Helaba

Märkte und Trends 2023

Weltwirtschaft auf Gratwanderung

Research & Advisory, November/Dezember 2022



Werte, die bewegen.

Inhaltsverzeichnis



- Der große Kommentar 2023
- Basisszenario: Weltwirtschaft auf Gratwanderung (60 %)
- Geldpolitik: Straffungen weitgehend abgeschlossen
- Staatsanleihen: Neues Chance-Risiko-Profil durch Zinsanstieg
- Credits: Anhaltend hohe Refinanzierungskosten
- Aktien: 2023 birgt überdurchschnittliche Renditechancen
- Gold: Mitten in einem geldpolitischen Drahtseilakt
- Immobilien: Abstieg von hohen Gipfeln
- Devisen: Dollar in dünner Höhenluft
- Europäische Union: Ausgetretene Pfade bedeuten Sackgasse
- Deutschland: Im heftigen Gegenwind
- Frankreich: Schuldenabbau hat keine Priorität
- Italien: Historische Chance
- Spanien: Weniger absturzgefährdet
- Schweden: Auf neuen Pfaden aus der Krise
- Polen, Tschechien, Ungarn: Konflikte mit der EU als Konjunkturrisiko
- Großbritannien: Absturz wird verhindert
- USA: Rezession statt Inflation – oder beides?
- Japan: Begrenzte Inflation
- China: Auf Konfrontationskurs
- Russland: Beispielloser Transformationsprozess
- Brasilien: Solides Wachstum trotz herausforderndem Umfeld
- Negativszenario: Absturz (30 %)
- Positivszenario: Familientour (10 %)
- Prognosetabelle: BIP und Inflation
- Kapitalmarktprognosen
- Ausgewählte Energieindikatoren

Redaktionsschluss: 15. November 2022

Der große Kommentar 2023



Ich liebe die Berge; ob im Sommer oder Winter – ich bin gerne in luftigen Höhen, umgeben von massivem Gestein. Die Faszination geht jedoch Hand in Hand mit großem Respekt vor diesen Naturschönheiten. Von einem Moment auf den anderen verwandelt sich ein klarer Sonnentag in ein nebelverhülltes Wagnis. Während der Weg kurz zuvor noch gut zu erkennen war, wird plötzlich jeder Schritt zu einer Gratwanderung – und dies umso mehr, je unwägbarer das Gelände ist.

Das Gebirge macht nicht jedem Freude: schnelle Wetterumschwünge, unsicheres Gelände, schmale Pfade und dünne Luft. Selbst erfahrenen Bergwanderern treibt es den Schweiß auf die Stirn, wenn sich zu beiden Seiten eines schmalen Grats die Abgründe offenbaren, wie es derzeit bei der globalen Konjunktur der Fall ist.

Bergwelt skizziert Konjunktur- und Kapitalmarktausblick 2023

Rekordhohe Energiekosten ziehen den Unternehmen und Konsumenten den Boden unter den Füßen weg. Die Angst vor dem Absturz wird zum Thema bis in die Mitte der Gesellschaft. Hinzu kommt noch die Gefahr des unmittelbaren wirtschaftlichen Abschwungs. Die notwendige Abwägung zwischen der akuten Entlastung der Verbraucher und der Erhaltung der Wettbewerbsfähigkeit sowie Standortattraktivität ist eine Gratwanderung. Die globale Konjunktur ist bereits ins Stolpern geraten und zielgenaue geld- sowie fiskalpolitische Entscheidungen sind notwendig, um sich einigermaßen sicher entlang des Grats zu bewegen. Schrittfehler werden sofort bestraft – wie die Entwicklung in Großbritannien jüngst gezeigt hat.

