10j. Bundesanleihen	0,00	0,10	0,15	0,20
10j. US-Treasuries	1,70	1,80	1,90	2,00

Quelle: Helaba Research & Advisory

Kritisch für Renten sind vor allem die auf zuletzt 2 % gestiegenen Inflationserwartungen im Euroraum (Tiefpunkt im März 2020 bei 0,75 %). Dies ist einerseits als geldpolitische Zielerreichung zu werten. Andererseits kommt dieser Erfolg für die EZB zu einem ungünstigen Zeitpunkt. Die realen Kapitalmarktzinsen notieren hierzulande auf einem historischen Tiefpunkt. Zwar sehen die Realrenditen in den USA derzeit nicht viel besser aus. Immerhin erhält ein Investor dort eine nominal deutlich höhere Verzinsung als im Euroraum. Aber auch seitens der Fed wird es schwierig sein, wieder mehr Markteinfluss zuzulassen. Die US-Schuldenquote notiert bei über 130 % des BIP und hat sich damit seit der Finanzkrise 2008 mehr als verdoppelt. Der Durchschnitt der Eurozone liegt bei rund 100 %.

Inflationsanstieg zeigt wo die Reise hingeht



*5Y5Y Inflation Forward ** aggregierte Monatsrenditen
Quellen: Refinitiv, Helaba Research & Advisory

EZB: Last woman standing

Wie stark die Renditen im Euroraum vom globalen Aufwärtstrend erfasst werden, hängt entscheidend vom Beharrungsvermögen der EZB ab. Diese hat mit den Kaufprogrammen ihren Einfluss auf die Anleihemärkte sukzessive ausgeweitet. Inzwischen ist der Anteil der EZB am Volumen der umlaufenden Euro-Staatsanleihen auf rund 38 % geklettert, vor Ausbruch der Pandemie lag der Quotient noch bei 25 %.

Bei der Preisbildung spielen zwei Faktoren eine Rolle: Das Renditeniveau von Euro-Anleihen wurde durch die massiven EZB-Ankäufe unmittelbar gedrückt. Gleichzeitig hat die EZB anderen Investoren ein Sicherheitsnetz gespannt. In der Konsequenz haben sich die Risikoaufschläge im Euroraum deutlich reduziert. Draghis "Whatever it takes" wurde zum geldpolitischen Dogma und zur Lebensversicherung für die Währungsunion. Damit bieten sich Staatsanleihen aus Anlegersicht als relativ sicherer, wenn auch teurer Hafen an. Für zusätzliche Stabilität in zahlreichen Euro-Ländern sorgen dabei auch die Gelder aus dem EU-Aufbaufonds. Eine vorsichtige Neukalibrierung der Geldpolitik und der Ausblick auf eine Zinserhöhung der EZB 2023 sowie die französischen Präsidentschaftswahlen im April 2022 dürften gleichwohl für erhöhte Volatilität an den Rentenmärkten sorgen.

Ulf Krauss

Covered Bonds: Viel Sicherheit

Anleger müssen sich 2022 keine großen Sorgen um die Assetklasse machen. Die Aktivitäten der Zentralbanken bleiben allerdings Schlüssel- und Störfaktor zugleich.

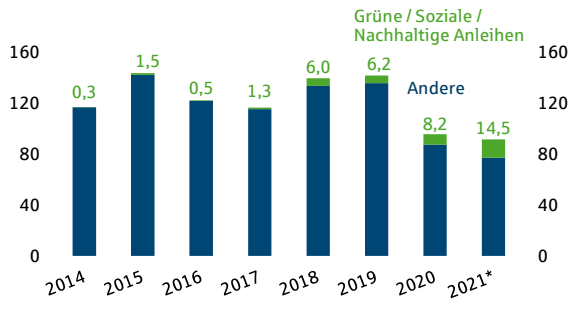
Der Bonitätsausblick für Covered Bonds blieb 2021 stabil. So schlug sich die Corona-Krise kaum in Form von notleidenden Krediten auf die Qualität der Deckungswerte nieder. Zudem erwies sich der Bankensektor als robust. Überdeckungsquoten und Ratingpuffer waren daher auf einem guten Niveau. Den enorm steigenden Immobilienpreisen in vielen europäischen Ländern stehen auf der Covered Bond-Seite wirkungsvolle Sicherungsmechanismen gegenüber, wie Vorgaben zu Beleihungsquote für Deckungswerte und zur Überdeckung. Die hohe Qualität der traditionell krisenfesten Papiere steht also nicht zur Diskussion – selbst wenn es zu verspäteten Pandemie-bedingten Kreditausfällen kommen sollte.

Zusätzlich werden Covered Bonds 2022 gestärkt durch die Ratifizierung und Anwendung der EU-Covered Bonds-Richtlinie in voraussichtlich allen EU-Ländern. Abhängig von den bestehenden nationalen Vorgaben werden dann teils strengere Qualitätsanforderungen an die gedeckten Anleihen und ihre Aufsicht gelten. Bereits 2021 setzten erste Länder, darunter Deutschland, Frankreich und Dänemark, die neuen EU-Vorgaben fristgerecht um. Allerdings ließ die Mehrheit der Länder wohl Corona-bedingt die Ratifizierungsfrist verstreichen, obwohl vielerorts erste Gesetzesentwürfe vorlagen. Es ist davon auszugehen, dass die Umsetzungswelle Anfang 2022 an Fahrt aufnimmt, denn der Druck aus Brüssel und von den Anlegern wird zunehmend größer. Zum einen prüft die EU-Kommission seit Oktober gegen viele Länder Vertragsverletzungsverfahren einzuleiten. Zum anderen müssen die neuen EU-Vorgaben ab 8. Juli 2022 auf alle Covered Bonds in der EU angewendet werden, andernfalls verlieren neu emittierte Papiere ihre regulatorische Privilegierung.

Die Geldpolitik wird den Covered Bond Markt auch 2022 bestimmen. Auf der Angebotsseite zügeln die hohen Aufnahmen im Rahmen von TLTRO-III weiterhin – wenn auch wahrscheinlich weniger stark – die öffentlichen Platzierungen. Einerseits verfügen viele Banken nach wie vor über hohe Liquidität. Andererseits läuft der TLTRO-III-Zinssatz von -1 % im Juni 2022 aus und wir erwarten keine Verlängerung dieser äußerst attraktiven Konditionen. Je nach Marktlage sind erste frühzeitige Rückzahlungen und ein geringfügiges Ersetzen durch Kapitalmarktfinanzierungen daher nicht unwahrscheinlich. Auf der Nachfrageseite bleiben die Zentralbanken im Rahmen des Ankaufprogramms aktiv, auch wenn der Fokus vermehrt auf die Anleiheflut des öffentlichen Sektors gerichtet sein wird und das Interesse an Covered Bonds nachlässt. Insgesamt dürfte das Primärmarktvolumen von EUR-Benchmark Covered Bonds 2022 einen Bereich von 110 bis 120 Mrd. Euro erreichen. Damit läge es zwar über den Werten von 2020 (94 Mrd. Euro) und 2021 (bis Ende Oktober: 87 Mrd. Euro), aber aufgrund einiger Vorfinanzierungen im Herbst 2021 und der Nachwirkungen der EZB-Maßnahmen wohl unter den Fälligkeiten von 136 Mrd. Euro. Aufgrund des negativen Nettoangebots an Neuemissionen und einer gewissen Nachfrage seitens der EZB rechnen wir nicht mit merklich steigenden Risikoprämien.

Nachhaltige Emissionen auf Wachstumskurs

Nachhaltige EUR-Emissionen weltweit, Mrd. Euro



*Januar – Oktober
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Für 2022 erwarten wir wieder eine starke Zunahme an grünen und sozialen Covered Bonds. Vorgelagert sollte auch das Neugeschäft mit nachhaltigen Darlehen wachsen, wobei die EU-Taxonomie die Emittenten noch lange Zeit vor große Herausforderungen stellen wird. In den ersten zehn Monaten 2021 gesellten sich zu den drei Erstemittenten von sozialen Covered Bonds bislang immerhin zehn Premieren von grünen Covered Bonds. Insgesamt stellten diese nachhaltigen Papiere mit einem Volumen von rund 14,5 Mrd. Euro bereits 16 % der diesjährigen EUR-Emissionstätigkeiten, fast doppelt so viel wie im Vorjahr.

Sabrina Miehs

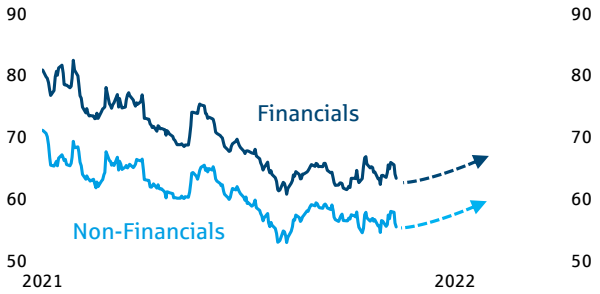
Credits: Mit Zinsanstieg verbundene Risiken gut im Griff

Konjunktur und steigende Spreads sorgen 2022 für höhere Emissionsvolumina bei Corporates. Bei Banken sind die bevorstehenden TLTRO-Fälligkeiten mitbestimmend für den Primärmarkt.

Die gute Liquiditätsausstattung vieler Unternehmen sowie abnehmende Krisenängste führten 2021 zu einer verhaltenen Emissionstätigkeit am EUR Corporate Bondmarkt. Inzwischen haben viele Emittenten ihre Überschussliquidität jedoch deutlich reduziert. Die wirtschaftlichen Prognosen für das kommende Jahr verheißen zudem ein weiteres Anziehen der Geschäftsdynamik. Dies dürfte die Funding-Aktivitäten der Corporates beflügeln. Darüber hinaus sind die Risikoprämien bei Unternehmensanleihen zuletzt nicht mehr gefallen. Die Sorge, dass die steigende Inflation letztlich zu einer restriktiveren EZB-Politik führen wird, dürfte die Spreads ausweiten. Wir halten es daher für wahrscheinlich, dass die Refinanzierungskosten der Unternehmen 2022 tendenziell steigen werden. Dies dürfte einige Adressen dazu veranlassen, frühzeitig über Finanzierungsmaßnahmen nachzudenken. Für 2022 rechnen wir daher mit einer dynamischeren Platzierungstätigkeit als 2021. Emissionen mit ESG-Komponente werden dabei eine immer größere Rolle spielen.

Credit Spreads haben Tiefpunkt durchschritten

iBoxx € Non-Financials und Financials, Asset Swap Spreads, Bp.



Quellen: Refinitiv, Helaba Research & Advisory

Banken richten Blick auf Zinsumfeld

Europäische Banken haben mit ihren Ergebnissen 2021 positiv überrascht. Getragen war dies vor allem von niedrigen zusätzlichen Kreditrückstellungen, nachdem die Häuser im Pandemiejahr 2020 umfangreich für mögliche Kreditausfälle vorgesorgt hatten. Hinzu kamen lebhafte Kapitalmarkterträge, weiter umfangreiches Neugeschäft bei Immobilienkrediten, Kostensenkungsprogramme und Zusatzerträge durch die Teilnahme am äußerst attraktiv ausgestalteten längerfristigen TLTRO-Refinanzierungsprogramm der EZB.

Für 2022 gehen wir von einer stabilen Bonität des Bankensektors aus. Auch wenn ein Anstieg der Insolvenzen nachlaufend zur Pandemie nicht auszuschließen ist, erwarten wir angesichts der bereits hohen Risikorückstellungen weitere Auflösungen. Ferner dürften sich Dividendenausschüttungen und Aktienrückkäufe auf Basis des angehäuften Überschusskapitals bei vielen Häusern fortsetzen. Auch opportunistisch getriebene Zukäufe erlangen wieder an Bedeutung. Bestimmend für 2022 wird jedoch nicht zuletzt das Zinsumfeld sein. Steigende Zinsen sind für den Sektor zwar hoch willkommen, insbesondere in Hinblick auf die Rentabilität von Einlagenüberschüssen und Liquiditätsportfolien. Ein zu schneller Anstieg birgt aber auch Risiken, etwa in Form von Wertanpassungen bei Vermögensgegenständen, Kreditausfällen und weniger Kreditneugeschäft.

Ferner ist 2022 nicht mehr im selben Ausmaß wie bisher mit den hohen Zusatzerträgen aus dem TLTRO-Programm der EZB zu rechnen, selbst wenn es nochmals ein Anschlussprogramm geben sollte. Die zumindest teilweise Ablösung des Programms könnte sich allerdings als ein Treiber zukünftiger Emissionen von Bankanleihen erweisen: Von den derzeit ausstehenden 2,2 Bill. Euro aus TLTRO-III werden zwischen September 2022 und Dezember 2023 rund 1,7 Bill. Euro fällig. Hinzu kommen hohe Fälligkeiten bei erstrangig unbesicherten Papieren und fortlaufend hohe Anforderungen an das regulatorische Bail-in-Kapital der Institute. Das Primärmarktvolumen bei erstrangig unbesicherten Bankanleihen im EUR-Benchmarkformat mit fixem Kupon dürfte daher sowohl 2021 als auch 2022 über den 125 Mrd. Euro im Jahr 2020 liegen. Grüne Emissionen, auf die im bisherigen Jahresverlauf 2021 bereits ein Viertel der Emissionen entfiel, dürften weiter an Bedeutung gewinnen. Ab Juni 2022 müssen große Institute mit börsengehandelten Emissionen ihre ESG-Risiken offenlegen, was der Ausrichtung auf nachhaltige Aktivitäten im Bankensektor weiteren Nachdruck verleiht.

Ulrich Kirschner, CFA, Dr. Susanne Knips



Aktien: Selektiv noch Chancen vorhanden

Volatilität wird 2022 das Thema an den Kapitalmärkten sein, wovon Aktien nicht verschont bleiben. Stabilisierend wirken steigende Unternehmensergebnisse, das an Dynamik gewinnende Wirtschaftswachstum sowie die mangelnden Anlagealternativen. Dagegen belasten weltweite Zinssteigerungstendenzen. Auch die hohen Bewertungen sind ein Malus.

Die globalen Aktienmärkte entwickelten sich 2021 angesichts der Corona-Pandemie und der damit verbundenen Auswirkungen meist besser als erwartet. Dazu hat die extrem expansive Geldpolitik der Notenbanken maßgeblich beigetragen. Der DAX notierte per 15. November 17,9 % im Plus, der EUROSTOXX 50 kletterte, nicht zuletzt begünstigt durch die im Index befindlichen Ölaktien, um 23,6 %, während der US-amerikanische S&P 500 um 24,7 % zulegte. Der Nasdaq Composite wartete mit einem Gewinn von 23,1 % auf, die enormen Steigerungsraten der Vorjahre (43,6 % in 2020 und 35,2 % in 2019) werden wohl nicht erreicht werden. Verlierer im Konzert der Großen waren der Hang Seng (-5,8 %) sowie der chinesische CSI 300 (-6,3 %).

Indexpunkte	Q1/22	Q2/22	Q3/22	Q4/22
DAX	15.000	16.500	16.200	16.000
Euro Stoxx 50	3.950	4.350	4.250	4.200
S&P 500	4.200	4.600	4.500	4.400

Quelle: Helaba Research & Advisory

Über eine Reihe negativer Faktoren, wie die Corona-Pandemie, die Lieferkettenunterbrechungen, massiv anziehende Rohstoff- und Energiepreise, die Inflationssorgen oder die Schieflage des chinesischen Immobiliengiganten Evergrande, wurde am Aktienmarkt 2021 heftig diskutiert. Allerdings zeigten sich die Börsen davon häufig nur temporär belastet.

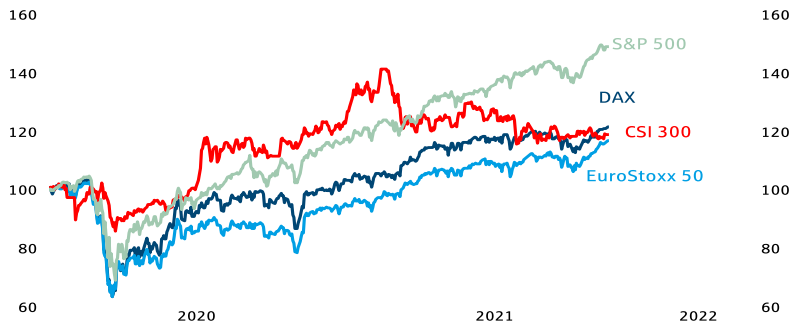
Im zweiten Halbjahr 2021 verringerte sich die konjunkturelle Dynamik in Deutschland, aber auch in anderen Weltregionen. Erst im Jahresverlauf 2022, wenn insbesondere die Lieferengpässe überwunden sind, gewinnt das Wirtschaftswachstum in Deutschland wieder an Fahrt. Die steigende Wachstumsdynamik bei hohen Inflationsraten wird die Zinserhöhungserwartungen treiben, so dass zwischenzeitlich mit einer deutlichen Korrektur an den Aktienmärkten gerechnet werden muss – eine höhere Risikoaversion und Volatilität gibt es dann inklusive. Wir erwarten einen ähnlichen Volatilitätsanstieg wie im ersten Quartal 2021. Damals kletterte der V-DAX in der Spitze über die 33er Marke. Die sich abzeichnende, veränderte Gangart der Notenbanken – Stichwort Tapering – und tendenziell steigende Renditen werden 2022 Licht und Schatten mit sich bringen.

> *"Es gibt nichts, was so verheerend ist wie ein rationales Anlageverhalten in einer irrationalen Welt".*
> *John Maynard Keynes*

Die US-Notenbank wird deutlich vor der EZB ihre Gangart wechseln und die Anleihekäufe sukzessive bis zum Sommer 2022 reduzieren. Eine erste Zinserhöhung erwarten wir für den späteren Jahresverlauf. Seitens der Europäischen Zentralbank konzentriert sich die Aufmerksamkeit zunächst auf das erwartete Auslaufen des Notfall-Programms PEPP im März 2022. Ein friktionsloser Übergang mit einer Erweiterung des weiterhin bestehenden APP-Programms dürfte dafür sorgen, dass Leitzinserhöhungen in der Eurozone wohl erst 2023 ein Thema werden.

Vom Markt-Timing abhängiges Aufwärtspotenzial vorhanden

Indizes indexiert 1.1.2020 = 100



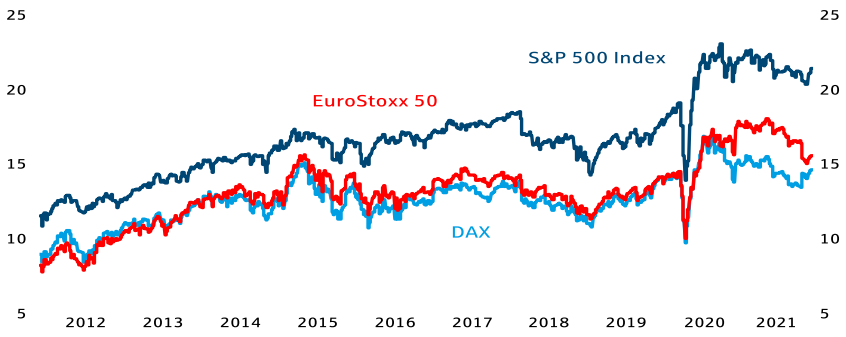
Quellen: Refinitiv, Helaba Research & Advisory

Im Jahresverlauf 2022 ist davon auszugehen, dass die Unternehmen von einer erneut zunehmenden Wachstumsdynamik profitieren und die Gewinne steigern werden. Im Zuge dessen werden sich die zuletzt ambitionierten Bewertungsniveaus leicht entspannen.

Angesichts der unterbrochenen Lieferketten ist damit zu rechnen, dass die Nachfrage in zahlreichen Bereichen auch 2022 noch das Angebot übertreffen wird. Zwar haben viele Konzerne angekündigt, neue Produktionsstätten aufbauen zu wollen. Dies erfordert aber grundsätzlich Zeit. Aufgrund der hohen Kapazitätsauslastung im Bausektor wird es jedoch noch schwieriger schnell gegenzusteuern. Veränderungen der Produktionsstrukturen sind auch aufgrund von energetischen Sanierungen und Klimaschutzausgaben zu erwarten.

Bewertungen weiterhin ambitioniert

Kurs-Gewinn-Verhältnis, 12-Monate Forward



Quellen: Refinitiv, Helaba Research & Advisory

In unserem Hauptszenario bewegt sich der DAX im Jahr 2022 in einer Handelsspanne von 15.000 bis 16.500 Punkten. Innerhalb dieser Range lassen sich dennoch, sofern ein gutes Timing gelingt, attraktive Kursgewinne in einer Größenordnung der historisch durchschnittlichen jährlichen DAX-Performance von rund 8 % generieren. Für das Jahresende erwarten wir den deutschen Leitindex bei 16.000 Zählern.

US-Börsen: Spielraum weitestgehend ausgereizt

Bei US-Aktien stellt sich die Frage, wie viel Spielraum nach oben noch vorhanden ist. In diesem Zusammenhang lohnt es, die Margenentwicklung der US-Unternehmen zu beleuchten. Diese erreichte auf gesamtwirtschaftlicher Ebene rund 18 %, in Einzelfällen auch deutlich darüber. Sie bewegt sich damit nahe der historischen Höchststände. In der Vergangenheit kam es von ähnlichen Niveaus ausgehend nahezu ausnahmslos zu Rückgängen. Daher erwarten wir, dass sich die Dynamik der Unternehmensgewinne abschwächen wird, jedoch positiv bleibt. Für diese These spricht auch, dass beim S&P 500 der durchschnittliche Gewinn pro Aktie 2021 geschätzt auf einen Rekordwert von 207,6 US-Dollar klettert. Das KGV des S&P 500 fällt mit aktuell 26,1 (12 Monate Forward: 21,5) noch immer ambitioniert aus. Eine Bewertungsausdehnung erwarten wir im Umfeld einer allmählich weniger expansiven Geldpolitik nicht und so dürften sich die Kurse und Gewinne gleichermaßen moderater entwickeln als in den letzten Jahren. Daneben könnte eine teilweise Gegenfinanzierung des derzeit im Kongress debattierten umfangreichen Sozial- und Klimapakets von Präsident Biden durch zusätzliche Belastungen für Unternehmen und einkommensstarke Haushalte das Sentiment belasten.

> *"Für Börsenspekulanten ist der Februar einer der gefährlichsten Monate. Die anderen sind Juli, Januar, September, April, November, Mai, März, Juni, Dezember, August und Oktober".*
> *Mark Twain*

Bemerkenswert ist auch, dass der im März 2020 eingeleitete Aufwärtsimpuls des S&P 500 einen bislang nicht dagewesenen Steigungswinkel aufweist. Derartig steile Verläufe können in der Regel nicht durchgehalten werden. Entsprechend kann unterstellt werden, dass auf den erreichten Niveaus bereits sehr viel positive Erwartung eingepreist wurde und das negative Überraschungspotenzial damit höher zu gewichten ist.

Für Unternehmen insbesondere aus dem Technologiesektor und alle anderen, die bislang keine Gewinne erzielen, dürfte der Gegenwind nicht zuletzt angesichts steigender Zinsen rauer werden. Entsprechend rechnen wir auch für die US-Börsen im Jahresverlauf 2022 mit einer Korrektur.

Christian Schmidt



Gold: Ein bewährter Inflationsschutz vor geldpolitischer Herausforderung

Steigende Zinserwartungen sowie die Konkurrenz von Aktien setzen Gold enge Grenzen. Diese werden 2022 zwar nicht fallen, doch sollte das Edelmetall als Inflationsschutz gefordert sein.

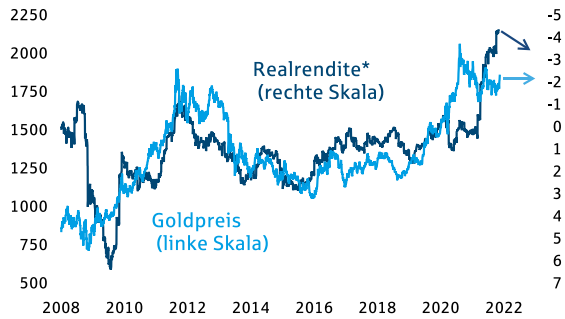
Gold hätte eigentlich zu den Gewinnern des Jahres 2021 gehören müssen, schließlich wird das Edelmetall traditionell als Absicherung gegen Inflation eingesetzt. Nun hat sich die Teuerung zwar eindrucksvoll zurückgemeldet, zumal die von den Geldpolitikern aufgestellte These ihrer temporären Natur einige Risse erhalten hat. Dennoch fällt die Jahresbilanz für Gold eher trist aus: 2021 wird wohl ein Verlustjahr. Ob 2022 bereits eine Wende zum Besseren bringen wird, ist eher nicht zu erwarten. Die Konkurrenz durch Aktien und anziehenden Nominalzinsen bleibt bestehen. Allerdings dürfte Gold sein erreichtes Niveau um 1.800 US-Dollar bzw. 1.510 Euro je Feinunze verteidigen, da Inflationssorgen, womöglich begleitet von Wachstumsunsicherheiten, im neuen Jahr im Handgepäck mitreisen werden.

> *„Keine Wette war in den Jahrhunderten der Währungsgeschichte sicherer zu gewinnen als die, dass ein Goldstück, das der Inflationspolitik der Regierungen unzugänglich ist, seine Kaufkraft besser bewahren würde als eine Banknote."*
> *Wilhelm Röpke, deutscher Ökonom*

Das Jahr 2022 beginnt auf einem erhöhten Inflationsniveau und eine Beruhigung in Richtung Preisstabilität oder niedriger ist derzeit nicht absehbar. Vielmehr werden strukturelle Gründe wie die der Demografie, der Deglobalisierung und der Dekarbonisierung dazu beitragen, dass die Konjunktur 2022 und darüber hinaus von Inflationsschüben begleitet wird. Gold gilt als das Asset gegen Inflation, das Argument der Kaufkraftsicherung wiegt meist schwerer als die Absicherung gegen Krisen. In den vergangenen beiden Jahren war es aber eher die Schutzfunktion als sicherer Anlagehafen, die den Goldpreis maßgeblich bestimmte. Für die künftige Preisentwicklung des Edelmetalls wird es u.a. entscheidend sein, wie sich die Geldpolitik vor dem Hintergrund gestiegener Inflationsrisiken positioniert.

Noch zögern Fed und EZB, den inflationären Tendenzen Rechnung zu tragen. Das sollte sich aber im Laufe des Jahres 2022 ändern, wobei ein geldpolitischer Wechsel zunehmend in den Marktpreisen berücksichtigt wird. Das zeigt sich nicht nur bei Staatsanleihen, sondern auch bei Gold. Insofern dürften von der eigentlichen Zinswende keine größeren Erschütterungen für den Goldpreis mehr ausgehen. Vielmehr sollten Investoren den Blick auf die Realverzinsung richten, deren negativer Verlauf 2022 bestehen bleiben wird. Seit der Finanzkrise 2008 steht für Notenbanken die Sicherung der Finanzmarktstabilität stärker im Fokus als die Preisstabilität. An dieser Ausrichtung dürfte sich 2022 nichts Wesentliches ändern, so dass die Zinspolitik in Relation zu Wachstum und Inflation (zu) expansiv bleiben wird.

Negative Realverzinsung unterstützt Gold



*Realrendite: 10-jährige US-Treasuries abzgl. Inflation
Quellen: Macrobond, Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Preis / Feinunze	Q1/22	Q2/22	Q3/22	Q4/22
Gold in Euro	1.667	1.565	1.565	1.500
Gold in US-Dollar	2.000	1.800	1.800	1.800

Quelle: Helaba Research & Advisory

Gold dürfte als Sachwertalternative bestehen können, selbst wenn es um eine geldpolitische Wende herum etwas holprig werden könnte. Das Edelmetall wird um die 1.800 US-Dollar je Feinunze schwanken, begleitet von Schüben in Richtung 2.000 US-Dollar je Feinunze, da als Kaufmotiv zunehmend der Inflationsschutz hinzukommt. Unter Nachhaltigkeitsgesichtspunkten kann Gold mittelfristig punkten: Einerseits wird es als „Industriemetall" gefragt sein, das in Nachhaltigkeitsinvestitionen wie hochleistungsfähigen Katalysatoren zum Einsatz kommt. Andererseits erzeugt es, anders als sein Konkurrent Bitcoin, praktisch keine Treibhausgasemissionen, sobald der Produktionsprozess abgeschlossen ist.

Claudia Windt



Immobilien: Aufwärts in unterschiedlichem Tempo

Niedrige Zinsen und ein kräftiges Wirtschaftswachstum sind die Garanten für eine positive Entwicklung am deutschen Immobilienmarkt. Dabei sind aber sektorale Unterschiede zu beachten.

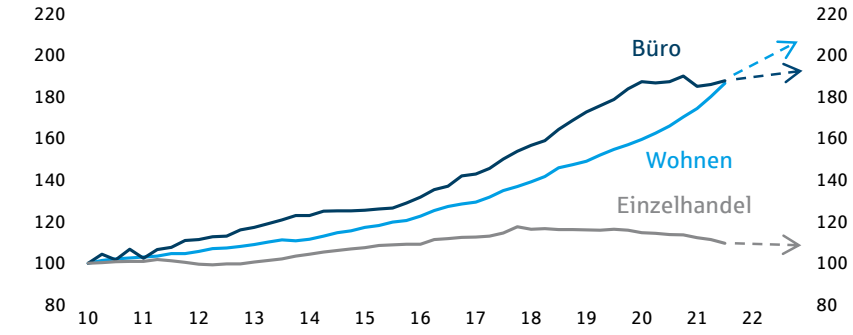
Der Immobilienmarkt in Deutschland hat die Corona-Pandemie und die durch die Lockdowns ausgelöste tiefe Rezession gut überstanden. Er erwies sich damit wieder einmal als im internationalen Vergleich wenig schwankungsanfällig. Die Zinsen dürften zwar 2022 von extrem niedrigem Niveau geringfügig steigen. Dies ändert aber am Niedrigzinsumfeld und damit an der relativen Attraktivität der Assetklasse insbesondere gegenüber festverzinslichen Wertpapieren grundsätzlich wenig. Infolge der Erfahrungen der zurückliegenden Krise verteilt sich das Interesse der Investoren allerdings ganz unterschiedlich auf die einzelnen Marktsegmente.

Gewerbeimmobilien: Weniger dynamisch

Während im gewerblichen Bereich Logistikimmobilien zu Anlegers Lieblingen avancierten, hat das viel bedeutendere Segment Einzelhandel gelitten. Das strukturelle Problem der zunehmenden Konkurrenz des Onlinehandels hat die Performance von Einzelhandelsimmobilien jedoch schon lange vor der Pandemie belastet. Auch wenn sich das Einkaufsverhalten inzwischen normalisiert und der Anteil des Internets an den gesamten Einzelhandelsumsätzen wieder deutlich gesunken ist, kann für das Marktsegment keine Entwarnung gegeben werden. So sind 2022 erneut leicht rückläufige Kaufpreise und Mieten in vielen Teilmärkten wahrscheinlich.

Wohnen dynamisch, gewerbliche Immobilien schwächer

vdp Immobilienpreisindex Deutschland, Kapitalwerte Q1 2010 = 100



Quellen: vdp, Helaba Research & Advisory

Weniger schlimm war das Bürosegment betroffen, trotz der Befürchtungen wegen des verstärkten Arbeitens im Homeoffice. Die Kapitalwerte sowie die durchschnittlichen Büromieten in den guten Lagen der deutschen Top-Standorte blieben 2021 weitgehend stabil, nachdem sie in den Jahren zuvor kräftig zugenommen hatten. Die Leerstände legten inzwischen von teils extrem niedrigem Niveau um nicht einmal einen Prozentpunkt zu. Angesichts des erwarteten kräftigen Wirtschaftswachstums und der entsprechend positiven Lage am Arbeitsmarkt dürfte sich der Büromarkt 2022 besser als im Jahr zuvor entwickeln, wenn auch nicht an die Boomphase vor Corona anknüpfen können. Eine noch zögerliche Nachfrage nach Büroflächen und erneut überdurchschnittliche Fertigstellungen sprechen für einen weiteren moderaten Anstieg der Leerstände, der vor allem weniger attraktive Objekte trifft. Investoren werden aber in Zeiten des Anlagenotstands auf ihrer Suche nach geeigneten Immobilien am wichtigen Bürosegment nicht vorbeikommen, so dass die Kapitalwerte vermutlich etwas zulegen können.

% gg. Vorjahr	2018	2019	2020	2021s	2022p
OIF-Index*	2,7	2,7	1,5	1,9	2,2
Wohnimmobilien**	8,3	6,4	6,8	10,0	7,0
Gewerbeimmobilien**	6,8	6,4	3,1	0,0	2,0

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

Wohnungsmarkt: Kein Ende des Booms

Der deutsche Wohnungsmarkt hat sich in der zurückliegenden Krise – wie früher schon – als sehr robust erwiesen. Die Rezession hat sich nicht negativ auf Mieten und Kaufpreise ausgewirkt. Im Gegenteil: Die anhaltend niedrigen Finanzierungszinsen, der Mangel an Anlagealternativen und vermutlich die Aufwertung der eigenen Wohnung durch mehr Homeoffice haben der Nachfrage nach Wohnimmobilien sogar einen zusätzlichen Schub verliehen. Obwohl die wesentlichen Treiber des Wohnimmobilienmarktes 2022 erhalten bleiben, dürfte die Dynamik etwas abnehmen. Denn der bislang kräftige Zuzug in die Großstädte lässt nach, die Nachfrage verlagert sich – auch dank

verbesserter Möglichkeiten, im Homeoffice zu arbeiten – in das günstigere weitere Umland der Städte. Etwas höhere Fertigstellungszahlen können ebenfalls zur Entspannung beitragen. Gleichwohl werden die Kapazitätsengpässe auch 2022 die Bautätigkeit begrenzen, so dass die neue Bundesregierung ihr Ziel von voraussichtlich 400.000 neuen Wohnungen jährlich verfehlen wird. Insgesamt dürfte sich der bundesweite Preisanstieg für selbstgenutztes Wohneigentum von rund 10 % auf etwa 7 % normalisieren.

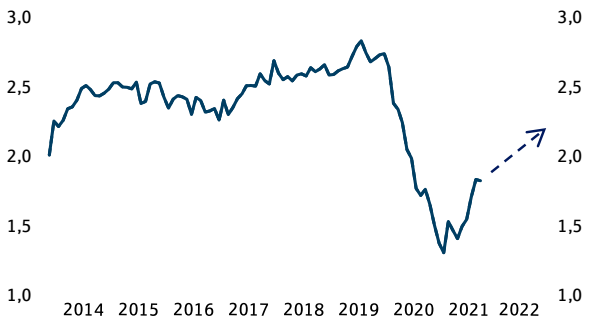
> *„Unser Ziel ist der Bau von 400.000 neuen Wohnungen pro Jahr, davon 100.000 öffentlich geförderte Wohnungen."*
> *Sondierungspapier von SPD, Grünen und FDP, S. 8*

Offene Immobilienfonds: Deutlich erholt

Die durchschnittliche Performance offener Immobilienpublikumsfonds in Deutschland war infolge Corona-bedingter Abwertungen in den Segmenten Hotel und Einzelhandel bis auf 1,3 % gefallen. Sie hatte sich aber im Jahresverlauf 2021 wieder erholt. Inzwischen wird die 2 %-Marke ins Visier genommen. Diese Verbesserung setzt sich 2022 fort, die Rendite wird jedoch das Niveau vor der Krise noch nicht erreichen. Dies ist vor allem auf die sektorale Struktur der Portfolios zurückzuführen. Denn Logistik und Wohnen, die sich weiter überdurchschnittlich entwickeln, spielen mit einem Anteil von 5 % bzw. 3 % an den Mieterträgen nur eine geringe Rolle. Dagegen sind die voraussichtlich weniger dynamischen Büros mit rund 55 % die wichtigste Nutzungsart in den Fonds, Einzelhandelsimmobilien folgen mit fast 24 % an zweiter Stelle.

Etwas verbesserte Performance offener Fonds

Gesamtrendite Helaba OIF-Index*, %



*Durchschnitt von neun großen offenen Fonds der vier führenden Anbieter
Quellen: Refinitiv, Helaba Research & Advisory

Die Performance offener Immobilienfonds dürfte Ende 2022 noch etwas unter dem 10-Jahres-Durchschnitt von 2,4 % liegen. Damit bleibt die Anlagekategorie im Niedrigzinsniveau für Privatanleger interessant. Für 2021 sind bei diesen Fonds Mittelzuflüsse von mehr als 7 Mrd. Euro zu erwarten – deutlich über dem langjährigen Mittel von 4,3 Mrd. Euro jährlich. Für 2022 ist ein ähnlich hohes Vertriebsergebnis wahrscheinlich.

Nachhaltigkeit prägt zunehmend das Immobiliengeschäft

Als einer der Hauptverursacher von CO_2 stehen Gebäude im Fokus der Klimaschutzpolitik. Die Zielverfehlung der Vorgaben hatte 2021 in Deutschland zu einem Sofortprogramm mit zusätzlichen 6 Mrd. Euro für die Gebäudesanierung geführt. Für die neue Bundesregierung werden 2022 weitere Maßnahmen zur CO_2-Reduktion einen Arbeitsschwerpunkt bilden. Aktivitäten zur energetischen Sanierung konkurrieren dabei aber mit den anspruchsvollen Neubauzielen im Wohnungssegment – vor allem angesichts der sehr hoch ausgelasteten Kapazitäten und dem bereits spürbaren Fachkräftemangel in der deutschen Bauwirtschaft.

Für offene Fonds ist die Ertüchtigung der Bestände eine Herausforderung, denn etwa ein Fünftel der Fondsobjekte ist mehr als 20 Jahre alt. Bei Neuinvestitionen werden künftig vor allem „grüne" Immobilien gesucht sein. Um die regulatorischen Vorgaben der EU-Taxonomie einzuhalten, müssen die Portfolios zunächst unter ESG-Gesichtspunkten systematisch erfasst werden. Dazu wäre die Entwicklung brancheneinheitlicher Standards hilfreich. Nachhaltigkeit im weiteren Sinne umfasst dabei nicht nur ökologische Kriterien wie CO_2-Ausstoß, Wasserverbrauch oder Bodenversiegelung. Unter „governance"-Aspekten dürften Immobilieneigner künftig stärker auf die Wahl ihrer Mieter sowie Investoren auf die Vermeidung von Korruption und angemessene Arbeitsbedingungen bei den Bauunternehmen vor allem in Ausland achten. Zur Einhaltung sozialer Kriterien könnten der soziale Wohnungsbau, bezahlbarer sowie altersgerechter Wohnraum im Fondsgeschäft an Bedeutung gewinnen.

Dr. Stefan Mitropoulos

Devisen: Dem US-Dollar geht die Puste aus

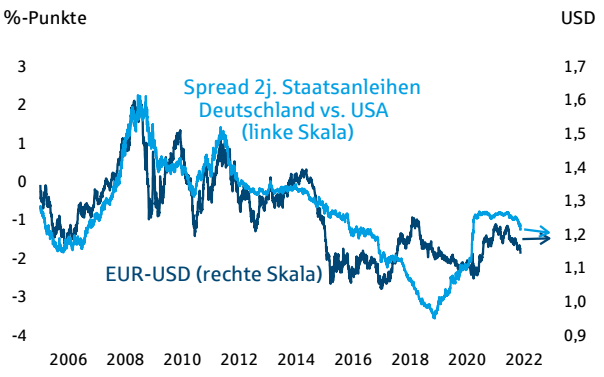
Die Geldpolitik gibt dem US-Dollar Rückenwind, für einen Höhenflug reicht er aber nicht aus. Strukturelle Faktoren mahnen zur Vorsicht. Der Euro-Dollar-Kurs dürfte seitwärts tendieren.

Die Abgesänge auf den US-Dollar haben sich einmal mehr nicht bewahrheitet. Die US-Währung legte bis dato mit soliden Zugewinnen ein überraschend gutes Jahr 2021 hin. Rückgrat für den Greenback war erneut die US-Wirtschaft, die beim Wachstum die Eurozone hinter sich ließ. Die Geldpolitik in den USA wird daher 2022 eine Kehrtwende einlegen. Steht der US-Dollar damit vor rosigen Zeiten?

Der wichtigste Taktgeber am Devisenmarkt ist in der Regel die Geldpolitik, insbesondere in Phasen von Zinswenden. Wie schon häufig wird vermutlich auch in diesem Zyklus die US-Notenbank vor der EZB die erste Zinsanhebung vornehmen. Im Vorfeld – etwa ein halbes Jahr – profitiert der US-Dollar klassischerweise davon, während im Anschluss an den ersten Schritt eine Gegenbewegung einsetzt. Die voraussichtlich zügigere Rückführung der Anleihekäufe seitens der Fed ist vor allem als Signal für die Zinspolitik zu werten. Denn die Dollar-Geldmenge wächst nach wie vor schneller als die der Eurozone.

Die Aussicht auf höhere Leitzinsen ließ den US-Renditevorteil gegenüber dem Euro bereits wachsen, was sich 2022 vermutlich leicht fortsetzen wird. Im Vergleich zu den letzten Jahren bzw. zum aktuellen Kursniveau fällt der Renditevorteil jedoch bescheiden aus. Die Luft für eine weitere signifikante Aufwertung ist dünn. Nachdem der US-Dollar gemessen an einer mutmaßlichen Zinswende im zweiten Halbjahr 2022 quasi einen Frühstart eingelegt hatte, würde sogar ein zeitweiliger Rückschlag nicht überraschen. Und nach der US-Zinswende wird das Augenmerk auf die EZB gerichtet werden. Klassische Gewinnmitnahmen beim US-Dollar wären dann nicht überraschend.

US-Renditevorteil nur moderat



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Langfristige Chancen für den Euro?

Jenseits der Geldpolitik findet der Greenback wenig Unterstützung. Der Dollar ist nach Kaufkraftparitäten gegenüber anderen Währungen insgesamt und vor allem gegenüber dem Euro deutlich überbewertet. Die höhere US-Inflation verschärft das Problem noch. Kein Wunder, dass sich das US-Handels- und Leistungsbilanzdefizit noch einmal vergrößerten. Ungeachtet einer Verringerung bleibt der Fehlbetrag im Staatshaushalt 2022 relativ hoch, selbst im Vergleich zur Eurozone. Die „Zwillingsdefizite“ sprechen weiterhin gegen den US-Dollar. Auch der US-Wachstumsvorteil gegenüber der Eurozone wird vermutlich geringer ausfallen.