Eintrittswahrscheinlichkeiten für die Konjunktur- und Kapitalmarktszenarien



Quelle: Helaba Research & Advisory

Ausblick mit drei Szenarien

All dies spannt den Bogen für unseren Jahresausblick 2023: Vorstellbar ist für die meisten derzeit vor allem der **Absturz,** also eine tiefe Rezession, dem wir in diesem Jahr mit 30 % eine relativ hohe Wahrscheinlichkeit beimessen. Kaum vorstellbar scheint ein baldiges Aufklaren mit viel Sonnenschein. Solche Wetterwechsel sind in der Bergwelt aber jederzeit möglich. Unter dem Begriff **Familientour** erhält dieses Szenario aber nur eine Wahrscheinlichkeit von 10 %. Die höchste Wahrscheinlichkeit von 60 % messen wir unserem Basisszenario **Gratwanderung** bei.

Neben Inflation und Rezession fordern die geopolitische Unsicherheit und die Energiekrise alle heraus. Wir rechnen in unserem Basisszenario für Deutschland und auch für die USA mit einer Rezession, wenn auch mit divergierendem Timing, etwas anderen Auslösern sowie unterschiedlicher Schärfe. So wie in den Bergen ist das Wetter

auch für die wirtschaftliche Entwicklung ein wesentlicher Faktor dafür, ob es abwärts oder bald wieder aufwärtsgeht. Steht eine Gasmangellage mit entsprechend negativen Entwicklungen auf die Konjunktur ins Haus oder reichen die Vorkehrungen aufgrund des geringeren Heizbedarfs? Im Basisszenario helfen neue Energiequellen, Sparmaßnahmen und wirtschaftspolitische Unterstützungen, um ein noch negativeres Szenario zu vermeiden. Im Laufe des Jahres 2023 hellt sich das Umfeld wieder etwas auf, so dass die Route ohne Absturz bewältigt werden kann.

> *Wenn der Mensch nicht über das nachdenkt, was in ferner Zukunft liegt, wird er das schon in naher Zukunft bereuen.*
> *Konfuzius*

Nachhaltigkeit und Energiesicherheit

Bereits in unserem Jahresausblick 2022 hatten wir der Nachhaltigkeit einen großen Raum beigemessen. Bei externen Effekten ist es Aufgabe des Staates, regulierend einzugreifen. Lange Zeit wurden die externen Effekte der CO_2-Emissionen vernachlässigt. Der Klimawandel wird jedoch immer offensichtlicher, so dass Nachhaltigkeit in vielen Ländern auf die wirtschaftspolitische und gesellschaftliche Agenda gerückt ist.

Mit dem Wegfall der Gaslieferungen aus Russland ergibt sich nun kurzfristig ein Rückschlag für die nachhaltige Entwicklung wegen des stärkeren Einsatzes von Kohle bei der Stromerzeugung. Mittelfristig können hieraus allerdings durchaus positive Effekte resultieren: Hohe Preise für fossile Brennstoffe lassen grüne Energien relativ günstiger werden.

Gute Bergführer notwendig, damit Vertrauen und Verlässlichkeit entsteht

Pläne, wie Nachhaltigkeit und Energiesicherheit gewährleistet werden können, finden sich in jedem Rucksack der Wandergruppe: Einsparungen, eine höhere Energieeffizienz sowie eine Umallokation von Bezugsquellen. Ob die neuen Abhängigkeiten tatsächlich tragfähiger sind, wird erst die Zeit zeigen. Allerdings gehört zu den Grundregeln im alpinen Gelände ein hoher Gemeinschaftssinn, damit keiner abstürzt. Erfahrene Bergführer erkennen, wie eine Gruppe zusammengesetzt sein muss, damit Vertrauen und Verlässlichkeit entsteht.

Übersichtstabelle für Nachhaltigkeit und Energiesicherheit

Aufgrund der großen Bedeutung von Nachhaltigkeit und Energiesicherheit findet sich in unserem Konjunktur- und Kapitalmarktausblick 2023 eine Übersichtstabelle mit einigen interessanten Nachhaltigkeits- und Energieindikatoren für die von uns betrachteten Länder.