In Europa existieren zwar einerseits durchaus einige politische Unsicherheitsfaktoren wie Wahlen, die den Euro-Dollar-Kurs zeitweise belasten könnten. Andererseits mildern sich die Probleme der Währungsunion tendenziell. Der „Wiederaufbaufonds“ stärkt die schwächeren Ökonomien. Ob dieser Fonds den Einstieg in einen dauerhaften fiskalischen Ausgleich bildet, ist umstritten. Zudem löst sich die ursprüngliche Divergenz bei den Lohnstückkosten gerade im Zuge der gestiegenen Inflationsraten immer mehr auf, die Unterschiede in der Wettbewerbsfähigkeit nivellieren sich. Und beim Thema Nachhaltigkeit, allen voran bei der Dekarbonisierung, scheint die EU vorauszueilen. Bei „Social“ und „Green“ Bonds wird die Gemeinschaft zum Marktführer. Wenn sich diese Märkte weiterentwickeln, könnte der Euro auf längere Sicht dem Platzhirschen US-Dollar Marktanteile abringen.

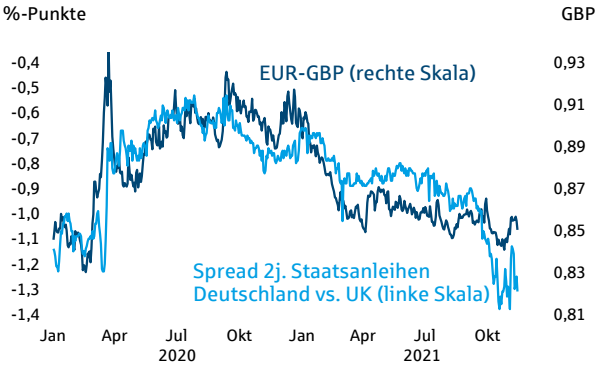
> *„Den Euro als Standardwährung auf Zukunftsmärkten und für nachhaltige Finanzprodukte etablieren.“*
> *Autorenpapier von Bündnis 90/Die Grünen*

Das Umfeld sieht daher für die US-Währung gar nicht so rosig aus. Insgesamt wird der US-Dollar wohl allenfalls noch zeitweise von der Geldpolitik beflügelt werden. Da umgekehrt dem Euro jedoch ein kräftiger geldpolitischer Rückenwind fehlt, wird sich der Euro-Dollar-Kurs per saldo vermutlich seitwärts bewegen. Ende 2022 dürfte ein Euro 1,20 US-Dollar kosten.

Britisches Pfund mit Aufwertungspotenzial

Das Britische Pfund reüssierte 2021, gerade gegenüber dem Euro. Die Geldpolitik stützt auch im kommenden Jahr die Währung. Die Bank of England reagiert zügiger auf das veränderte Inflationsumfeld und hebt ihren Leitzins bis Ende 2022 mehrfach an. Damit wird die britische Währung in Relation zum Euro und zum US-Dollar attraktiver, was die Renditedifferenzen belegen. Allerdings sind der Pfund-Entwicklung Grenzen gesetzt. Die relative Konjunkturstärke, auch bedingt durch den stärkeren Einbruch 2020 und das zügigere Impfprogramm, wird 2022 nachlassen. Das komplizierte Verhältnis zur EU könnte temporär verunsichern, zumal manche negativen Aspekte des Brexits erst allmählich offensichtlich werden. Der Euro-Pfund-Kurs dürfte bis auf 0,82 sinken, während der Pfund-Dollar-Kurs auf 1,46 steigen könnte.

Geldpolitik stärkt Renditevorteil des Pfunds



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Schweizer Franken weniger resistent

Trotz einer höheren Risikoneigung an den Finanzmärkten sowie gestiegener Anleiherenditen zeigte sich der Schweizer Franken 2021 gegenüber dem Euro robust. Insbesondere das Inflationsthema und die deswegen weltweit anziehenden Kapitalmarktrenditen sind dennoch ein Belastungsfaktor für die Schweizer Währung. Für die Notenbank besteht wenig Anlass, vor der EZB einen Kurswechsel einzuleiten.

Die Schweizer Wirtschaft erreichte zwar bereits ihr Vor-Pandemie-Niveau. Allerdings bleibt das Wachstum 2022 hinter dem der Eurozone zurück. Dies gilt umso mehr für die Inflation von gut 1 %. Die Renditedifferenzen dürften sich zunehmend gegen den Franken bewegen. Entsprechend verliert der Währung gegenüber dem Euro an Attraktivität. Langfristig betrachtet gilt der Franken ohnehin als überbewertet. Allenfalls temporär könnte der sichere Anlagehafen von Unsicherheiten profitieren. Die Schweizer Währung dürfte im Jahresverlauf nachgeben und der Euro-Franken-Kurs auf 1,10 steigen.

gg. Euro	Q1/22	Q2/22	Q3/22	Q4/22
US-Dollar	1,20	1,15	1,15	1,20
Jap. Yen	133	130	130	132
Brit. Pfund	0,85	0,82	0,82	0,82
Schw. Franken	1,08	1,10	1,08	1,10

Quelle: Helaba Research & Advisory

Japanischer Yen stabilisiert sich

Der Japanische Yen war 2021 der größte Verlierer unter den führenden Währungen. Anders als der Franken litt diese „Safe Haven"-Währung unter der hohen Risikoneigung und steigenden Kapitalmarktrenditen. Das Zinsumfeld wird für den Yen schwierig bleiben. Die Bank of Japan setzt trotz steigender Inflation ihren expansiven Kurs noch länger fort, während sich andere Notenbanken wenigstens vorsichtig in eine andere Richtung orientieren. Gleichwohl hat der Yen, gemessen an den Renditedifferenzen, schon viel Negatives vorweggenommen bzw. teilweise sogar etwas überreagiert. Eine leichte Beruhigung ist daher wahrscheinlich, zeitweise könnte der Yen sogar etwas aufwerten.

Der neue Ministerpräsident Kishida gilt nicht als großer Reformer und ist zumindest keine Hilfe für die Währung. Gegenüber dem Euro ist für 2022 insgesamt eine Seitwärtsbewegung zu erwarten. Der Euro-Yen-Kurs dürfte zum Jahresende bei 132 notieren. Gegenüber dem US-Dollar gilt per saldo ähnliches, wenngleich zwischenzeitlich eine Erholung deutlicher ausfallen könnte.

Christian Apelt, CFA



Kryptoassets: Großes Potenzial bei enormen Unterschieden

Die Blockchain ist en vogue, auch bei Anlegern. Die Transformation von Prozessen hat begonnen und neue Anlagemöglichkeiten entstehen. Kryptoasset ist aber nicht gleich Kryptoasset.

Die fortschreitende Digitalisierung führt vielerorts zu Umbrüchen in der Gestaltung von Wirtschaftsprozessen. Für Anleger ergeben sich dadurch völlig neue Investmentmöglichkeiten. Die Blockchain-Technologie sorgt für Furore und Kryptoassets erfreuen sich einer immer größeren Aufmerksamkeit. Laut DSGV-Vermögensbarometer 2021 halten bereits rund 7 % der privaten Anleger „Kryptowährungen" als geeignet für den Vermögensaufbau.

Ein Weckruf auch für Zentralbanken auf der ganzen Welt war ein von Facebook initiiertes Projekt zur Etablierung einer stabilen Kryptowährung. Zudem testet China in verschiedenen Pilotprojekten eine digitale Version des Yuans. Es gilt, Unterschiede sowie Chancen und Risiken der neuen Instrumente im Auge zu behalten.

Die Erfolgsgeschichte der Kryptowährungen startete mit dem Bitcoin. Inzwischen geht ihre Zahl in die Tausende. Der Begriff Währung suggeriert, dass es sich bei den Kryptoanlagen um anerkannte Zahlungsmittel handelt. Dem ist aber nicht so und besser wäre es, von Kryptoassets zu sprechen. Der Beginn der Tokenisierung sorgt derweil für eine Fülle von neuen Kryptoanlagen. Eine Unterscheidung in Payment, Utility und Security Token scheint sinnvoll.

> Sogenannte Kryptowährungen besitzen keinen inneren Wert

Bei Digitalwährungen handelt es sich um Payment Token. Zur dieser Kategorie zählen neben den normalen „Kryptowährungen" auch Stablecoins, und Central Bank Digital Currencies (CBDC). Bei Stablecoins, die durch unterliegende Werte gedeckt sind, steht die Transaktionsfunktion im Vordergrund. Allerdings bergen sie Risiken. So ist nicht nur die Intransparenz der hinterlegten Sicherheiten kritisch zu werten, sondern es sind negative Auswirkungen auf die Finanzstabilität zu befürchten.

CBDC stecken zwar noch in der Projekt-, Planungs-, oder Diskussionsphase, stellen aber per se Geld dar. Mit der Entwicklung von CBDC und Giralgeldtoken könnten die Kryptowährungen zudem wieder an Bedeutung verlieren, wenngleich Banken und Zentralbanken die grundsätzliche Konkurrenz durch „Nicht-Banken", die Stablecoins ausgeben, erhalten bleiben dürfte.

Bitcoin und ähnliche Payment Token besitzen keinen inneren Wert und sind hochriskant. Den Geldstatus haben diese „Währungen" nicht erreicht, denn die Zahlungsmittelfunktion ist so gut wie nicht erfüllt. Dies ist auf absehbare Zeit auch nicht zu erwarten. Zudem stellt der enorme Energieverbrauch bei vielen dieser Konstrukte ein Problem dar.

Utility Token können zum Beispiel digitale Identitäten repräsentieren oder Zugriffsberechtigungen in digitaler Form speichern. Zur Kategorie der Utility Token gehört auch die Vielzahl von Token, die Stimmrechte darstellen.

Die Tokenisierung von Sachwerten, also die digitale Abbildung von Vermögenswerten mittels Security Token auf einer Blockchain, ermöglicht deren Teilung in nahezu beliebig viele Teilstücke. Ein entscheidender Unterschied zu Kryptowährungen ist dabei, dass diese Token durch „reale" Assets gedeckt sind und die Kursentwicklung der Security Token im Wesentlichen durch den Cashflow der zugrundeliegenden Werte und deren Entwicklung bestimmt wird.

> Die Wachstumspotenziale der Tokenisierung von Sachwerten sind enorm

Die Wachstumspotenziale der Tokenisierung von Sachwerten sind enorm. Die damit verbundenen Chancen gilt es im Blick zu behalten, ebenso wie die Risiken, zu denen insbesondere die Informationsasymmetrie zählt. Gerade bei Mikroinvestments können die Kosten der Informationsbeschaffung mögliche Kursgewinne oder Renditen übersteigen, was problematisch sein kann.

Ralf Umlauf

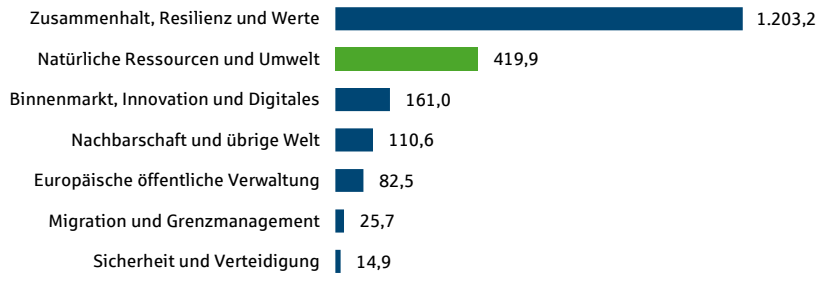
Europäische Union: Alles auf Grün

Noch dominieren ökologische Aspekte in der Nachhaltigkeitsstrategie der EU. Die Einbeziehung weiterer Facetten ist in Vorbereitung, der Diskussionsbedarf bleibt hoch.

Während die Pandemiebekämpfung hoffentlich bald in eine Schlussphase tritt, wird Nachhaltigkeit in der EU 2022 ein wichtiges Thema bleiben. Durch den Ende 2019 beschlossenen „Green Deal" will die EU bis 2050 klimaneutral werden. Zentrales Instrument für den Übergang zu nachhaltigem Wirtschaften ist die EU-Taxonomie-Verordnung, die alle drei Dimensionen von Nachhaltigkeit berücksichtigen soll: Den Umweltaspekt, soziale Kriterien und gute Unternehmensführung. Aktuell liegt der Schwerpunkt klar auf der Ökologie. Nach und nach werden die Offenlegungspflichten für Unternehmen erweitert, Kriterien für soziale Ziele und „Governance" sind in Vorbereitung. Aufgrund der unterschiedlichen wirtschaftlichen und politischen Ausrichtung ist der Abstimmungsbedarf der EU-Länder hoch und die Angst groß, Wettbewerbsfähigkeit einzubüßen.

Ein Fünftel für die Umwelt

Ausgabenplanung Mehrjähriger Finanzrahmen 2021-2027 nach Zielen, Mrd. Euro



Quellen: EU-Kommission, Helaba Research & Advisory

Im aktuellen Mehrjährigen Finanzrahmen liegt ein wichtiger Schwerpunkt auf der Ökologie: Vom Gesamtbetrag bis 2027 in Höhe von nominal 2.018 Mrd. Euro ist rund ein Fünftel für „Natürliche Ressourcen und Umwelt" eingeplant.

Noch deutlicher wird dies im Wiederaufbauprogramm „NextGenerationEU" (NGEU). Es umfasst mit gut 800 Mrd. Euro rund 40 % der gesamten Haushaltsmittel bis 2027. Nach Berechnungen von EZB und EU-Kommission könnte NGEU das Bruttoinlandsprodukt mittelfristig um 1,5 % steigern. Das Programm besteht vor allem aus der Aufbaufaziliät in Höhe von rund 724 Mrd. Euro, die sich ungefähr hälftig in Zuschüsse und Kredite aufteilt. Über ein Drittel davon sollen in grüne Investitionen fließen.

Grüne Offensive am Kapitalmarkt

Auch bei der Mittelbeschaffung stehen die Zeichen auf „Grün": Geplant sind 30 % Green Bonds bei der Finanzierung von NGEU. Im Oktober 2021 hat die EU erstmals eine grüne Anleihe im Umfang von 12 Mrd. Euro begeben. Sie war um mehr als das Zehnfache überzeichnet. Bis Ende 2026 soll das Volumen auf rund 250 Mrd. Euro steigen.

> *"This is Europe's 'man on the moon' moment."*
> *Ursula von der Leyen zum Green Deal*

Die Nachfrage dürfte hoch bleiben, denn der Run auf grüne Anleihen gewinnt an Tempo und bei den Themen, die die EU-Bevölkerung beschäftigen, rangieren Klimawandel und Umweltaspekte laut Umfragen weit vorne. Bei aller Einigkeit über das Ziel Nachhaltigkeit besteht aber noch Gesprächsbedarf, etwa hinsichtlich der Einbeziehung (grüner) Investitionen in die öffentliche Verschuldung. Denn auch die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen wäre im Sinne einer nachhaltigen Haushaltspolitik zu berücksichtigen. Die Maastricht-Grenzwerte bleiben aber 2022 ausgesetzt.

International werden die Bemühungen der EU allein für einen Richtungswechsel nicht ausreichen. Nur ein koordiniertes Vorgehen wird Erfolg haben. Dies betrifft globale Standards für grüne Anleihen, aber auch Vorgaben für soziale Kriterien und gute Unternehmensführung. Rasches Handeln kann als Vorbild dienen, möglicherweise sogar die Benchmark setzen. Aber selbst wenn der Erfolg nicht im Alleingang realisiert werden kann, so beginnt doch bekanntlich auch der weiteste Weg mit dem ersten Schritt.

Marion Dezenter

Deutschland: Innovationen voranbringen

Konjunkturell ist Deutschland auf gutem Weg. Die Herausforderung Klimaschutz begrenzt die Konsummöglichkeiten. Nur schnellerer technischer Fortschritt kann dem entgegenwirken.

In Deutschland hat sich die Corona-Pandemie in der ersten Novemberhälfte wieder verschärft. Die Konsumenten sind deswegen noch nicht zu ihrem Vorkrisenverhalten zurückgekehrt. Zudem bestehen Probleme mit der Verfügbarkeit von Vorprodukten, die teilweise eine Folge des kräftigen weltweiten industriellen Aufschwungs sind. Damit fällt das Wirtschaftswachstum 2021 mit 2,8 % gemessen am vorangegangenen Einbruch (2020: -4,9 %) enttäuschend aus. Die Hoffnung ruht jetzt auf 2022. Dann dürfte das Kapitel Pandemie mit einem Zuwachs von kalenderbereinigt rund 4 % abgeschlossen sein. Das Vorkrisenniveau wird bereits im ersten Quartal überschritten.

	2021s	2022p	2023p
Bruttoinlandsprodukt, real % gg. Vj.	2,8	3,9	1,8
BIP, kalenderbereinigt, real % gg. Vj.	2,8	4,0	2,0
Private Konsumausgaben, % gg. Vj.	0,5	5,5	1,2
Staatskonsum, % gg. Vj.	2,7	2,0	1,3
Bruttoanlageinvestitionen, % gg. Vj.	2,3	3,3	2,2
Ausrüstungsinvestitionen, % gg. Vj.	5,0	5,5	5,5
Bauinvestitionen, % gg. Vj.	1,5	1,5	1,0
Exporte, % gg. Vj.	8,0	4,5	3,5
Importe, % gg. Vj.	9,0	4,0	2,5
Inflationsrate, % gg. Vj.	3,1	2,7	2,4
Arbeitslosenquote, %	5,7	5,1	4,7
Arbeitslose, Tsd.	2.600	2.350	2.150
Budgetsaldo, % des BIP	-4,5	-2,5	-1,5
Leistungsbilanzsaldo, % des BIP	7,2	7,0	6,9

s=Schätzung, p=Prognose; Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

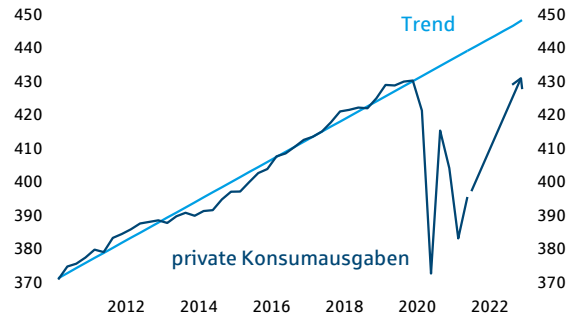
Die Fiskalpolitik wirkt durch das Auslaufen der Corona-Hilfen 2022 dämpfend. Allerdings plant die voraussichtliche neue Bundesregierung Stimulierungen in mehreren Bereichen, die diesen Effekt abschwächen. Da der wirtschaftliche Aufholprozess 2022 wohl abgeschlossen ist, sinkt die Wachstumsrate 2023 auf 2 %.

Ein wichtiger Treiber des Wachstums dürfte 2022 der private Konsum werden. Er war 2021 nur um schätzungsweise 0,5 % gestiegen. Zum einen blieben die verfügbaren Einkommen 2021 mit rund 2½ % unter der deutlich erhöhten Inflationsrate von gut 3 %. Die privaten Haushalte mussten also einen realen Rückgang ihrer Einkommen hinnehmen. Zum anderen hat die Sparquote ihr Niveau von 2019 (10,8 %) bei weitem noch nicht erreicht. Sie dürfte 2021 rund 15 % betragen haben.

2022 sollten wieder verstärkt Dienstleistungen in Anspruch genommen werden und durch die Überwindung der Lieferengpässe sind Güter wie Fahrzeuge auch problemloser verfügbar. Die Sparquote sinkt dann in etwa auf das Vorkrisenniveau. Die verfügbaren Einkommen sollten um gut 4 % zulegen, weil sich die Besserung der Beschäftigung fortsetzt, die Renten mit etwa 5½ % deutlich höher ausfallen sowie die Unternehmens- und Vermögenseinkommen steigen. Die mögliche neue Regierung plant eine einmalige Mindestlohnanhebung von 25 % auf 12 Euro. Sollte dies umgesetzt werden, wird die Kaufkraft zusätzlich erhöht. In der Summe dürften die Konsumausgaben 2022 um 5½ % zulegen.

Konsum: Nur langsam zum Trend

Mrd. Euro, Quartale, saisonbereinigt



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Die Inflationsrate sinkt 2022 nur leicht auf 2,7 %. Sondereffekte entlasten etwas: Die preistreibende Wirkung der Mehrwertsteueranpassung fällt aus der Berechnung heraus. Die Energienotierungen dürften zwar hoch bleiben, die Vorjahresveränderung geht hier aber deutlich zurück.

Die Ausrüstungsinvestitionen sind 2021 um schätzungsweise 5 % gestiegen. Die aus dem Vorproduktmangel und Logistikproblemen resultierenden Schwierigkeiten in der Industrie haben ein besseres Ergebnis nach dem Einbruch seit Mitte 2019 verhindert. Die allmählich verbesserte Lieferfähigkeit der Unternehmen sollte 2022 zu einem Wachstum von 5,5 % führen. Die Auftragseingänge aus dem Inland für Investitionsgüter sind deutlich gestiegen. Im Sondierungspapier der vermutlich künftigen Regierungsparteien werden „Superabschreibungen“ in den

Bereichen Digitalisierung und Klimaschutz angekündigt. Sollten diese 2022 eingeführt werden, ist mit positiven Effekten zu rechnen.

Die Bautätigkeit ist aktuell von Materialengpässen und Kapazitätsgrenzen betroffen. Erstere dürften langsam an Bedeutung verlieren, letztere jedoch nicht. Insofern werden die Zuwachsraten der Bauinvestitionen trotz hohem Bedarf 2022 mit 1,5 % überschaubar bleiben. Insgesamt dürften 2021 etwa 315.000 Wohnungen gebaut worden sein. Das von der voraussichtlich neuen Regierung gesetzte Ziel von 400.000 Wohnungen p.a., davon öffentlich gefördert 100.000, ist vor diesem Hintergrund ambitioniert und setzt die deutliche Ausweitung der Baukapazitäten voraus. Steigende Baukosten sowie Immobilien- und Grundstückspreise hemmen die Aktivitäten zusätzlich. Mehr Bauflächen müssten zur Verfügung gestellt werden.

> *Die Kosten des Klimaschutzes lassen sich nur durch marktwirtschaftliche Instrumente und schnelleren technischen Fortschritt in Grenzen halten.*

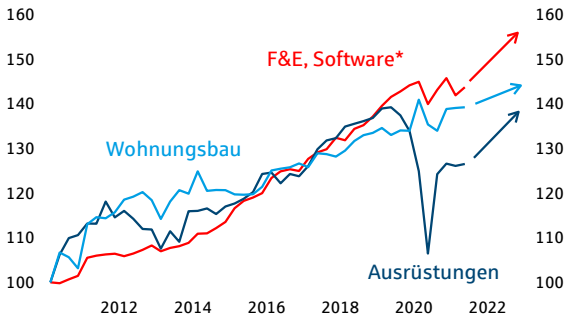
Der Außenhandel hat 2021 nichts zum Wachstum beigetragen. Die Importe dürften mit rund 9 % sogar etwas stärker gestiegen sein als die Exporte (8 %). Überdurchschnittlich stieg der Handel mit der Eurozone, während die Verkäufe nach Großbritannien keine Erholung zeigten. Auch bei den Exporten schlugen sich die Lieferprobleme negativ nieder. Diese Schwierigkeiten sollten sich 2022 reduzieren. Allerdings werden der starke Konsum und die höhere Produktion zu lebhaften Einfuhren führen. Die Exporte dürften mit 4,5 % trotzdem etwas stärker zulegen als die Importe (4 %), der Außenbeitrag steigt also.

Klimaschutz belastet temporär Konsummöglichkeiten

Die konjunkturellen Perspektiven sind vielversprechend. Trotzdem steht Deutschland vor großen Herausforderungen: Das Produktionspotenzial dürfte nach den Berechnungen der Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose bis 2026 unter 1 % sinken, vor allem, weil die Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter abnimmt. Die notwendige Dekarbonisierung zur Bekämpfung des Klimawandels wird einen Teil des Kapitalstocks entwerten. Massive Investitionen werden somit notwendig. Damit sinken zumindest temporär die Konsummöglichkeiten pro Einwohner.

Technischer Fortschritt stabilisiert Investitionen

Index: Q1 2010 = 100, real



*zudem Datenbanken, Urheberrechte
Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Die Kosten der Transformation zeigen sich mittelfristig auch in höheren Verbraucherpreisen. Lagen diese in Deutschland in den letzten fünf Jahren bei gut 1 % p.a., dürfte u.a. hierdurch in den nächsten fünf Jahren mehr als 2 % erreicht werden. Es besteht die Gefahr, dass zusätzliche klimapolitische Anreize, z.B. bei der energetischen Sanierung, aufgrund von Kapazitätsengpässen zu weiteren Preissteigerungen statt Mengeneffekten führen. Eine marktwirtschaftliche Umweltpolitik könnte die zwangsläufig entstehenden Kosten gegenüber dirigistischen Eingriffen verringern.

Das beschriebene Dilemma zwischen Klimaschutz und temporär sinkenden Realeinkommen pro Einwohner lässt sich durch technischen Fortschritt entschärfen. Nur er führt zu neuen klimafreundlichen Produkten und Verfahren sowie zu einer höheren Produktivität. Die neue Bundesregierung ist deswegen gut beraten – wie im Sondierungsentwurf angekündigt – Forschung und Innovation höchste Priorität einzuräumen. Erfolge hierin würden sich auch in den „Sonstigen Investitionen“ niederschlagen, die neben F&E auch Software sowie Datenbanken erfassen. Sie wachsen langfristig überdurchschnittlich, auch wenn zuletzt die Dynamik nachgelassen hat. Ihr Anteil beträgt mittlerweile fast ein Fünftel der gesamten Anlageinvestitionen.

Dr. Stefan Mütze



Hessen, Thüringen, NRW, Brandenburg: Erholung in zwei Phasen

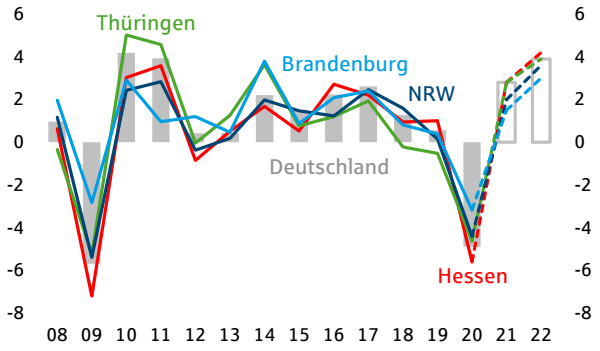
Die Kernregionen der Helaba zeigen im Ab- und Aufschwung eine unterschiedliche Dynamik. Gemeinsam ist ihnen aber, dass sie 2021 eine positive Wachstumsrate aufweisen, die 2022 weiter steigt. Mit Blick auf die Klimadebatte befinden sich die Länder in einer ungleichen Ausgangssituation, sind doch in NRW und Brandenburg die zwei größten Kohlestandorte Deutschlands.

Hessen: Überdurchschnittliches Wachstum 2022

Im ersten Halbjahr 2021 ist ein großer Schritt aus der Corona-Pandemie erfolgt. Das deutsche Bruttoinlandsprodukt (BIP) stieg um 2,9 % gegenüber dem Vorjahr (nicht kalenderbereinigt), nachdem es 2020 zu einem Einbruch von 4,9 % gekommen war. Hessen wuchs mit 2,8 % in fast gleichem Tempo, allerdings war der Rückgang 2020 mit 5,6 % ausgeprägter gewesen. Im zweiten Halbjahr 2021 lässt die Dynamik nach. Lieferengpässe, Kapazitätsgrenzen und eine steil gestiegene Inflation wirken sich dämpfend aus. Das deutsche Wirtschaftswachstum beträgt im Gesamtjahr schätzungsweise nur 2,8 % – Hessen dürfte eine ähnliche Rate erreichen. Erst 2022 wird der Knoten platzen und die bei vielen Branchen aufgestaute Nachfrage bedient werden, so dass eine hohe Zunahme des deutschen BIP von 3,9 % absehbar ist. Für Hessen sollte der Aufschwung mit 4,2 % noch etwas kräftiger ausfallen.

Wachstumsbeschleunigung 2022

Reales BIP, % gg. Vj.



Quellen: Arbeitskreis VGR der Länder, Helaba Research & Advisory

Durch den sukzessiven Abbau der Reisebeschränkungen werden sich Messebetrieb und Luftverkehr erholen. Dies wird sich positiv auf den Frankfurter Flughafen auswirken, dessen Passagieraufkommen im Oktober 2021 immer noch mehr als 40 % unter dem Durchschnitt von 2019 lag. Zudem müsste sich die Situation für die hessische Hotellerie verbessern, die besonders unter den Reiserestriktionen gelitten hat und 2021 auf 85 % der internationalen und 65 % der heimischen Gäste verzichten musste (verglichen mit 2019).

Die Industrie erlebte dagegen in den ersten acht Monaten ein Auftrags- und Umsatzplus von 19 % bzw. 14 % und übertrifft damit das Vorkrisenniveau. Das Baugewerbe entwickelte sich unbeeindruckt von der Pandemie weiter, stößt aber inzwischen an Kapazitätsgrenzen, so dass Umsatz und Arbeitsstunden leicht rückläufig waren (-3,5 % bzw. -1,2 %). Beim Auftragseingang ist der Bauboom sichtbar (+15,3 %). Die Impulse aus den verschiedenen Wirtschaftszweigen führten in der Summe zu einer deutlichen Verringerung der Arbeitslosenquote auf 4,7 %.

Thüringen: Industrie kompensiert Dienstleistungsschwäche

Das Wirtschaftswachstum in Thüringen dürfte 2021 mit 2,8 % den bundesdeutschen Durchschnitt erreichen, dafür spricht die Entwicklung in den ersten acht Monaten. Die Thüringer Industrie verbuchte einen Umsatzzuwachs von 13 %, der dem gesamtdeutschen Durchschnitt entsprach, wobei alle großen Wirtschaftszweige im Plus waren. Besonders hohe Steigerungsraten erzielten Kfz-Herstellung/Kfz-Teile mit 24 % und Elektrotechnik/Optik/elektrische Ausrüstungen sowie Metallerzeugnisse mit jeweils 18 %. Die ebenfalls wichtigen Branchen Maschinenbau und Nahrungsmittelgewerbe blieben mit ihren Zunahmen mit 12 % bzw. 2 % unter dem Durchschnitt.

Die diversifizierte Industriestruktur Thüringens bildet 2022 die Grundlage für ein erneut durchschnittliches Wirtschaftswachstum von 3,9 %. Sie bietet nämlich viele Ansatzpunkte für Digitalisierung und Nachhaltigkeit, die in den kommenden Jahren gefragt sein werden. Die Auftragseingänge aus dem In- und Ausland sind mit +25 % bzw. 32% ebenfalls vielversprechend. Da das Bundesland im Tourismus kaum von ausländischen Gästen abhängig ist, konnte es zuletzt etwas aufholen, wobei die Gästezahlen noch immer 55 % unter denen von 2019 liegen. Dienstleister, aber auch das Baugewerbe, die enger mit den Bedürfnissen der Bevölkerung vor Ort verknüpft sind, haben es aufgrund der demografischen Entwicklung schwerer und liefern – wenn überhaupt – nur unterdurchschnittliche

Impulse. Der Arbeitsmarkt spürt die Alterung der Erwerbspersonen schon jetzt. Thüringen weist mit 4,9 % eine unterdurchschnittliche Arbeitslosenquote auf (Deutschland im Oktober 2021: 5,2 %) und die Zahl der sozialversicherungspflichtig Beschäftigten stieg im August gegenüber dem Vorjahr nur um 0,4 % (Deutschland: 1,5 %).

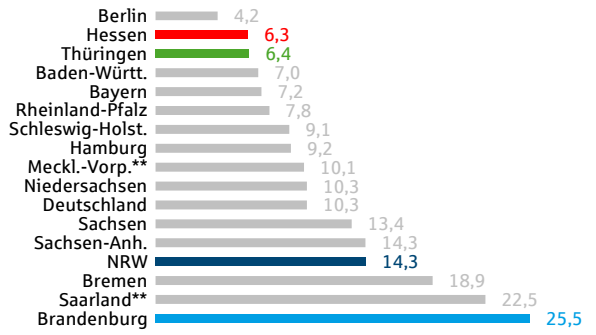
Nordrhein-Westfalen: Unterdurchschnittliches Wachstum

In Nordrhein-Westfalen (NRW) fiel die Erholung im ersten Halbjahr 2021 mit 1,8 % um einen Prozentpunkt niedriger als der Bundesdurchschnitt aus. Allerdings war der Rückgang 2020 mit 4,4 % ebenfalls geringer. Die bundesweite Abschwächung aufgrund des limitierten Angebots von Vorprodukten lässt das nordrhein-westfälische BIP nicht unberührt. Für 2021 ist mit einer Wachstumsrate von rund 2 % zu rechnen.

Wie nach der Finanzkrise ist der Aufholprozess in NRW weniger dynamisch, so dass 2022 ein Wirtschaftswachstum von 3,6 % die Obergrenze darstellen dürfte. In NRW stammt nämlich nur noch 17 % des wirtschaftlichen Outputs aus der zyklischen Industrie, während der Dienstleistungssektor inklusive Staat 73 % beiträgt. Diese Struktur, die aus der langjährigen Schrumpfung der Montanindustrie resultiert, wird sich durch die Dekarbonisierung der Produktionsprozesse und Konsumgewohnheiten nochmals ändern. Denn das Land weist die größte Menge an emittierten Tonnen CO_2-Äquivalenten auf und zählt damit pro Einwohner betrachtet zu den größten Verursachern von Treibhausgasen.

Kohlestandorte vor großen Herausforderungen

Tonnen CO_2-Äquivalente* je Einwohner 2018, 1.000 Tonnen



*ohne internationalen Luftverkehr **geschätzt aus Vorjahren

Quellen: Umweltökon. Gesamtrechnungen der Länder, Helaba Research & Advisory

Die für den Kohleausstieg in Aussicht gestellten Kompensationszahlungen sollten in NRW nicht strikt auf die betroffenen Regionen begrenzt werden. Besser wäre es, Probleme gemeinsam anzugehen. Eine Förderung der Flexibilität unter Einbeziehung moderner Mobilitätskonzepte und der digitalen Anbindung der Arbeitsplätze tut schon jetzt Not. So ist die durchschnittliche Arbeitslosequote der 22 kreisfreien Städte, in denen gut 40 % der Einwohner leben, mit 10 % doppelt so hoch wie in den Landkreisen.

Brandenburg: Weniger Krise – weniger Aufschwung

In Brandenburg dürfte das Wachstum 2021 mit 1,5 % zu den bundesweit niedrigsten zählen. Für 2022 ist eine Verdoppelung zu erwarten, die aber erneut den gesamtdeutschen Durchschnitt deutlich verfehlt. Die wirtschaftliche Abschwächung aufgrund der Corona-Krise war allerdings 2020 mit -3,2 % vergleichsweise mild, so dass die Nachholeffekte entsprechend geringer sind. Hierfür dürfte die Nähe zur Bundeshauptstadt Berlin ausschlaggebend sein, die weniger konjunktursensitiv ist und ähnliche Wachstumsraten aufweist.

Die Erholung in der brandenburgischen Industrie war in den ersten acht Monaten 2021 mit 8 % noch unterdurchschnittlich, wobei die Auftragseingänge um gut 30 % gestiegen sind und weitere Verbesserungen ankündigen. Das Bauhauptgewerbe scheint 2021 eine Verschnaufpause einzulegen, nach sehr hohen Umsatzzuwächsen in den Vorjahren. Der Einzelhandel zeigt Dynamik mit einem realen Plus von 4,6 % (Deutschland: 1,5 %). Die Zahl der übernachtenden Gäste ist weit von der Vor-Corona-Zeit entfernt und lag 51 % unter dem Wert von 2019. Der Flughafen Berlin-Brandenburg ist noch längst nicht auf dem avisierten Niveau. Verglichen mit den Passagierzahlen der zwei früheren Berliner Flughäfen Schönefeld und Tegel liegt der neue Airport 85 % unter dem 2019er Wert.

Der Klimaschutz ist für Brandenburg eine Herausforderung. Das Bundesland ist aufgrund des Kohleabbaus für 7,5 % der in Deutschland emittieren Treibhausgase verantwortlich und weist den höchsten Pro-Kopf-Wert aus. Angesichts der brandenburgischen Arbeitslosenquote von nur 5,3 % sollten die Kompensationsmittel für den Kohleausstieg so verteilt werden, dass sie der absehbaren demografischen Entwicklung Rechnung tragen.

Barbara Bahadori



Frankreich: Nach der Krise ist vor der Herausforderung

Frankreich kommt gut aus der Pandemie heraus, aber auf Kosten einer höheren Staatsverschuldung. Mit notwendigen Strukturreformen ist vor der Präsidentschaftswahl nicht zu rechnen.

Frankreich hat das Vor-Corona-Niveau des Bruttoinlandsprodukts früher als Deutschland bereits 2021 überschritten. Allerdings war der Einbruch zuvor auch deutlich schärfer. 2022 wird sich die Dynamik mit einem Wachstum von 3,6 % in Richtung Normalität bewegen.

Die Zahl der Infektionen stieg im Herbst 2021 von niedrigem Niveau aus langsamer als in Deutschland. Die Verunsicherung durch die Pandemie hat abgenommen. Die Verbraucher haben ihre Konsumausgaben 2021 mit rund 4 ½ % deutlich erhöht. 2022 dürften Löhne und Gehälter erneut weniger stark als die Inflation mit 2,2 % zulegen. Allerdings nimmt die Beschäftigung leicht zu. Die Arbeitslosigkeit ist wieder auf das Vorkrisenniveau gesunken und die Kurzarbeit hat deutlich abgenommen. Aufgrund des hohen Ausgangsniveaus am Jahresanfang und einer niedrigeren Sparleistung dürfte 2022 nochmals ein Konsumplus von 4 % erreicht werden.

		2020	2021s	2022p	2023p
BIP, real	% gg. Vj.	-8,0	6,7	3,6	1,7
Inflationsrate	% gg. Vj.	0,5	2,0	2,2	2,0
Arbeitslosenquote	%	8,0	7,9	7,4	6,9
Budgetsaldo	% des BIP	-9,1	-8,5	-5,5	-4,0

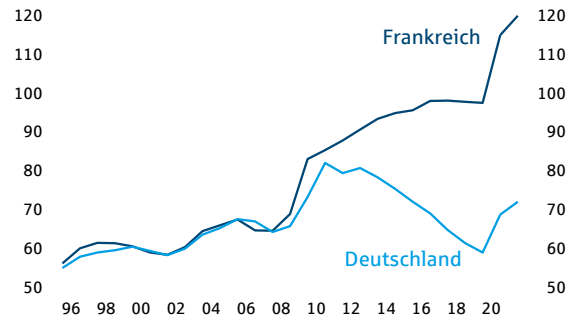
Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Die deutlich gestiegenen Energiekosten haben das Verbrauchervertrauen bislang kaum belastet, auch weil die Regierung Gas- und Strompreiserhöhungen temporär begrenzt. Ökonomisch sinnvoller als dieser Eingriff in den Preismechanismus sind die geplanten Transfers von 100 Euro für bedürftige Haushalte. Insgesamt schneidet Frankreich beim Ausstoß der Klimagase pro Kopf deutlich günstiger ab als Deutschland. Die Konzentration auf Kernenergie und die geringere Bedeutung der Grundstoffindustrie spielen hier eine entscheidende Rolle.

Die französischen Ausrüstungsinvestitionen dürften 2021 um 9 % gestiegen sein. Trotz lebhafter Konjunktur und günstiger Finanzierungsbedingungen ist hier für 2022 ein deutlich niedrigerer Zuwachs zu erwarten. Die Bauinvestitionen haben 2021 mit einem Wachstum von 15 % das Vorkrisenniveau sogar überschritten. Nun bremsen knappe Arbeitskräfte, die mangelnde Verfügbarkeit von Baugrundstücken und hohe Kosten. Zuletzt langsamer steigende Wohnungsbaugenehmigungen signalisieren für 2022 ein mäßiges Bauwachstum. Vom Außenhandel sind hingegen auch 2022 keine Impulse zu erwarten, da die Importe ähnlich stark zulegen wie die Exporte.

Handlungsbedarf vor der nächsten Krise

Staatsverschuldung, % des BIP



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Die französische Regierung hatte mit umfangreichen Maßnahmen die wirtschaftlichen Konsequenzen der Pandemie abgefedert. Die günstigeren Konjunktur- und Arbeitsmarktdaten haben sie mittlerweile bewogen, die Hilfen zurückzufahren. Die Staatsverschuldung ist 2021 auf annähernd 120 % des Bruttoinlandsprodukts gestiegen. Frankreich war es im Gegensatz zu Deutschland nach der Wirtschafts- und Finanzkrise 2008/2009 nicht gelungen, die Staatsverschuldung abzubauen.

Vor der Präsidentschaftswahl im April 2022 stehen die Konsolidierung des Staatshaushaltes wie auch Strukturreformen nicht auf der Agenda. Dies wäre jedoch dringlich, um zu verhindern, dass jede neue Krise zu einem treppenförmigen Anstieg der Verschuldung führt. Dies gilt umso mehr vor dem Hintergrund zusätzlicher Herausforderungen im Klimaschutz. Um das Wachstumspotenzial zu erhöhen, müsste mehr in Forschung und Entwicklung investiert werden. Der Transfer von Forschungsergebnissen in die Industrie ließe sich ebenfalls optimieren. Zudem führt kein Weg an einer Reform der Rentenversicherung vorbei, um deren Defizit zu reduzieren. Es bleibt zu hoffen, dass nach der Präsidentschaftswahl die notwendigen Reformen angegangen werden.

Dr. Stefan Mütze



Italien: Ist der Konjunkturboom nachhaltig?

Dank der expansiven Fiskalpolitik überrascht Italien mit hohem Wachstum. Ohne strukturelle ökonomische und ökologische Reformen bleibt dies allerdings ein Einmaleffekt.