Gratwanderung auch bei strukturellen Aspekten

Das Jahr 2023 wird eine große Herausforderung auf einem schmalen Grat. Das Gute ist, dass unser Basisszenario zwar viele Risiken und somit auch große Anstrengungen birgt, es letztlich auf der Gratwanderung aber zu keinem Absturz kommt. Dies erfordert ein permanentes Nachjustieren bei politischen Entscheidungen – je nach Beschaffenheit des Weges, dem Zustand der Wandergruppe und der Wetterlage. Ideologische Befindlichkeiten sind dabei fehl am Platz. Zielgerichtetes Handeln mit einem eindeutigen Fokus ist gefordert. Wenn die Rahmenbedingungen sich ändern, müssen die Entscheidungen angepasst werden. Ein „das haben wir schon immer so gemacht“ ist höchst gefährlich.

> *Die Freiheit ist nicht die Willkür, beliebig zu handeln, sondern die Fähigkeit, vernünftig zu handeln.*
> *Rudolf Virchow*

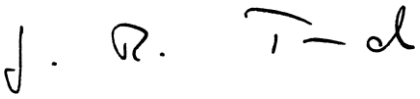
Dies gilt umso mehr, da bereits die Maßnahmen im Umfeld der Corona-Krise die Wandergruppe vom Pfad der Marktwirtschaft weg und in das unwägbare Gelände der interventionistischen Wirtschaftspolitik geführt haben. Rücksicht auf Verschuldung oder die Verhältnismäßigkeit der Maßnahmen spielen kaum noch eine Rolle. Vielerorts ist zu hören, dass die neue Realität der höheren Verschuldung anerkannt werden müsse. Trittfestigkeit, also die Stabilität einer Volkswirtschaft, wird mit der Akzeptanz steigender Verschuldung und zunehmender Eingriffe nicht erhöht – ganz im Gegenteil.

Bergwelt gibt Szenarien vor

Begeben Sie sich mit uns in die Bergwelt. In diesem Jahr offenbart sich dort unser Konjunktur- und Kapitalmarktausblick zwischen dunklen Wolken, dünner Luft, hohen Risiken auf einem schmalen Grat, gleichwohl aber auch mit Chancen auf Sonnenschein, einen tollen Ausblick, einen frischen Geist und Entspannung in der Natur.

In diesem Sinne wünsche ich Ihnen ein trittsicheres und erfolgreiches Jahr 2023.

Ihre



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



Basisszenario: Weltwirtschaft auf Gratwanderung (60 %)

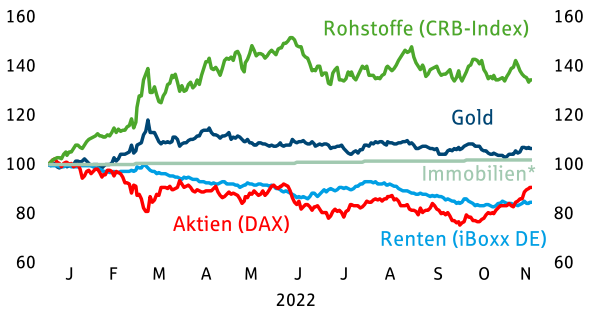
Der Blick nach vorne lässt selbst erfahrenen Bergwanderern den Schweiß auf die Stirn treten. Abgründe gähnen zu beiden Seiten des schmalen Grats, auf dem die globale Konjunktur voran stolpert. Gleichzeitig müssen Entscheidungen über den weiteren Routenverlauf unter Zeitdruck und mit unvollständigen Informationen getroffen werden. Die Herausforderungen für die „Sherpas" in Notenbanken und Regierungen waren selten größer als heute.

Vor Jahresfrist schien der Weg klar abgesteckt: Kräftiges Wachstum im Zuge der Erholung von der Pandemie, angefeuert von der extrem großzügigen Geld- und Fiskalpolitik sowie Nachholeffekten. Höhere Inflation galt vor allem als lästige Nebenwirkung des Aufschwungs, nicht als ein potenzieller Faktor, der ihn abrupt beenden könnte. Ende 2022 stellt sich die Lage in vielerlei Hinsicht nun leider völlig anders dar.