Die italienische Volkswirtschaft hat Fahrt aufgenommen. Nicht nur zuletzt wenige Corona-Fälle und hohe Impfquoten sorgen für Optimismus. Auch der EU-Aufbauplan „NextGenerationEU“, aus dem Italien allein Transfers von 69 Mrd. Euro oder knapp 4 % des Bruttoinlandsprodukts erhält, hebt die Stimmung. Geschäfts- und Konsumklima der Unternehmen haben Höchststände erreicht. 2021 dürfte das Land seine Wirtschaftsleistung um mehr als 6 % steigern. Auch 2022 wird die Dynamik mit 3,7 % hoch ausfallen.

		2020	2021s	2022p	2023p
BIP*, real	% gg. Vj.	-9,0	6,3	3,7	1,7
Inflationsrate	% gg. Vj.	-0,1	1,8	1,9	1,7
Arbeitslosenquote	%	9,3	9,6	8,5	7,9
Budgetsaldo	% des BIP	-9,6	-9,0	-6,0	-4,5

*kalenderbereinigt; Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

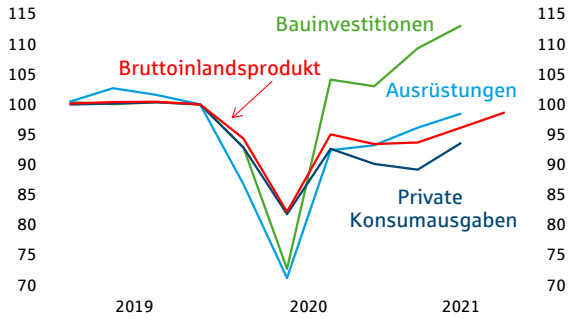
Ein Gutteil des neuen Erfolges ist der momentan extrem expansiven Fiskalpolitik geschuldet. Damit ist Italien allerdings noch nicht wieder in der Spur. Strukturelle Defizite, die die chronische Wachstums- und Produktivitätsschwäche der vergangenen Jahrzehnte verursacht haben, sind nicht beseitigt. Hinzu kommen die Herausforderungen des Klimawandels, die die Expertenregierung unter Mario Draghi auf die Agenda gesetzt hat. Sie hat einen Blitzstart hingelegt. Neben den Erfolgen in der Impfkampagne ist die Justizreform, die die langen Verfahren verkürzen soll, weit gediehen. Das nur mit Abstrichen umgesetzte „Konkurrenz-Dekret“ zeigt aber, dass Reformen auf gesellschaftliche und politische Widerstände stoßen. Das Gesetz soll für mehr Wettbewerb bei verschiedenen Dienstleistungen sorgen.

Auch in Italien wird die Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter in den nächsten Jahren weiter abnehmen. Bereits jetzt fehlt qualifiziertes Personal trotz einer hohen Arbeitslosenquote von aktuell mehr als 9 %. Diesem Effekt kann damit begegnet werden, dass die Produktivität der verbleibenden Beschäftigten steigt und Arbeitssuchende qualifiziert werden. Hierzu müssen verstärkte Anstrengungen im Bildungs- und Forschungsbereich unternommen werden. Um den Übergang von der Schule in den Arbeitsmarkt zu erleichtern, will die Regierung nun junge Menschen in berufsbildenden Einrichtungen besser fördern. Außerdem soll die traditionell niedrige Erwerbsbeteiligung insbesondere der Frauen erhöht werden. Im Aufbauplan sind deswegen mehr Investitionen für Kinderbetreuung vorgesehen. Zudem soll die Verwaltung effizienter werden.

Die privaten Haushalte profitieren vom Aufschwung. Die Konsumausgaben dürften 2021um 4,5 % gestiegen sein und die Beschäftigung verbessert sich. Allerdings bremst die höhere Inflation bei gleichzeitig nur leicht zunehmenden Tariflöhnen. Der starke Anstieg der Energiepreise dürfte nur allmählich zurückgehen. Die Teuerung dürfte 2022 mit 1,9 % ähnlich hoch liegen wie im Jahr zuvor. Trotzdem wird der private Konsum 2022 mit erneut 4,5 % überdurchschnittlich expandieren, auch weil Steuererleichterungen für die privaten Haushalte beschlossen wurden.

Bauboom in Italien

Index: Q4 2019 = 100, real



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Italien hat bereits begonnen, die EU-Mittel in Bauvorhaben umzusetzen. Die Investitionen im Nicht-Wohnungsbau liegen deutlich über dem Vorkrisenniveau. Auch der Wohnungsbau erholt sich. Die gesamten Bauinvestitionen dürften 2021 um mindestens ein Fünftel zugelegt haben. Das Geschäftsklima des Sektors ist deutlich optimistischer als in anderen Branchen. Das lässt erwarten, dass sich die rege Bautätigkeit 2022 und darüber hinaus fortsetzt. Der Außenhandel hat 2021 einen leicht negativen Wachstumseffekt geliefert und auch für 2022 ist mit keinem positiven Impuls zu rechnen. Hohe Investitionen und ein Aufholen des Konsums stimulieren die Importe.

Dr. Stefan Mütze

Spanien: Nachzügler mit Aufholpotenzial

Die weiterhin schwachen Tourismus- und Bauausgaben bremsen noch das spanische Wachstum. Unterstützt durch den EU-Aufbaufonds dürfte sich der Aufschwung 2022 fortsetzen.

Spanien hinkt beim Aufholen des Corona-Einbruchs hinterher. Das Bruttoinlandsprodukt dürfte 2021 um gut 4 % wachsen und trotzdem am Jahresende knapp 6 % niedriger liegen als Ende 2019. Andere europäische Länder sind hier weiter vorangekommen. Ein Grund hierfür ist der nur allmählich wieder anlaufende Tourismus, der mit rund 14 % einen hohen Anteil an der gesamtwirtschaftlichen Leistung erreicht. So lagen die Ausgaben von Reisenden in den Sommermonaten 2021 immer noch bei weniger als der Hälfte des Jahres 2019. Eine weitere Besserung zeichnet sich jedoch ab. Die spanische Industrie hat nach einer raschen Erholung allerdings mittlerweile an Fahrt verloren. Auch hier leiden die Unternehmen unter der mangelnden Verfügbarkeit von Vorprodukten, während die Auftragslage weiterhin gut ist.

		2020	2021s	2022p	2023p
BIP, real	% gg. Vj.	-10,8	4,3	4,6	2,2
Inflationsrate	% gg. Vj.	-0,3	2,9	2,8	2,2
Arbeitslosenquote	%	15,5	14,6	12,4	11,9
Budgetsaldo	% des BIP	-11,0	-9,0	-5,5	-4,0

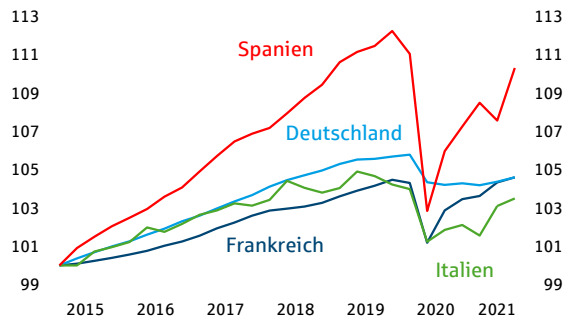
Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Die privaten Konsumausgaben sind 2021 um schätzungsweise 5 ½ % gestiegen, nach dem Einbruch von 12 % zuvor. Die Normalisierung dürfte sich 2022 mit einem Zuwachs von etwa 5 % fortsetzen. Die Tariflöhne sind 2021 um gerade mal 1 ½ % gestiegen und auch 2022 ist hier nur mit einer moderaten Verbesserung zu rechnen. Dagegen haben die Unternehmens- und Vermögenseinkommen Fahrt aufgenommen. Gebremst wird der Konsum durch die hohe Inflationsrate von zuletzt 5,5 %. Im Jahresdurchschnitt 2022 muss mit einem Preisanstieg von knapp 3 % gerechnet werden. Positiv wirkt sich hingegen der Arbeitsmarkt aus. Der Beschäftigungsstand vor der Krise dürfte bald erreicht sein und die Arbeitslosigkeit sinkt. Zudem hat die Regierung im neuen Haushaltsplan Mittel vor allem für Jüngere bereitgestellt, wie höhere Stipendien, Gutscheine für Ausgaben im Kulturbereich und Wohngeldzuschüsse. Eine Konsolidierung des Staatshaushalts ist wie in vielen anderen europäischen Ländern nicht zu erwarten, obwohl die Staatsverschuldung aktuell bereits bei 120 % des Bruttoinlandsprodukts liegt. Das öffentliche Defizit dürfte sich nur langsam zurückbilden.

Die spanischen Ausrüstungsinvestitionen haben bereits 2021 den Einbruch des Corona-Jahres mit einem Plus von rund 14 % aufgeholt. Allerdings hat die Dynamik zuletzt abgenommen. Die Rahmenbedingungen werden sich 2022 verbessern, da die Industrie bei nachlassenden Lieferproblemen wieder mehr investieren dürfte. Die Kapitalbildung wird auch vom Programm „NextGenerationEU“ profitieren, aus dem Spanien alleine Transfers in der Höhe von 5,8 % der aktuellen Wirtschaftsleistung erhält.

Spanische Beschäftigung steigt deutlich

Zahl der Beschäftigten*, Index: Q1 2015 = 100



*Q3 2021 teilweise Schätzungen
Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Die Mittel sollen vorwiegend in Digitalisierung und den Klimaschutz fließen. Spanien konzentriert sich hier u.a. auf Konzepte der Elektromobilität. Neben neuen Bahnstrecken dürfte Wohnungs- und Stadtsanierung zu mehr Bautätigkeit führen. Dies wird einen Teil der Rückgänge der Wohnungsbauinvestitionen in den Jahren 2020 und 2021 kompensieren. Wenig förderlich dürfte die beschlossene Mietpreisbremse sein, die sich an Eigentümer von mehr als zehn Wohnungen in angespannten Lagen richtet. Zudem sind bei Neubauten 30 % für Sozialwohnungen zu reservieren. Die Wohnungsbauinvestitionen dürften 2022 trotzdem moderat expandieren. Der Außenhandel hat das Wirtschaftswachstum 2021 reduziert. Die Importe stiegen lebhaft, während die Exporte auch in Spanien durch Lieferprobleme etwas gebremst wurden. 2022 sollte der Außenbeitrag stabil ausfallen.

Dr. Stefan Mütze



Schweden: Regierung vor einem herausfordernden Wahljahr

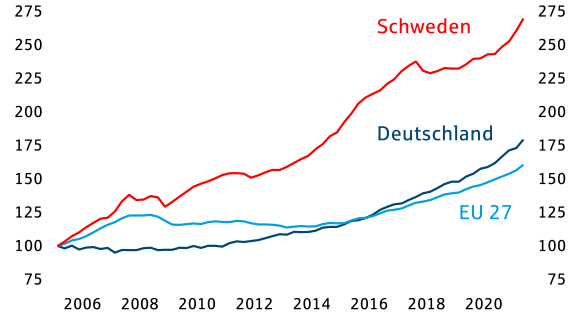
Die Regierung wird sich 2022 nicht nur der Parlamentswahl widmen können. Auch der angespannte Wohnungsmarkt und die EU-Taxonomie werden Kapazitäten binden.

Mit einem Wachstum des Bruttoinlandsprodukts von voraussichtlich 4,3 % lässt die schwedische Wirtschaft 2021 die Krise hinter sich. Hohe Energiepreise bremsen 2022 das Wachstum. Mit 3,2 % bleibt es aber oberhalb des Vorkrisenniveaus. Dafür spricht unter anderem der anhaltende Anstieg des Industrievertrauens.

Eine Basis für den Aufschwung bleibt der private Konsum, allerdings belasten die hohen Energiepreise die Kaufkraft. Die Sparquote der privaten Haushalte ist in der Pandemie auf gut 20 % gestiegen, die Arbeitslosenquote geht 2022 zurück. Rund 70 % der Gesamtbevölkerung sind voll geimpft. Eine verschärfte Pandemiebekämpfung ist aus heutiger Sicht nicht zu erwarten. Das Budget sieht u.a. für Investitionen und Steuersenkungen 74 Mrd. SEK (1,4 % des BIP) vor.

Schweden: Höchstpreise auf dem Wohnungsmarkt

Eurostat Hauspreisindex, 01/2005 = 100



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Ein Risikofaktor für die Konjunktur bleiben neben hohen Energiepreisen die Lieferschwierigkeiten für verschiedene Materialien und Vorprodukte, die die Erzeugerpreise in die Höhe treiben. Auch die Preise am Wohnungsmarkt haben ein neues Allzeithoch erreicht und bei den privaten Haushalten zum Anstieg der Verschuldungsquote auf gut 170 % des Einkommens beigetragen (Eurozone: 96 %).

> *"You must do the impossible. Because giving up can never ever be an option."*
> *Greta Thunberg 2019 vor dem US-Kongress*

Im Jahresdurchschnitt 2022 wird die Inflation rund 2 % erreichen. Dies ist im langjährigen Vergleich eher hoch, nicht aber im aktuellen internationalen Vergleich. Hauptursache ist die geringere Abhängigkeit Schwedens v.a. vom besonders stark gestiegenen Gaspreis. So bleibt die Teuerung im Zielbereich von 2 % +/- 1 Prozentpunkt. Bei der Geldpolitik geht die Riksbank erste Schritte in Richtung Normalisierung: Die Nettokäufe von Anleihen laufen zum Jahresende 2021 aus. 2022 dürfte der Leitzins noch auf dem aktuellen Stand von 0 % bleiben, um den Aufschwung nicht zu gefährden. Die derzeit höheren Inflationsraten beurteilt die Notenbank bislang als vorübergehende Entwicklung. Die Währung dürfte im Laufe von 2022 an Wert gewinnen und deutlicher unter der Marke von 10 Kronen je Euro notieren.

Regierung vor Herausforderungen

		2020	2021s	2022p	2023p
BIP, real*	% gg. Vj.	-2,9	4,3	3,2	2,0
Inflationsrate	% gg. Vj.	0,5	2,1	2,0	1,4
Arbeitslosenquote	%	8,3	9,0	7,9	7,0
Budgetsaldo	% des BIP	-3,0	-1,5	0,0	0,5

*kalenderbereinigt; Quellen: EU, EIU, Macrobond, Helaba Research & Advisory

Nach dem Rücktritt von Ministerpräsident Löfven im November 2021 steht die Vorbereitung auf die Parlamentswahl im September 2022 an. Bis dahin muss die Minderheitsregierung aus Sozialdemokraten und Grünen den Übergang von der akuten Notfallbekämpfung auf einen langfristigen Wachstumspfad gestalten. Die Zuschüsse aus dem EU-Wiederaufbauprogramm in Höhe von knapp 1 % des BIP werden dabei dank der guten Haushaltslage eine geringere Rolle spielen als in einigen anderen Ländern.

Zu den Herausforderungen wird international die Einigung auf weitere EU-Taxonomie-Standards gehören. Strittig ist etwa die Einstufung der Kernenergie, zu deren Befürwortern Schweden zählt. Innenpolitisch wird u.a. die Integration von Zuwanderern in den Arbeitsmarkt ein Wahlkampfthema sein. Zu den großen Themenblöcken zählt aber auch die Suche nach Lösungen für den angespannten Wohnungsmarkt. Nicht nur Greta Thunberg dringt auf die Umsetzung des Unmöglichen.

Marion Dezenter



Polen, Tschechien, Ungarn: Beziehung zur EU als Wirtschaftsfaktor

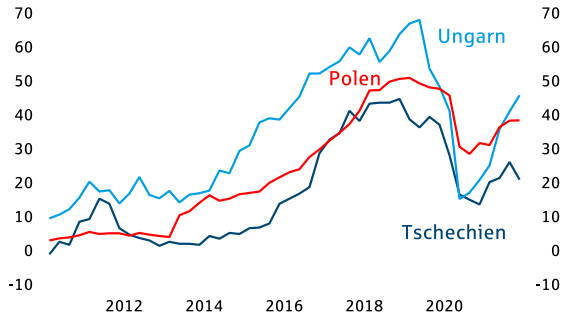
Ein stabiles Wirtschaftswachstum und hohe Inflationsraten legen den Grund für weitere Zinsschritte der Notenbanken. Konflikte mit der EU drohen aber zum Bremsfaktor zu werden.

Der Aufschwung ist da, die Dynamik in den drei zentralosteuropäischen Ländern jedoch unterschiedlich: Das Wachstumstempo in Tschechien ist deutlich schwächer. Hier leidet vor allem die Automobilindustrie unter Lieferengpässen, insbesondere dem Chip-Mangel. Werden diese Probleme im Laufe von 2022 überwunden, ist mit Nachholeffekten zu rechnen.

Der Tourismus spielt in Tschechien und Ungarn mit ca. 8 % des BIP eine größere Rolle als in Polen (gut 4 %). Noch liegen die Übernachtungszahlen unter den Vorkrisenniveaus, sie dürften 2022 aber wieder zulegen. Polen profitiert außerdem von einer stärkeren Diversifizierung der Wirtschaft, dem größeren Binnenmarkt sowie dem robusten privaten Verbrauch, der ab Januar 2022 mit dem „polnischen Deal" Impulse von der Fiskalpolitik erhält. Das Wirtschaftswachstum wird daher 2022 in Tschechien deutlich steigen, während es sich in Polen und Ungarn auf hohem Niveau konsolidiert.

Fachkräftemangel v.a. in Polen und Ungarn

Faktoren, die die Produktion beschränken: Arbeit, %, saisonbereinigt



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Inflation bleibt ein Thema

Lieferkettenprobleme und Materialengpässe treiben die Erzeugerpreise. Aber auch der Faktor Arbeit wirkt wieder verstärkt als Produktionshemmnis. Wo immer möglich, werden die Unternehmen daher die höheren Kosten an die Verbraucher weitergeben. Die Auswirkungen stark gestiegener Energie- und Nahrungsmittelpreise, die 2021 die Inflation befeuern, sollten im Laufe von 2022 etwas nachlassen. Da Lieferschwierigkeiten aber zumindest in den ersten Monaten des Jahres ein Thema sein werden und der Fachkräftemangel andauert, wird die Inflation noch einige Zeit hoch bleiben und im Jahresdurchschnitt Werte zwischen rund 3 ½ % (Tschechien) und 5 % (Polen) erreichen.

		Polen				Tschechien				Ungarn			
		2020	2021s	2022p	2023p	2020	2021s	2022p	2023p	2020	2021s	2022p	2023p
BIP, real*	% gg. Vj.	-2,5	5,0	5,3	4,3	-5,8	2,7	4,6	3,3	-4,8	6,9	4,6	3,5
Inflationsrate	% gg. Vj.	3,4	5,0	4,7	3,0	3,2	3,9	3,4	2,2	3,3	5,0	4,5	3,0
Arbeitslosenquote	%	5,9	6,1	5,7	5,5	2,8	3,6	3,8	3,3	4,0	4,2	3,9	3,6
Budgetsaldo	% des BIP	-7,0	-6,6	-3,9	-3,0	-6,1	-8,3	-5,7	-5,2	-8,1	-6,9	-4,3	-3,8

*kalenderbereinigt; Quellen: EU, EIU, Macrobond, Helaba Research & Advisory

Notenbanken reagieren frühzeitig und entschlossen

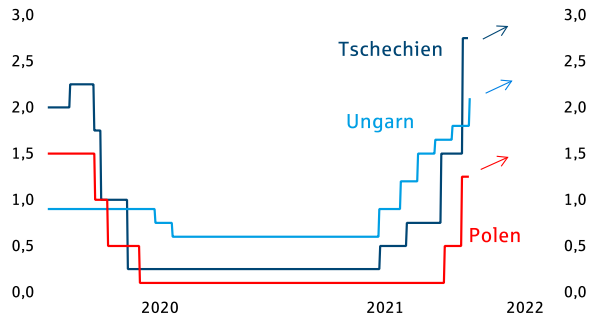
Die Notenbanken haben auf die Inflationsentwicklung unterschiedlich rasch reagiert: In Tschechien und Ungarn ist die Normalisierung bereits seit Juni 2021 im Gange. Die polnische Notenbank erhöht seit Oktober, nachdem sie lange den vorübergehenden Charakter der hohen Inflation betont hatte. Inzwischen liegen die Leitzinsen zwischen 1,25 % in Polen sowie 2,75 % in Tschechien. Unter den Annahmen einer insgesamt beherrschbaren Corona-Lage und weiterhin guter Wachstumsraten dürften weitere Zinsschritte folgen. Die noch ausbaufähigen Impfraten verbunden mit dem Risiko konjunktureller Rückschläge könnten das Tempo allerdings bremsen.

Die Währungen profitieren von den attraktiveren Zinsen und werden auch von der Wachstumsperspektive gestärkt. Allerdings signalisiert der Euro-Kurs von Krone, Forint und Zloty auch immer wieder eine Verunsicherung der Investoren. Vor allem die Konflikte Polens und Ungarns mit der EU belasten. Die Krone hat sich zwar seit Beginn der Pandemie deutlich stabiler entwickelt, jedoch kann sich Tschechien, das im zweiten Halbjahr 2022 die EU-Ratspräsidentschaft innehat, nicht völlig von den Turbulenzen in der Region lösen. Wie die Beziehungen zur

EU gestaltet werden, wird 2022 auch die Wechselkursentwicklung widerspiegeln. Eine rasche Entspannung ist aber nicht zu vermuten.

Frühzeitige Zinswende in Zentralosteuropa

Leitzins, %



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Als Start in den „Polexit" will Ministerpräsident Morawiecki das Urteil des Verfassungsgerichts zum Vorrang des polnischen Rechts vor dem Recht der EU allerdings nicht verstanden wissen: „Polen ist Mitglied der Union und wird es bleiben." Ein Austritt stünde ohnehin im Widerspruch zur Haltung der Bevölkerung: Laut einer EU-Umfrage von 2021 fühlen sich 81 % der Polen als EU-Bürger, mehr als im Durchschnitt der EU (72 %). Hingegen gaben 60 % der Polen an, dem nationalen Rechtssystem nicht zu vertrauen (EU-Durchschnitt: 43 %). Ungarn, wo im April 2022 Parlamentswahlen stattfinden, sieht sich „an der Seite von Polen". Allerdings gibt auch hier die deutliche Mehrheit (78 %) an, sich als EU-Bürger zu fühlen. Wie in Polen ist die Verbundenheit der Menschen zur EU im Ländervergleich sogar überdurchschnittlich.

Solide internationale Beziehungen als Basis für eine nachhaltige Wirtschaftsentwicklung

Anfang 2021 trat eine EU-Verordnung in Kraft, die es der EU ermöglicht, Finanzmittel zurückzuhalten, wenn die Rechtsstaatlichkeit in einem Land bedroht und dadurch ein finanzieller Schaden zu befürchten ist. Sie wird nach dem Widerspruch von Polen und Ungarn derzeit vom Europäischen Gerichtshof (EuGH) auf ihre Rechtmäßigkeit überprüft. Eine Grundsatzentscheidung des EuGH könnte in Kürze vorliegen.

Im Gegensatz zu den beiden Ländern, deren Wiederaufbaupläne noch nicht genehmigt sind, hat die EU an Tschechien Ende September 2021 knapp eine Milliarde Euro aus dem Programm NextGenerationEU (NGEU) ausbezahlt, um z.B. eine höhere Energieeffizienz von Gebäuden, digitale Bildung und die Resilienz des Gesundheitswesens zu fördern. EU-Kommissionspräsidentin von der Leyen kündigte an, die Mittel für Polen so lange zu blockieren, bis strittige Justizreformen zurückgenommen sind. Der EuGH verhängte Zwangsgelder. Aus dem NGEU hat Polen rund 24 Mrd. Euro an Zuschüssen und 12 Mrd. Euro an Krediten beantragt, Ungarn und Tschechien jeweils Zuschüsse von rund 7 Mrd. Euro. Dies entspricht etwa 3 % (Tschechien) bis 7 % (Polen) des Vorkrisen-BIP.

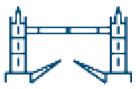
Aber nicht nur die Aussicht auf Fördergelder verdeutlicht, dass politische Stabilität und die Mitgliedschaft in der EU eine wichtige Basis für nachhaltiges Wirtschaften sind. Auch der Blick auf die Anleihemärkte legt dies nahe: Die Verzinsung zehnjähriger Staatsanleihen ist 2021 um je rund 100 bis 200 Basispunkte gestiegen, die Spreads zur deutschen Benchmark haben sich ausgeweitet. Dies verteuert die Schuldenaufnahme. Dabei dürften neben der Geldpolitik auch Risikoabwägungen eine Rolle spielen.

> „Dieser Vertrag stellt eine neue Stufe bei der Verwirklichung einer immer engeren Union der Völker Europas dar (…)"
> *Artikel 1 EU-Vertrag, 2009*

Noch schneiden die drei Länder bei den öffentlichen Haushalten recht gut ab. So wird die Staatsverschuldung 2022 voraussichtlich zwischen rund 40 % des BIP (Tschechien) und 80 % (Ungarn) erreichen, gegenüber einem EU-Durchschnitt von etwa 90 %. Ob die Haushaltsplanung auch mittelfristig tragfähig ist, wird sich zeigen, wenn der Effekt einer alternden und schrumpfenden Bevölkerung auf die Sozialsysteme nach und nach deutlicher wird.

Die Beziehungen v.a. Polens und Ungarns zur EU werden auch in nächster Zeit noch mancher Belastungsprobe ausgesetzt sein, da die EU ihre Taxonomie-Verordnung um die Aspekte Soziales und Governance ausbauen will. Im Hinblick auf die Haltung der rechts-populistischen Regierungen etwa zu Diversity und Genderthemen sind dabei Konflikte absehbar. Eine Blockadepolitik einzelner Mitgliedstaaten könnte die Handlungsfähigkeit der EU und so auch Fortschritte z.B. in der Klimapolitik behindern. Die Konfliktlösung im Dialog ist daher im Interesse aller.

Marion Dezenter



Großbritannien: Beschwerliche eigene Wege

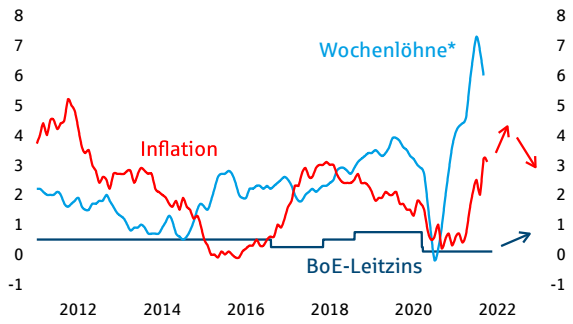
Die Konjunkturerholung verliert an Fahrt – trotz des noch überdurchschnittlichen Wachstums. Einige negative Brexit-Effekte zeigen sich, während die Geldpolitik den Kurs korrigiert.

Das Vereinigte Königreich kommt nicht zur Ruhe. Nach den jahrelangen Brexit-Querelen und der dort heftig verlaufenen Corona-Pandemie mit einer historisch tiefen Rezession machen sich neue, erhebliche Probleme bemerkbar: Die Engpässe bei Personal und einigen Produkten wie Benzin oder Gas. Der EU-Austritt und die Pandemie sind daran nicht schuldlos. Dies hat Folgen für Wachstum und Inflation sowie für die Geldpolitik.

Die britische Wirtschaft hat sich 2021 kräftig erholt und liegt mit einer Wachstumsrate von rund 7 % im Vergleich weit vorn. Dem Brexit ist dies jenseits der zügigeren Impfkampagne kaum zu verdanken, sondern den Nachholeffekten nach der schweren Rezession. Dem privaten Konsum als einem der bisherigen Wachstumstreiber wird 2022 ein wenig die Luft ausgehen. Neben einem wohl vorsichtigeren Verhalten belastet ein teilweise eingeschränktes Angebot von Produkten und Dienstleistungen. Manche Knappheiten könnten länger andauern, da aufgrund des EU-Austritts ausländische Arbeitskräfte fehlen. Die dank des robusten Arbeitsmarktes steigenden Einkommen stützen allerdings zusammen mit den hohen Ersparnissen den Konsum. Die Fiskalpolitik bremst das Wachstum. Die in die Höhe geschossenen Staatsausgaben können kaum gesteigert werden. Dank höherer Steuereinnahmen – auch wegen der Anhebung der Sozialversicherungsbeiträge – wird das Budgetdefizit sinken.

Bank of England mit Inflationssorgen

% bzw. % gg. Vj.



* durchschnittlich, regulär, 3-Monats-Durchschnitt
Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Die Unternehmensinvestitionen dürften sich weiter solide entwickeln, eine Steueranhebung soll erst 2023 erfolgen. Der Außenhandel hat unter dem EU-Austritt gelitten, allerdings waren die EU-Exporteure etwas mehr als die Briten betroffen – bislang. Der Wachstumsbeitrag wird 2022 vermutlich negativ ausfallen. Zudem birgt selbst der Brexit noch Unsicherheiten, wie der Streit über das Nordirland-Protokoll zeigt. Positive Impulse bleiben aus, denn erst allmählich versucht die britische Regierung, ihre regulatorischen Freiräume zu nutzen. Insgesamt dürfte die britische Wirtschaft 2022 mit einer Rate von 4 % klar über dem Trend wachsen. Allerdings lässt die Dynamik im Jahresverlauf deutlich nach.

> *"When Kermit the Frog sang 'It's Not Easy Bein' Green' I want you to know he was wrong. It's not only easy, it's lucrative and it's right to be green".*
> *Boris Johnson, britischer Premierminister*

Die Klimaziele – Nettonull-Treibhausgasemissionen bis 2050 – versucht die Regierung vor allem mit Anschubfinanzierungen für den Privatsektor zu erreichen. Neben Gebäudesanierungen oder Elektrofahrzeugen werden auch Nuklearenergie und CO_2-Abscheidungen gefördert. Unter den G7-Staaten kann das „Saudi-Arabien des Windes" die Führungsrolle bei der Dekarbonisierung vorweisen.

Die Inflation wird 2022 aufgrund von Engpässen und verzögerten Preisanpassungen spürbar anziehen. Zwischenzeitlich werden die Raten wohl klar über 4 % klettern, auch wenn die Teuerung im zweiten Halbjahr wieder nachlässt. Sorgen bereiten mögliche Zweitrundeneffekte durch kräftige Lohnanstiege – über die Pandemie-Sondereffekte hinaus. Insgesamt dürfte die Inflation bei 3,6 % liegen. Die Bank of England ist deshalb nervös und hat bereits die Zinswende vorbereitet. Sie wird ihren Leitzins von derzeit 0,1 % bis Ende 2022 vermutlich auf 0,75 % anheben.

		2020	2021s	2022p	2023p
BIP, real	% gg. Vj.	-9,7	6,9	4,0	1,8
Inflationsrate	% gg. Vj.	0,9	2,4	3,6	2,7
Arbeitslosenquote	%	4,5	4,8	4,6	4,4
Budgetsaldo	% des BIP	-12,9	-10,0	-5,0	-4,0

Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Christian Apelt



USA: Vollgas für Investitionen – Aufholjagd des Angebots

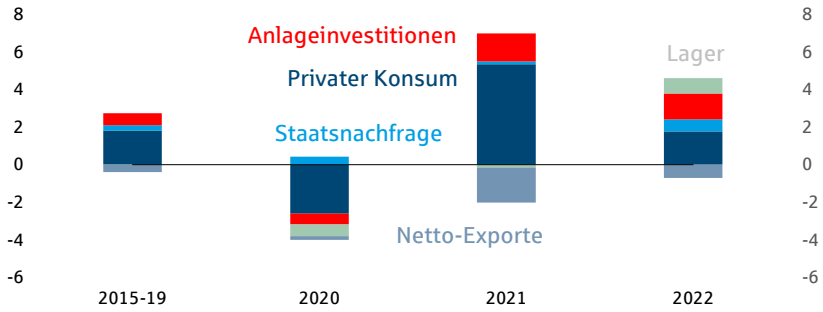
Mehr noch als in vielen anderen Ländern ist in den USA die Nachfrage dem Angebot davongelaufen. Dies hat Konsequenzen: Das Wachstum wird gebremst und die Inflation hat angezogen. Trotzdem wird 2022 ein konjunkturell positives Jahr – auch mit Hilfe der Investitionen, die Teil des Aufholprozesses der Angebotsseite sind. Der Preisdruck dürfte erhöht bleiben, aber graduell nachgeben.

Über das Wohl und Wehe der US-Konjunktur werden in den kommenden Quartalen vor allem zwei Faktoren entscheiden: Erstens die Geschwindigkeit, mit der die Wirkung der Pandemie und der mit ihr verbundenen Restriktionen auf das Verhalten der Menschen abklingt. Sie beeinflusst die Bereitschaft, personennahe Dienstleistungen nachzufragen, einen Teil der 2020/2021 aufgehäuften riesigen Überschussersparnis auszugeben und zur Aufnahme von neuen Beschäftigungsverhältnissen. Per Ende 2021 ist hier die Normalität noch keineswegs erreicht.

Zweitens hat die Erholung mit Hilfe der superexpansiven Fiskal- und Geldpolitik der letzten zwei Jahre in einem lang nicht gesehenen Maße die Flexibilität des Angebots getestet. Die Engpässe bei Rohstoffen, Zwischenprodukten und Logistikdienstleistungen wirken als eine Wachstumsbremse. Sie deckeln direkt den Output der betroffenen Unternehmen und durch die resultierenden Preiserhöhungen leiden die Realeinkommen der privaten Haushalte. Die Frage, wie schnell die Angebotsseite zur Nachfrage aufholen kann, wird daher eines der zentralen Themen für 2022 sein.

Überdurchschnittliche Impulse von den Investitionen

Wachstumsbeiträge, Prozentpunkte am BIP*



*Wegen Kettengewichtung nur näherungsweise Berechnung. 2021 Schätzung, 2022 Prognose.
Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Bereits jetzt ist zu erkennen, dass viele Unternehmen reagieren, indem sie ihre Investitionsausgaben spürbar hochfahren. Wir gehen davon aus, dass sich diese Kapazitätsausweitungen in den kommenden Quartalen fortsetzen und die Investitionen eine wichtige Stütze der Konjunktur sein werden, während sich die Zuwächse beim Konsum relativ zu 2021 deutlich verlangsamen. Mangels vergleichbarer Erfahrungen ist die Unsicherheit jedoch hoch, wie schnell die Engpässe beseitigt werden können. Für 2022 insgesamt rechnen wir mit einem durchschnittlichen BIP-Wachstum von 4 %. Dies ist nicht mehr ganz so hoch wie die 2021 verzeichneten 5,5 %, aber klar oberhalb des Trendwachstums von unter 2 %.

Die Arbeitslosenquote dürfte schon im Laufe des Jahres 2022 wieder unter 4 % fallen und damit die Definition der Fed von Vollbeschäftigung erfüllen. Angesichts der Verwerfungen, die die Pandemie am US-Arbeitsmarkt ausgelöst hat, ist aber jenseits der offiziellen Arbeitslosenzahlen von einer „stillen Reserve“ auszugehen, die sich nur graduell abbauen sollte. Die akuten Probleme vieler Arbeitgeber, ausreichend Beschäftigte zu finden, werden sich tendenziell entspannen, aber nicht über Nacht in Wohlgefallen auflösen.

Rekordstimulus: Immer nur temporär wirksam

Die Fiskalpolitik, die das Wachstum in der Pandemie massiv gestützt hat, wird 2022 bremsen. Bei Abschluss dieser Publikation war das Schicksal eines der beiden großen Fiskalpakete – des Sozialpakets – noch nicht entschieden. Das Infrastrukturprogramm hat der Kongress nach langem Ringen verabschiedet. Wir unterstellen in unserer Prognose, dass letztlich beide Gesetz werden, wobei das Sozialpaket von der ursprünglich anvisierten Summe von 3,5 Bio. Dollar über zehn Jahre deutlich schrumpfen wird. Die in den ursprünglichen Plänen enthaltenen Steuerhöhungen dürften ebenfalls im politischen Prozess entschärft werden. Selbst in diesem Szenario sind die 2022 wirksam werdenden Ausgaben im Vergleich zu den gewaltigen Stimuluspaketen der Vorjahre geringer, so dass die Fiskalpolitik restriktiv wirkt. Kleinere Defizite sind auch dringend angezeigt, denn die öffentliche Schuldenquote der

USA hat den früheren Rekordstand nach dem Zweiten Weltkrieg bereits erreicht. Der Schuldenzuwachs 2020/2021 stellt sogar weit in den Schatten, was während der Finanzkrise 2008/2009 geschah.

Beide großen Gesetzespakete enthalten Maßnahmen zur Reduktion der CO_2-Emissionen, nachdem Präsident Bidens Amtsvorgänger Schritte in dieser Richtung komplett verweigert und sich sogar die Förderung fossiler Energieträger auf die Fahne geschrieben hatte. Die neue Politik setzt in erster Linie auf (Steuer-)Subventionen oder staatliche Investitionen. Ein Preis für CO_2 ist in den Plänen ebenso wenig enthalten wie eine Erhöhung der Bundessteuer auf Benzin, die in den USA seit 1993 nominal fixiert ist. Derartige Belastungen der US-Bürger hält Biden wohl mit Blick auf die republikanische Opposition, die alle solche Maßnahmen bislang fundamental ablehnt, für unzumutbar.

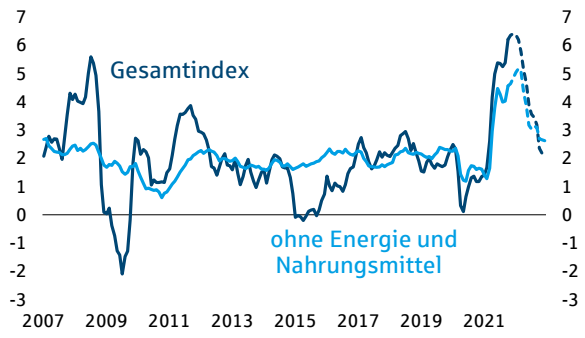
> *„Wir sind zu 100 % darauf fokussiert, [Präsident Bidens] Regierung zu stoppen."*
> *Mitch McConnell, Minderheitsführer im US-Senat*

Die Uhr tickt – im Hinblick auf die Umsetzung aller Ziele der Demokraten, nicht nur für die Energiewende. Bei den Kongresswahlen im November 2022 verlieren die Demokraten wahrscheinlich die Mehrheit im Senat und vielleicht auch im Repräsentantenhaus. Die Republikaner werden aber nennenswerte Schritte in Richtung einer Dekarbonisierung der Wirtschaft nicht mittragen. Das Zeitfenster für solche Maßnahmen dürfte sich daher Ende 2022 schließen.

Nicht nur die Wachstumsperspektiven hängen von der weiteren Entwicklung der Engpässe ab, dies gilt auch und gerade für die Teuerung. Der Preissprung im Frühjahr und Sommer 2021 reflektierte vor allem die sich in diesem Zeitraum rapide normalisierende Nachfrage, die nicht zuletzt von Präsident Bidens Stimuluspaket angetrieben wurde. Dieser Prozess hat sich spürbar verlangsamt und entsprechend nimmt auch die Dynamik des Kernindex (ohne Energie und Nahrungsmittel) ab. Selbst wenn es bis weit ins Jahr 2022 hinein dauern dürfte, bis sich die dramatischen Engpässe weitgehend entspannt haben, sollte der Preisdruck graduell nachlassen. Dabei stellen sich die Prognosen der Notenbank allerdings wie erwartet als zu optimistisch heraus. Das Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage wird auf Monate hinaus dafür sorgen, dass der Preisauftrieb erhöht ausfällt – und damit über dem Ziel der Fed von 2 % liegt. In diesem Sinn ist der Sprung der Inflation zwar „temporär", aber doch von längerer Dauer – zumal die Fed diesen Prozess mit ihrer extrem großzügigen Liquiditätspolitik alimentiert. Joe Biden tritt zudem in der Handelspolitik in die Fußstapfen seines Vorgängers, so dass sich keine inflationsdämpfende Lockerung von Handelsrestriktionen abzeichnet.

Erheblicher Inflationsschub

Verbraucherpreise, % gg. Vj.



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Unter dem Strich werden diese Faktoren wohl dafür sorgen, dass die Inflation 2022 – auch wegen einer erwarteten weitgehenden Seitwärtsbewegung der Energiepreise – mit 4 % zwar niedriger ausfällt als 2021 (4,6 %), aber erneut deutlich über dem Schnitt der letzten fünf Jahre von 1,8 % liegen wird. Für die Kernrate prognostizieren wir für 2022 wie für 2021 einen Wert von rund 3½ %. Eine höhere Kernteuerung verzeichneten die USA zuletzt als „November Rain" von Guns n' Roses in den Charts war und „The Bodyguard" mit Kevin Costner im Kino lief – im Jahr 1992.

		2020	2021s	2022p	2023p
BIP, real	% gg. Vj.	-3,4	5,5	4,0	2,5
Inflationsrate	% gg. Vj.	1,2	4,6	4,0	2,3
Arbeitslosenquote	%	8,1	5,5	4,0	3,5
Budgetsaldo*	% des BIP	-15,2	-12,0	-6,0	-5,5

*Bundesebene inkl. Sozialversicherungen

Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Patrick Franke

Japan: Allmählich kehrt die Inflation zurück

Der Aufholprozess bei den Corona-Impfungen sorgt auch in Japan für ein Anziehen der Konjunktur. Die Teuerungsrate bewegt sich wieder im positiven Bereich.

Japans Konjunkturerholung dürfte nun dynamischer werden, nachdem es mittlerweile seinen Impfprozess beschleunigt und fünf Corona-Wellen, begleitet von moderaten Notstandregelungen, hinter sich gebracht hat. Inzwischen beträgt die Impfquote in Japan über 70 %, allerdings steigen die Neuinfektionszahlen wieder. Bei Stabilisierung der Infektionslage und unterstützt von neuen Konjunkturmaßnahmen sollten sich die Stimmung verbessern und Nachholeffekte einstellen.

Neben dem privaten Konsum als wesentlicher Triebkraft für das BIP ist 2022 auch mit höheren Investitionen der Unternehmen zu rechnen, gerade auch in grüne Technologien. Japans Langfristziel der Klimaneutralität bis 2050 im Rahmen seiner grünen Wachstumsstrategie erfordert umfangreiche Investitionen für den Umbau von Energieversorgung, Produktion und Transport. Die Strategie gibt genaue sektorspezifische Pläne vor. Beispielsweise soll der Verkauf von Benzinfahrzeugen in 15 Jahren enden. Trotz globaler Lieferengpässe dürfte 2022 auch der Export zur gesamtwirtschaftlichen Expansion beitragen. Insgesamt lässt dies für 2022 einen realen BIP-Anstieg von 2,8 % erwarten.