Die Weltwirtschaft ist nämlich 2022 von dieser planmäßigen Route abgekommen, und das nicht nur wegen der russischen Invasion in der Ukraine und ihren Folgen. Die **hohe Inflation** wurde durch sie – vor allem in Europa – zwar noch einmal kräftig angeschoben. Aber auch ohne diesen Sprung bei Energie- und anderen Rohstoffpreisen wäre die Teuerung ein massives Problem. Ihre Ursache ist ein Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage, das seine Wurzeln in der Pandemie hat. Die Inflation wiederum rief, wenn auch verspätet, die Notenbanken auf den Plan. Sie straffen nun in einem noch vor kurzem kaum vorstellbaren Tempo die Geldpolitik – und scheinen trotzdem ständig „hinter der Kurve" zu sein.

Rohstoffe als Krisengewinnler

Gesamtertrag in Euro, indexiert, 31.12.2021 = 100



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

Rezession im Basisszenario

Die Ereignisse des Jahres 2022 und der Ausblick für 2023 sind daher von den sich überlagernden Faktoren **Ukraine/Energiekrise** und den **Nachwirkungen der Pandemie** bestimmt. Letztere sind nicht verschwunden, sondern werden auch 2023 eine wichtige Rolle spielen, nicht nur wegen Chinas „Null-Covid-Politik". Die globalen Lieferketten haben sich noch nicht normalisiert und Veränderungen im Verbraucherverhalten sind vielerorts erst partiell korrigiert.

Unser Basisszenario ist diesmal **pessimistischer als üblich**. Wir rechnen für Deutschland und für die USA mit einer Rezession, deren Timing, Auslöser und Schärfe allerdings unterschiedlich sind. Wir unterstellen dabei, dass die Kampfhandlungen in der Ukraine andauern. Die Energiepreise in Europa bleiben erhöht, obwohl zunehmend neue Lieferquellen gefunden werden und Einsparbemühungen Erfolge zeigen.

Die **Weltwirtschaft** wird 2023 erneut schwächer wachsen als im Vorjahr. Dies gilt auch für die meisten Schwellenländer, sowohl rohstoffexportierende als auch Nicht-Rohstoff-Länder. Beim Schwergewicht China unterstellen wir allerdings, dass die Belastungen durch Lockdowns geringer sein werden und das Wachstum daher dort höher ausfällt. Die ärmsten Entwicklungsländer sehen sich mit **Schuldenkrisen** konfrontiert, die schon während der Pandemie nur durch eine Aussetzung des Schuldendienstes durch die Gläubiger verhindert werden konnten.

Fehltritte rächen sich

Auf einer Gratwanderung sind Fehltritte öfters folgenreicher als bei einem Waldspaziergang. Entsprechend wichtig sind daher **richtige politische Entscheidungen**. Die Notenbanken sehen sich vor der Herausforderung, die Inflation mit genau der richtigen Dosis Straffung in den Griff zu bekommen, ohne eine unnötig schwere Rezession aus-

zulösen. Dabei gilt es, die Verzögerungen, mit denen die Geldpolitik auf Realwirtschaft und Teuerung wirkt, korrekt einzuschätzen. Agiert man zu langsam und die Inflation bleibt hoch, steigt das Risiko, dass sie sich verfestigt, so wie in den 1970er Jahren. Dann können die wirtschaftlichen Kosten einer zu späten Eindämmung enorm werden.

> *„Has [the window for a soft landing] narrowed? Yes! Is it still possible? Yes!"*
> *Fed-Präsident Jay Powell, 2. November 2022*

Dabei zeichnet sich ein **Zielkonflikt** mit den Regierungen ab, die versuchen, die negative Wirkung der hohen Inflation auf die Realeinkommen zu kompensieren – sei es durch Preisdeckel, direkte Zahlungen oder temporär niedrigere Verbrauchsteuern. Diese Maßnahmen können bei falscher Ausgestaltung nicht nur Fehlanreize hinsichtlich des Energiesparens geben – und damit indirekt sogar Aufwärtsdruck auf die Preise erzeugen. Je undifferenzierter die Mittel an die Konsumenten verteilt werden, desto mehr konterkariert die Fiskalpolitik zudem die geldpolitische Straffung.