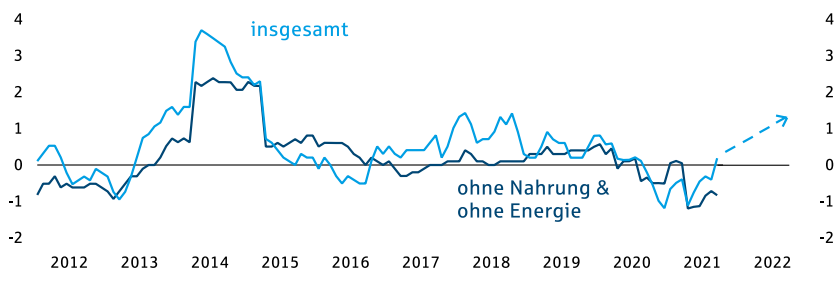
		2020	2021s	2022p	2023p
BIP, real	% gg. Vj.	-4,7	2,0	2,8	1,5
Inflationsrate	% gg. Vj.	0,0	0,0	1,5	1,0
Arbeitslosenquote	%	2,8	2,9	2,7	2,5
Budgetsaldo	% des BIP	-10,1	-9,0	-8,0	-7,0

Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Der seit Oktober amtierende Ministerpräsident Kishida plant mehr Wachstum durch Umverteilung und höhere Löhne. Allerdings herrscht in der japanischen Bevölkerung im OECD-Vergleich keine besonders ausgeprägte Einkommensungleichheit. Vielmehr hat die drittgrößte Volkswirtschaft der Welt das zunehmende Problem, dass die schrumpfende und alternde Bevölkerung wachstumshemmend wirkt. Im Inland gibt es nur ein begrenztes Potenzial an Frauen und Senioren, die noch für den Arbeitsmarkt gewonnen werden können. Die begonnene Öffnung für ausländische Arbeitskräfte wurde durch die Corona-Krise ausgebremst. Dies gilt es in Kombination mit Entbürokratisierung und Deregulierungsmaßnahmen anzugehen, um die Produktivität und Dynamik Japans zu steigern. Dementsprechend dürften die von Kishida avisierten Steuerimpulse für Lohnanhebungen nur kurzfristig zu mehr Konsum und Wachstum verhelfen.

Teuerungsrate wieder über der Nulllinie

Verbraucherpreise, % gg. Vj.



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Während andere Industriestaaten mit hohen Inflationsraten zu kämpfen haben, ist dies in Japan noch kein Thema. Zumindest der Abwärtstrend bei den Verbraucherpreisen wurde gestoppt und die Teuerungsrate kehrte zuletzt angesichts höherer Energiepreise leicht in den positiven Bereich zurück. Die monatelang negative Preisentwicklung Japans wurde durch den statistischen Effekt einer Index-Anpassung akzentuiert.

Mit der weiteren Konjunkturerholung nehmen die Preisüberwälzungsspielräume der Unternehmen nun zu, so dass sich der Preisauftrieb in Japan allmählich beschleunigen sollte. Zudem fällt im Frühjahr 2022 ein temporär dämpfender Sondereffekt im Mobilfunkbereich weg. Dies lässt für das Gesamtjahr 2022 eine Inflationsrate von 1,5 % erwarten.

Ulrike Bischoff



China: Die neue „unverzichtbare“ Nation?

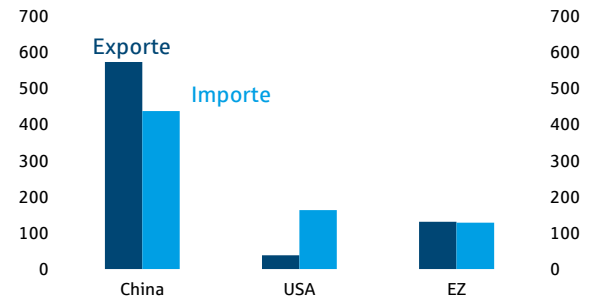
Wenn zukünftige Historiker diskutieren, wann genau China die USA als wichtigsten „Player“ in der Weltwirtschaft abgelöst hat, ist der Einschnitt der Pandemie ein plausibler Termin.

Diese Aussage mag angesichts der jüngst wieder aufgeflammten Sorgen über in China platzende Blasen überraschen. Aber in manchen wichtigen Fragen – den Regeln des internationalen Handels, der Zukunft der globalen Lieferketten und vielleicht sogar des zukünftigen Umgangs mit mächtigen Tech-Unternehmen – stehen die Entscheidungen in Peking in der Bedeutung nicht hinter jenen in Washington zurück. Sie sind letztlich eine bessere Indikation für den Einfluss auf die Weltwirtschaft als die Diskussion, welche Wirtschaft nun empirisch „größer“ ist (nach nominaler Gewichtung noch die USA, nach Kaufkraftparitäten schon China).

Auch wenn “Reshoring” zu einem Modewort geworden ist, zeigt die Entwicklung seit dem Pandemieschock eindringlich, welche zentrale Rolle China in den weltweiten Lieferketten spielt. Chinesische Unternehmen haben daher entscheidenden Einfluss auf die globalen Engpässe in der Industrie – im Guten wie im Schlechten. Der Aufbau alternativer Fertigungskapazitäten „auf der grünen Wiese“ in Industrieländern kann Jahre dauern – auch wegen der langen Genehmigungsfristen. Für die Lösung der aktuellen Probleme spielt er daher eine vernachlässigbare Rolle. Stattdessen lohnt es sich, den Pfad von Angebot und Nachfrage in China im Auge zu behalten, wie er sich zum Beispiel in den Ex- und Importen widerspiegelt.

„Werkbank der Welt“ im Einsatz

Veränderung der Ex- und Importe von Waren 2019 bis 2021*, Mrd. USD



*Jeweils für die 2021 schon vorliegenden Monate.
Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Nach einer insgesamt enttäuschenden konjunkturellen Performance 2021 – das scheinbar spektakuläre Durchschnittswachstum von rund 8 % geht vor allem auf einen massiven statistischen Überhang aus 2020 zurück – erwarten wir für 2022 wieder solide Wachstumsraten. Der Jahreswert wird mit voraussichtlich 5,5 % „normaler“ ausfallen. Schätzungen verorten das aktuelle Trendwachstum Chinas bei etwa 5 %.

Nichts geht ohne China

		2020	2021s	2022p	2023p
BIP, real	% gg. Vj.	2,3	8,0	5,5	5,0
Inflationsrate	% gg. Vj.	2,5	0,7	1,5	2,5
Arbeitslosenquote	%	4,2	4,2	3,7	3,6
Budgetsaldo	% des BIP	-11,2	-7,5	-7,0	-6,0

Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Nirgends ist China dabei wichtiger als in der Klimapolitik. Im Jahr 2018 waren die Treibhausgasemissionen des Landes mit einem weltweiten Anteil von 24 % höher als die in den USA, in der EU und in Japan zusammen. Nichts entscheidet daher mehr über das Erreichen globaler Klimaziele als das, was in China passiert. Bisher scheint die Führung in Peking hier die internationalen Anstrengungen mit sehr ambitionierten Zielen zu unterstützen. China strebt laut seiner Regierung eine Stabilisierung der bis zuletzt kräftig gestiegenen Emissionen bis 2030 und – noch schwieriger vorstellbar – CO_2-Neutralität bis 2060 an. Details zur Umsetzung sind jedoch Mangelware und es ist unklar, welchen Stellenwert diese Ziele in der Gesamtagenda der chinesischen Regierung letztlich haben. Was passiert, wenn die politischen Konflikte mit den Industriestaaten eskalieren sollten oder diese drastische „grüne“ Handelsrestriktionen einführen? Dann ist leicht vorstellbar, dass man die Klimawende als eine neue Taktik des Westens hinstellt, die letztlich dazu dienen soll, den Aufstieg Chinas zu verhindern.

Obwohl China über die globalen Lieferketten ein wesentlicher Faktor bei den international preistreibenden Engpässen ist, schlägt sich dies dort auf der Stufe der Verbraucherpreise nicht nieder. Sie werden vielmehr dominiert vom Rückgang der Preise für das Grundnahrungsmittel Schweinefleisch. So ist der unerwartet geringe Preisdruck zu interpretieren: Für 2022 erwarten wir einen Anstieg der Verbraucherpreise um nur 1,5 %.

Patrick Franke



Russland: Wachstumstrend zeigt nach unten

Zwei Jahre ohne Wahltermine erlauben der Regierung, den Fokus auf die Konsolidierung des Haushalts zu richten. Die restriktive Geldpolitik dämpft das Wachstum zusätzlich.

Die russische Wirtschaft dürfte 2021um 3,7 % gewachsen sein. Bereits im Sommer lag das Bruttoinlandsprodukt leicht über dem Vorkrisenniveau. Damit ist der Erholungsprozess nach der Pandemie weitgehend abgeschlossen. Für 2022 rechnen wir mit einer Abschwächung auf 2,7 %. Der starke Impuls vom hohen Ölpreis wird allmählich nachlassen. Dazu kommt, dass der Ölsektor sein Potenzial nicht voll entfalten kann, da die Förderbeschränkungen der OPEC bis mindestens April 2022 in Kraft bleiben. Die westlichen Sanktionen werden erneut verlängert. Größere Privatisierungen mit nennenswertem Interesse ausländischer Investoren sind daher nicht zu erwarten, was die Diversifizierung der Wirtschaft weg vom Öl und Gas behindert.

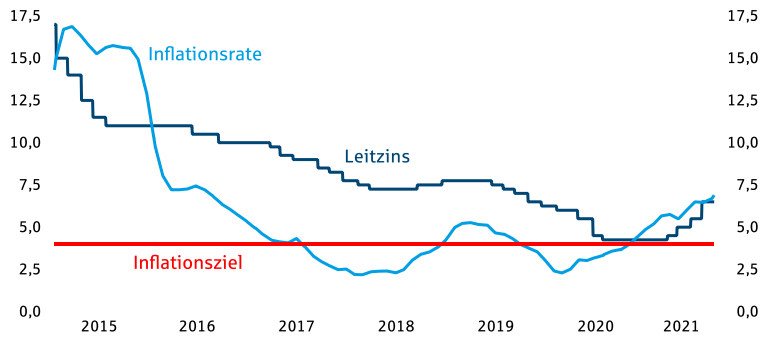
		2020	2021s	2022p	2023p
BIP, real	% gg. Vj.	-3,1	3,7	2,7	2,0
Inflationsrate	% gg. Vj.	3,4	7,0	5,8	4,2
Arbeitslosenquote	%	5,8	5,0	4,5	4,3
Budgetsaldo	% des BIP	-3,8	-1,2	-0,2	-0,7

Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Die Pandemie ist hingegen kein erwähnenswertes Risiko mehr. Zwar wurde das Ziel einer Impfabdeckung von 60 % der Bevölkerung bisher klar verfehlt, aber Russland hatte schon im ersten Pandemiejahr im internationalen Vergleich wenig strikte Beschränkungen eingeführt und wird auch 2022 davon absehen.

Erstmals seit 2015 wieder negativer Realzins

Inflationsrate und Leitzins, %



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Die Inflation wird sich 2022 auf 5,8 % abschwächen, da sowohl das Wachstum des privaten Konsums als auch die Engpässe auf der Angebotsseite nachlassen. Allerdings wird die Preissteigerung erneut über dem Zielwert der Zentralbank von 4 % liegen. Angesichts hoher Inflationserwartungen wird die Zentralbank ihren restriktiven Kurs beibehalten. Zwischen Januar und Oktober 2021 wurde der Leitzins um 3,25 Prozentpunkte auf 7,5 % angehoben und für Dezember 2021 oder Anfang 2022 rechnen wir mit einer weiteren Zinserhöhung. Mit nachlassendem Preisauftrieb dürfte ab Ende 2022 die Geldpolitik allmählich lockerer werden.

Das Thema Nachhaltigkeit spielt in Russland keine große Rolle, mit Ausnahme der Staatsfinanzen. Aus Sicht der Regierung ist jetzt ein guter Zeitpunkt für fiskalische Konsolidierung. Die nächsten Präsidentschaftswahlen stehen erst im März 2024 an. Bei den Parlamentswahlen im September kam die Regierungspartei „Geeintes Russland“ zwar nur auf etwa 50 % der Stimmen, bei einem Verlust von sechs Prozentpunkten. Aufgrund der zahlreichen Direktmandate verfügt sie in der Duma aber über eine komfortable Zweidrittel-Mehrheit, was ihr die Möglichkeit gibt, weiterhin Verfassungsänderungen durchzuführen.

Ab 2022 wird auf einen Konsolidierungskurs eingeschwenkt, auch um angesichts der Sanktionen Reserven aufzubauen. Das Ziel eines Haushaltsüberschusses von 1 % des BIP dürfte fast erreicht werden. Der Anstieg der Staatsausgaben wird deutlich gebremst. Präsident Putins Prestigevorhaben, die 13 „Nationalen Projekte“ mit einem Volumen von 360 Mrd. US-Dollar, sollen erst 2024 beginnen. Die Verzögerung belastet die privaten Unternehmen stärker als die ohnehin finanziell solide aufgestellten Staatsunternehmen. Insgesamt wird dadurch das Wachstumspotenzial eingeschränkt.

Patrick Heinisch

Brasilien: Konsolidierung wegen Wahlen aufgeschoben

Der deutliche Wachstumsrückgang 2022 kommt für den Präsidenten im Wahljahr zur Unzeit. Ein umfangreiches Sozialprogramm soll das Blatt wenden, auch wenn das für Inflationsdruck sorgt.

Auf eine robuste Erholung von der Pandemie mit einem Wachstum von 5,3 % folgt 2022 eine kräftige Abkühlung auf 2,2 %. Dank des guten Vorankommens der Impfkampagne kann der Dienstleistungssektor wieder fast uneingeschränkt agieren. Bereits Ende Oktober 2021 hatten drei Viertel der Brasilianer mindestens eine Dosis eines Covid-19-Impfstoffes erhalten.
Da hören die positiven Nachrichten aber schon auf. Die im Spätsommer einsetzende schwerste Dürre seit 91 Jahren hat der sonst so dynamischen Landwirtschaft einen Schlag versetzt, von dem sie sich 2022 noch nicht vollständig erholt haben wird.

Hohe Impfquote in Brasilien ermöglicht Kontrolle der Pandemie



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Außerdem sorgt der Wahlkalender dafür, dass wachstumsfördernde Strukturreformen ausbleiben. Zwar gab es 2021 gewisse Fortschritte bei den Privatisierungen (u.a. beschlossene Teilprivatisierung des staatlichen Stromkonzerns Eletrobrás, Privatisierungsprozess der Post). Handelsliberalisierungen sowie eine Reform des öffentlichen Sektors werden aber nicht vorankommen.

Die Inflation wird 2022 mit 5,2 % deutlich über dem Zielwert von 3,5 % bleiben. Die bisherigen Zinserhöhungen der Notenbank konnten die Inflationserwartungen nur teilweise verankern. Für Anfang 2022 ist eine weitere Anhebung des Leitzinses Selic absehbar. Sollten im Vorfeld der Präsidentschaftswahlen im Oktober Turbulenzen an den Finanzmärkten aufkommen, wird die Zentralbank ihre restriktive Geldpolitik verschärfen, auch wenn dies die ohnehin schwächelnde Konjunktur zusätzlich belastet.

		2020	2021s	2022p	2023p
BIP, real	% gg. Vj.	-4,1	5,3	2,2	2,4
Inflationsrate	% gg. Vj.	3,2	7,0	5,2	3,8
Arbeitslosenquote	%	15,7	12,0	9,7	9,2
Budgetsaldo	% des BIP	-15,8	-6,0	-5,4	-5,0

Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Um seine Wähler zu mobilisieren, hat Staatspräsident Bolsonaro jüngst ein umfangreiches Sozialprogramm für ärmere Bevölkerungsschichten im Umfang von 30 Mrd. Real aufgelegt, das das bisherige „Bolsa Familia"-System ersetzen soll. Die von der Verfassung vorgegebene Begrenzung des Ausgabenanstiegs auf die Inflationsrate wird wohl erneut mit Zustimmung des Kongresses umgangen. Die notwendige Haushaltskonsolidierung angesichts hoher Verschuldung und Belastung durch Zinszahlungen dürfte daher erst ab 2023 auf die Agenda kommen. Die expansive Fiskalpolitik wird somit eher für Inflationsdruck und erhöhte Marktvolatilität sorgen als dass sie die Konjunktur nennenswert stützt.

> *"Bolsonaro ist kein populistischer Präsident, er ist ein populärer Präsident"*
> *Wirtschaftsminister Guedes 2021*

Die Popularität Bolsonaros wird sich vermutlich durch das neue Sozialprogramm sowie eine steigende Impfabdeckung bis zur Wahl verbessern. Auch favorisiert die Wirtschaft seine Kandidatur, während sie die stärkeren staatlichen Eingriffe des linken Gegenkandidaten und ehemaligen Präsidenten Lula fürchtet. Selbst wenn die Meinungsumfragen derzeit noch für einen Sieg für Lula sprechen, ist der Amtsinhaber längst noch nicht aus dem Rennen.

Patrick Heinisch



Negativszenario: Horrortrip (10 %)

Die schlimmsten Urlaubserinnerungen haben wir in der Regel nicht an Reisen, bei denen eine einzelne Sache gründlich schiefgegangen ist. Meist ist es eine Kombination von mehreren Faktoren, die uns wünschen lassen, wir hätten diese Erfahrungen nie gemacht. Ähnlich verhält sich die Lage in ausgeprägt negativen konjunkturellen Phasen: Kommen externe Schocks, bestehende Probleme oder Ungleichgewichte sowie Politikfehler zusammen, gehen Wirtschaft und Finanzmärkte auf einen Horrortrip.

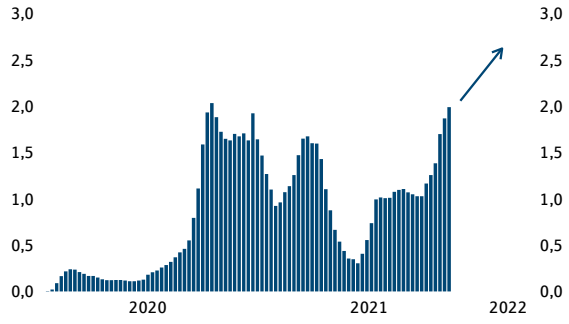
Leider steht auch im Jahr 2022 das Covid-19-Virus noch auf der Liste potenzieller Faktoren, die zu einem deutlich schlechteren konjunkturellen Verlauf als in unserem Hauptszenario führen könnten. Das Thema ist – nicht nur in vielen Entwicklungsländern mit niedrigen Impfquoten – alles andere als erledigt. Weitere aggressive Virus-Typen könnten neue Restriktionen erforderlich machen. Selbst wenn diese nicht mehr die Schärfe bisheriger Lockdowns erreichen, ist die Gefahr einer Unterbrechung der wirtschaftlichen Erholung für ein oder zwei Quartale evident.

Schadenspotenzial durch falsche Klimapolitik

Die Klimawende stellt eine große Chance, aber auch ein erhebliches Risiko dar. Drastische Umwälzungen auf fast allen Feldern wirtschaftlichen Handelns werden diskutiert. Da fällt es leicht, sich Politikfehler auszumalen, die zwar vielleicht die Primärziele erreichen, aber mit vermeidbaren Kollateralschäden verbunden sind.

Risikofaktor Pandemie

Wöchentliche Neuinfektionen in Europa, Mio.



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Regulatorische Unsicherheit könnte die Unternehmen über den fossilen Energiesektor hinaus zu einem „Investitionsstreik“ veranlassen. Zu hohe finanzielle Belastungen der privaten Haushalte würden wohl die Unterstützung für das gesamte Konzept der Treibhausgasreduktion unterminieren und Verteilungskämpfe intensivieren. Auch die internationalen Wirtschaftsbeziehungen können in einer Zeit, in der manche Länder ihren Unternehmen erhebliche finanzielle oder regulatorische Bürden auflasten, schnell zu einem klimapolitischen Minenfeld werden – Stichwort „Grenzausgleichssteuer“.

Mögliche geopolitische Konflikte, die die Stimmung belasten könnten, gibt es zuhauf und China spielt bei vielen von ihnen eine zentrale Rolle: Spannungen um Taiwan, Hongkong oder das Südchinesische Meer. Gleichzeitig besteht jederzeit das Risiko, dass sich die derzeit laufende Neupositionierung der Industriestaaten im Verhältnis zu China zu einem eskalierenden Konflikt auswächst, mit erheblichen Folgen vor allem für die internationalen Handelsbeziehungen und die globalen Lieferketten.

> *Der Weg zur Hölle ist mit guten Vorsätzen gepflastert.*
> *Sprichwort*

Die politischen Risiken beschränken sich nicht auf ferne Länder und Regionen. Hier in Europa stehen mit den Wahlen in Frankreich und Italien Ereignisse an, die potenziell für Verunsicherung sorgen können. Dies gilt auch für die Debatte um das Verhältnis der EU zu Polen und die schwelende Nordirland-Problematik, die doch noch einen größeren Handelsstreit mit Großbritannien heraufbeschwören könnte. Neuerliche Auseinandersetzungen über die künftige fiskalpolitische Ordnung in der EU sind ebenfalls ein durchaus plausibles Szenario.

Unerwartete Schocks könnten darüber hinaus von den Finanzmärkten ausgehen, wo die liquiditätsgetrieben oft sehr hohe Bewertung vielfach eine Anfälligkeit für Kursverluste mit sich bringt. Auch die Schwellenländer sind für

unangenehme Überraschungen gut: Ein Crash am chinesischen Immobilienmarkt, seit langem ein Dauerbrenner unter den möglichen Störfaktoren für die Weltkonjunktur, ist wieder mal ein akutes Thema.

Prognoseübersicht im Negativszenario

Eine Unterbrechung des laufenden konjunkturellen Aufschwungs, auf die bereits im späteren Jahresverlauf 2022 eine Erholung folgt, würde wohl in keinem der großen Industrieländer zu einer negativen Jahresrate führen – der Überhang durch das hohe **Wirtschaftswachstum** im zweiten Halbjahr 2021 ist zu groß. In Deutschland und in der Eurozone dürfte die Wirtschaft im Jahresdurchschnitt stagnieren, in den USA ist nur ein geringes Wachstum möglich. Die Arbeitslosigkeit würde steigen und die **Inflation** bei deutlich niedrigeren Ölpreisen merklich nachgeben.

Die **Notenbanken** nehmen in einem Umfeld neuer konjunktureller Schwäche und nachlassender Inflation auf absehbare Zeit Abstand von Zinserhöhungen. Die Anleihekaufprogramme laufen weiter bzw. werden sogar aufgestockt.

Renten sind in schwierigen Zeiten ein beliebter sicherer Hafen, zumal die EZB den Einlagensatz noch tiefer drückt. Die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen notiert am Jahresende 2022 tief im negativen Bereich bei -0,7 %. Die Zinskurve ist wieder sehr flach.

Die wachsende Unsicherheit und schwache Ertragsentwicklung bei **Corporates** erhöhen die Risikoprämien zeitweise deutlich. Die erneute Ausweitung stützender Maßnahmen der EZB verhindert gleichwohl einen allzu großen Anstieg der Spreads. Die Kreditnachfrage der Unternehmen bei den **Banken** bleibt niedrig und die Insolvenzen fallen höher aus als erwartet, so dass sich die Kreditqualität verschlechtert. Das Niedrigzinsumfeld verfestigt sich und belastet den Zinsüberschuss der Banken.

Die krisenfesten **Covered Bonds** werden ihrem Ruf gerecht und stark nachgefragt. Die steigenden fundamentalen Risiken führen jedoch zu mehr Differenzierung bei den niedrigen Risikoprämien.

> *„Ein Pessimist zu sein hat den Vorteil, dass man entweder ständig recht behält oder angenehme Überraschungen erlebt."*
> *George F. Will, Journalist und Autor*

Belastungsfaktoren für den **Aktienmarkt** wie die Corona-Pandemie, Lieferkettenproblematik oder Probleme im chinesischen Immobiliensektor sorgen für eine deutlich zunehmende Risikoaversion und bremsen die Dynamik bei den Unternehmensgewinnen. Die resultierende Bewertungskorrektur lässt den DAX in den Bereich der 13.000er Marke abrutschen.

Bei gewerblichen **Immobilien** kommt es zu einer Korrektur. Mieten und Kaufpreise im Büro- und Einzelhandelssegment geben deutlich nach. Dagegen hält sich der deutsche Wohnungsmarkt einmal mehr vergleichsweise stabil. Weitere kräftige Preissteigerungen sind im schwachen wirtschaftlichen Umfeld aber nicht mehr wahrscheinlich.

Als Krisenwährung erklimmt **Gold** neue Rekordmarken. Da die Geld- und Fiskalpolitik in Extrembereiche vordringen, nimmt das Edelmetall die Marke 3.000 US-Dollar je Feinunze ins Visier.

Der **US-Dollar** profitiert wieder einmal als sicherer Anlagehafen. Europa ist stärker von den weltwirtschaftlichen Risiken betroffen. Zudem sind dort insbesondere die politischen Risiken größer, die Zweifel an der Währungsunion nähren könnten. Der Euro-Dollar-Kurs fällt auf die Parität.

Patrick Franke



Positivszenario: Traumreise (15 %)

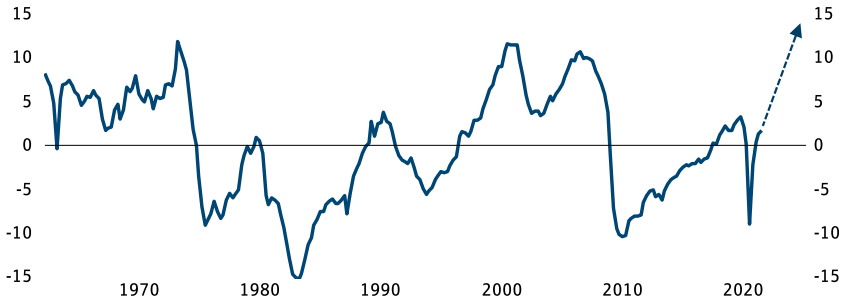
Wenn große Herausforderungen mit ebenso großen Chancen verbunden sind, dann hat die Weltwirtschaft lange nicht mehr so gute Perspektiven gehabt wie nach dem Schock der Pandemie. Ein gemeinsamer Aufbruch in Richtung eines klimafreundlichen Umbaus der Weltwirtschaft verspricht dauerhaft wirkende Vorteile. Öffentliche und private Investitionen haben selten eine so hohe „Rendite" versprochen wie aktuell – nicht nur, weil sie letztlich der Schlüssel zur Lösung der Engpassprobleme sind.

Manchmal passt einfach alles zusammen: ein gutes konjunkturelles Umfeld, positive „Schocks" und wohlbedachte, weitsichtige politische Entscheidungen. In einer solchen Umgebung fällt globale wie nationale Kooperation leichter, (Verteilungs-)Konflikte werden entschärft, kurzfristige Egoismen können gemeinsamen, mittelfristigen Perspektiven weichen.

Ein Aspekt eines solchen Szenarios sollte das schnelle Zurückdrängen der Pandemiefolgen sein. Ein rascher Impffortschritt könnte Covid-19 zu einem Virus unter vielen machen, mit nicht spürbar mehr ökonomischer Bedeutung als die Grippe. Gleichzeitig würde das Wegfallen der verbleibenden Restriktionen dem noch immer unvollständigen konjunkturellen Aufholprozess einen merklichen Schub geben, nicht zuletzt für Dienstleistungen wie dem Tourismus. Die aufgehäufte Überschussersparnis der Konsumenten könnte zeitnah komplett „auf den Kopf gehauen" werden. Damit das nicht nur die Preise antreibt, müsste aber auch eine zügige und dauerhafte Lösung der Engpassprobleme gefunden werden.

Aufbruchstimmung: Ohne Investitionen keine Zukunft

G7-Bruttoanlageinvestitionen*, Abweichung vom langfristigen Aufwärtstrend, %



* aggregierte Investitionen der G7-Industrieländer
Quellen: Refinitiv, Helaba Research & Advisory

Hier sind einige Ansatzpunkte erkennbar: Statt zu versuchen, sich über Handelshemmnisse und neue Regulierungen gegenseitig die Produktion wegzunehmen („Buy American!", „nationale Champions"), können die Regierungen gemeinsam daran arbeiten, die internationalen Wertschöpfungsketten widerstandsfähiger zu machen.
China könnte helfen, wenn es Maßnahmen kurzfristig entschärft, die immer wieder als Produktions- und Logistik-Bremse wirken, wie die drakonische Anti-Covid-19-Strategie. US-Präsident Biden hat es in der Hand, einen klaren Schlussstrich unter die Handelspolitik seines Vorgängers zu ziehen – auch gegen den Widerstand seiner eigenen Partei im Kongress. Grundsätzlich ist im Verhältnis der USA und der EU zu China „viel Luft nach oben".

Investitions- und Innovationsschub möglich

Auf keinem anderen Gebiet ist internationale Zusammenarbeit, nicht zuletzt mit China, derzeit so wichtig wie in der Klimapolitik. Je enger hier kooperiert wird – und dies kann den Verzicht auf ein nationales Vorpreschen oder das Abweichen von Maximalforderungen einschließen – desto schneller geht es voran. Vor allem die Einbeziehung der Schwellenländer ist eine zentrale Herausforderung. Eine kluge Fiskal- und Wirtschaftspolitik kann gezielte Impulse setzen und animiert die privaten Akteure, am gemeinsamen Ziel mitzuarbeiten. Hier sind Maßnahmen, die sich Marktmechanismen zu Nutze machen, wie Anreize für private Haushalte oder verbesserte Abschreibungsbedingungen für Unterneh-

> *„Die beste Möglichkeit, seine Träume zu verwirklichen, ist aufzuwachen."*
> *Paul Valéry, französischer Lyriker und Philosoph*

men, vielversprechender als Verbote. In dieser Hinsicht ist sogar eine positive Rolle für den oft mit Skepsis betrachteten „NextGenerationEU"-Fonds denkbar, wenn er über das bloße Ausgeben von öffentlichen Mitteln hinaus die Privatwirtschaft „mitnimmt" und zu zusätzlichen Investitionen und Innovationen bewegt. Gelingt es, durch Klimainvestitionen eine allgemeine Aufbruchsstimmung zu erzeugen, dann wird der folgende Boom nicht nur ein Strohfeuer, sondern eine längere Phase hohen Wachstums einläuten.

Prognoseübersicht im Positivszenario

Im positiven Szenario übersteigen die **Wachstumsraten** die sowieso schon überdurchschnittlichen Werte des Hauptszenarios noch einmal merklich. Dies treibt die Teuerungsraten an und die hohe **Inflation** wird vermehrt zu einem Thema in Lohnverhandlungen. Diese Zweitrundeneffekte verstärken den Preisdruck. Sowohl die Inflations- als auch Wachstumsraten in der Eurozone und in den USA erreichen 2022 Größenordnungen von jahresdurchschnittlich 5 % bis 6 %.

Die enorme konjunkturelle Dynamik und eine (noch) höhere Inflation weit oberhalb der 2 %-Marke rufen die **Notenbanken** früher auf den Plan. Mit gleichzeitig kräftig anziehender Kapitalnachfrage im privaten und öffentlichen Sektor geht die Ära des niedrigen „neutralen Zinses" zu Ende. Die Notenbanken beenden ihre Kaufprogramme. Die Fed hebt den Leitzins schon 2022 mehrfach an und auch die EZB leitet gezwungenermaßen die Zinswende ein.

Renten kommen durch höhere Leitzinsniveaus und Inflationserwartungen beiderseits des Atlantiks massiv unter Druck. Die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen klettert bis Jahresende 2022 auf rund 1 %. Die Zinskurve wird deutlich steiler.

Die gute operative Ertragsentwicklung bei **Corporates** beflügelt die frühere Reduzierung der Anleihekäufe durch die EZB. Die Risikoprämien steigen daher schneller als im Hauptszenario. Steigende Zinsen stützen die Ertragsaussichten der **Banken**. Der Zinsanstieg erfolgt aber nicht zu abrupt und bleibt für sie somit gut steuerbar.

Das bereits über die EZB aufgenommene günstige Kapital wird wegen steigender Refinanzierungskosten überwiegend bis zur Fälligkeit gehalten. Dies reduziert die **Covered Bond**-Emissionen. Während die Anleihekäufe der Zentralbank abnehmen, kehren verprellte Anleger aufgrund der höheren Renditen zurück. Die Risikoprämien bleiben bei den gedeckten Papieren gut unterstützt.

Der deutsche **Aktienmarkt** erhält zusätzlichen Rückenwind, da sich bremsende Faktoren wie die Lieferkettenproblematik oder die Corona-Pandemie schneller auflösen. Die Unternehmen wachsen dynamisch und profitieren noch deutlicher von Nachholeffekten. Der immense Nachfrageüberhang ermöglicht markante Preiserhöhungen, welche zu einer Steigerung der Gewinnmargen und Nettoergebnisse beitragen. Der Risikoappetit der Anleger nimmt zu, so dass der DAX die 18.000 Punkte ins Visier nimmt.

Immobilien profitierten von der günstigeren wirtschaftlichen Entwicklung. Allerdings sinkt die relative Attraktivität der Assetklasse bei steigenden Zinsen etwas. Am deutschen Wohnungsmarkt sind angesichts der weniger vorteilhaften Finanzierungsbedingungen moderatere Preissteigerungen wahrscheinlich.

Gold verliert relativ zu Aktien und Renten an Attraktivität. Als Krisenwährung wird das Edelmetall nicht gebraucht, so dass der Preis trotz hoher Inflation und extremer Staatsverschuldung unter 1.500 US-Dollar je Feinunze abtaucht.

Die Aufbruchsstimmung gibt vor allem dem Euro einen Schub, denn gerade in Europa werden die Weichen für mehr Wachstum gestellt. Außerdem stärken nachlassende Ungleichgewichte in der Währungsunion das Vertrauen in die Gemeinschaftswährung. Der **Euro-Dollar-Kurs** steigt auf 1,35.

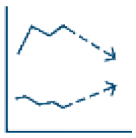
Patrick Franke

Prognosetabelle: BIP und Inflation

	Bruttoinlandsprodukt reale Veränderung gg. Vorjahr, %				Verbraucherpreise Veränderung gg. Vorjahr, %			
	2020	**2021s**	**2022p**	**2023p**	**2020**	**2021p**	**2022p**	**2023p**
Eurozone	-6,5	5,1	3,9	1,9	0,3	2,5	2,4	2,2
Deutschland	-4,9	2,8	4,0	2,0	0,5	3,1	2,7	2,4
Frankreich	-8,0	6,7	3,6	1,7	0,5	2,0	2,2	2,0
Italien	-9,0	6,3	3,7	1,7	-0,1	1,8	1,9	1,7
Spanien	-10,8	4,3	4,6	2,2	-0,3	2,9	2,8	2,2
Niederlande	-3,8	4,7	3,8	2,0	1,1	2,2	2,0	2,0
Österreich	-6,8	4,2	4,3	2,2	1,4	2,6	2,5	2,2
Schweden	-2,9	4,3	3,2	2,0	0,5	2,1	2,0	1,4
Polen	-2,5	5,0	5,3	4,3	3,4	5,0	4,7	3,0
Tschechien	-5,8	2,7	4,6	3,3	3,2	3,9	3,4	2,2
Ungarn	-4,8	6,9	4,6	3,5	3,3	5,0	4,5	3,0
Großbritannien	-9,7	6,9	4,0	1,8	0,9	2,4	3,6	2,7
Schweiz	-2,4	3,0	2,8	2,0	-0,7	0,5	1,2	1,2
USA	-3,4	5,5	4,0	2,5	1,2	4,6	4,0	2,3
Japan	-4,7	2,0	2,8	1,5	0,0	0,0	1,5	1,0
Asien ohne Japan	-0,6	6,7	5,1	4,8	2,6	1,7	2,1	2,6
China	2,3	8,0	5,5	5,0	2,5	0,7	1,5	2,5
Indien*	-7,3	7,5	6,5	5,1	6,6	5,3	4,6	4,2
Russland	-3,1	3,7	2,7	2,0	3,4	7,0	5,8	4,2
Türkei	1,8	7,0	3,7	3,4	12,3	16,5	12,8	11,5
Lateinamerika**	-7,3	6,9	2,9	2,6	6,5	9,1	8,0	5,9
Brasilien	-4,1	5,3	2,2	2,4	3,2	7,0	5,2	3,8
Welt	-3,1	5,9	4,3	3,5	2,2	3,4	3,3	2,8

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

Quellen: EIU, Macrobond, Refinitiv, Helaba Research & Advisory



Kapitalmarktprognosen

	Veränderung seit Jahresultimo	aktueller Stand*	Helaba Prognosen Q1/2022	Q2/2022	Q3/2022	Q4/2022
Zinsen	Basispunkte	%				
EZB Refi-Satz	0	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EZB Einlagenzins	0	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
Tagesgeldsatz €STR	1	-0,57	-0,55	-0,55	-0,55	-0,50
3M Euribor	-2	-0,56	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
6M Euribor	0	-0,53	-0,50	-0,50	-0,50	-0,45
2j. Bundesanleihen	1	-0,69	-0,65	-0,65	-0,60	-0,55
5j. Bundesanleihen	22	-0,52	-0,45	-0,35	-0,30	-0,25
10j. Bundesanleihen	34	-0,23	0,00	0,10	0,15	0,20
2j. Swapsatz	20	-0,32	-0,30	-0,30	-0,25	-0,20
5j. Swapsatz	39	-0,07	0,00	0,05	0,10	0,15
10j. Swapsatz	46	0,20	0,35	0,45	0,50	0,55
20j. Swapsatz	40	0,40	0,60	0,70	0,85	0,95
30j. Swapsatz	36	0,33	0,60	0,70	0,85	0,95
Fed Funds Target Rate	0	0,13	0,13	0,13	0,13	0,38
10j. US-Treasuries	70	1,61	1,70	1,80	1,90	2,00
Aktien	Landeswährung, %					
DAX	17,7	16.149	15.000	16.500	16.200	16.000
Euro Stoxx 50	23,5	4.386	3.950	4.350	4.250	4.200
Dow Jones	17,9	36.087	32.000	36.000	35.000	34.500
S&P 500	24,7	4.683	4.200	4.600	4.500	4.400
Nikkei 225	8,5	29.777	26.500	31.000	29.500	29.000
Gold und Brentöl	%					
Gold €/Unze	5,4	1.639	1.667	1.565	1.565	1.500
Gold $/Unze	-1,9	1.863	2.000	1.800	1.800	1.800
Brentöl $/Barrel	58,4	82	85	83	81	78
Devisen	jeweils gg. Euro, %	jeweils gg. Euro				
US-Dollar	7,5	1,14	1,20	1,15	1,15	1,20
Japanischer Yen	-2,7	130	133	130	130	132
Britisches Pfund	5,5	0,85	0,85	0,82	0,82	0,82
Schweizer Franken	2,8	1,05	1,08	1,10	1,08	1,10

* 15.11.2021

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Ausgewählte Nachhaltigkeitsindikatoren

	Anteil an weltweiten THG-Emissionen, % 2018	THG-Emissionen pro Kopf in Tonnen $C0_2$-Äquivalenten 2018	Anteil erneuerbarer Energien, % der Primärenergieversorgung 2019	Land- und Meeresschutzgebiete, % der gesamten Fläche, 2018	Corruption Perception Index 2020	Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter (15-64), Anteil in %, 2020	Staatsverschuldung, % am BIP, 2020	öffentliche Bildungsausgaben, Anteil des BIP, % 2018
Europäische Union*	6,8	7,5	14,2	23,1	-	64,1	90,1	-
Deutschland	1,6	9,4	14,6	38,8	80	64,4	69,1	3,7
Frankreich	0,7	5,4	10,7	33,2	69	61,6	115,1	4,5
Italien	0,8	6,4	18,2	13,4	53	63,7	155,8	3,5
Spanien	0,6	6,7	14,7	15,0	62	65,6	119,9	3,4
Niederlande	0,4	10,5	7,2	21,2	82	64,3	52,5	4,2
Österreich	0,1	7,7	30,2	28,4	76	66,4	83,2	4,4
Schweden	0,1	3,0	40,8	15,0	85	62,0	37,3	5,3
Polen	0,7	9,4	9,3	38,1	56	66,0	57,5	3,7
Tschechien	0,2	11,0	10,7	22,2	54	64,1	37,8	3,6
Ungarn	0,1	6,4	10,3	22,6	44	65,4	80,4	3,3
Großbritannien	0,9	6,6	12,5	28,8	77	63,7	104,5	3,9
Schweiz**	0,1	5,1	22,5	9,7	85	65,9	42,4	4,4
USA	11,8	17,7	7,9	26,3	67	65,0	133,9	4,1
Japan	2,4	9,1	6,2	10,0	74	59,2	254,1	2,8
China***	23,9	8,4	9,2	14,6	42	70,3	66,3	-
Indien***	6,8	2,5	22,6	3,5	40	67,3	89,6	-
Russland***	4,1	13,8	2,6	7,6	30	66,1	19,3	2,9
Türkei	1,0	5,8	15,9	0,2	40	67,1	39,8	3,7
Brasilien	2,9	6,8	45,8	28,6	38	67,0	98,9	5,0
Welt***	100,0	6,5	13,5	14,3	-	65,2	-	-

* EU27, Ausnahme: geschützte Gebiete (EU28); Verschuldung nach Eurostat, nicht IWF; erneuerbare Energien: Stand 2018

Bildungsausgaben: Stand 2017 * Erneuerbare Energien: Stand 2018

Quellen: Climate watch, OECD, Weltbank, Transparency International, IWF, Eurostat, Helaba Research & Advisory

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

Hauptszenario, S. 1, 6
© Matteo Colombo/GettyImages
vanbeets/iStock
georgeclerk/iStock

Negativszenario, S. 39
galitskaya/iStock

Positivszenario, S. 41
anyaberkut/iStock