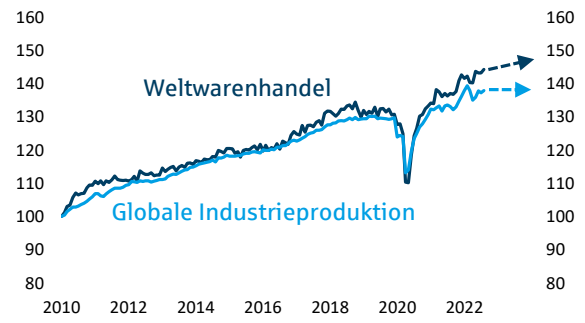
Hier kommt auch ein anderer neuerer Trend zum Tragen: Die Regierungen reagieren auf Schocks mit drastischen Eingriffen in die Wirtschaft, oft mit wenig Rücksicht auf die Verschuldung oder die Verhältnismäßigkeit der Maßnahmen. Der **„Nanny-Staat"**, den wir schon im Jahresausblick 2021 am Werke sahen, hat sich vielfach durchgesetzt. Bemühungen, die in der Pandemie stark strapazierten Staatsfinanzen zu konsolidieren, blieben trotz des zwischendurch kräftigen Aufschwungs oft aus. In der Eurozone ging das konjunkturell bereinigte Defizit, das 2020 massiv ausgeweitet wurde, 2021 und 2022 nur minimal zurück. Rekordverdächtige Schuldenstände sind offenbar Teil der „neuen Normalität", da „Mehr Schulden!" zur politischen Standardreaktion auf jegliches unliebsame Ereignis wird.

Blockbildung unvermeidbar?

Dass bei diesem Marsch die Marktwirtschaft droht, am Wegesrand zurückzubleiben, wird auch in der Außenwirtschaftspolitik deutlich. Der Ukraine-Konflikt hat Russland veranlasst, sich wirtschaftlich stärker in Richtung Asien zu orientieren. Dies stützt die schon vorher erkennbaren Tendenzen zu einer **wirtschaftlichen Blockbildung**, mit China und den USA als jeweiligen Kern. China wird vermehrt als Rivale wahrgenommen und nicht als Handelspartner. Hierbei wird oft die Schlussfolgerung gezogen: Wir müssen mehr wie die Chinesen werden, wenn wir uns gegen sie behaupten wollen. Daraus folgen dann Rufe nach einer Industriepolitik oder anderen Formen des Protektionismus, die drohen, mehr Schaden anzurichten als sie nutzen.

Impulse vom Welthandel

Real, indexiert Januar 2010 = 100



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Statt einer echten „Deglobalisierung", die ein Risiko bleibt, sehen wir aktuell eher eine **Neuordnung der Globalisierung**. Dafür spricht der stärkere Anstieg des Welthandels relativ zur Produktion seit 2020. Begriffe wie „reshoring" oder „friend-shoring" sind zwar in den Medien präsent, prägen aber nicht das Verhalten der Unternehmen. Hier stehen bislang weiterhin Effizienz und verstärkt Diversifikation der Lieferketten im Fokus.

Prognoseübersicht im Basisszenario

Die großen Wirtschaftsblöcke USA und Eurozone durchlaufen eine Rezession, kommen aber im Jahresdurchschnitt noch auf leicht positive **Wachstumsraten** von 0,5 % bzw. 0,2 %. Die deutsche Wirtschaft schrumpft. Trotz der schwachen Konjunktur geht die **Inflation** nur graduell zurück. In Europa bleibt die Energieknappheit ein wichtiger Faktor. Die Verbraucherpreise steigen in der Eurozone um 5,3 %, in den USA um 4 % – weniger als 2022, aber deutlich oberhalb der Zielwerte der Notenbanken.

Ausgewählte Prognosen 2023

Eurozone			
BIP-Wachstum, %	0,2		
Inflation, %	5,3		
1. - 4. Quartal			
Leitzins (Refi-Satz), %			
2,75	2,75	2,75	2,75
USD / Euro			
1,05	1,05	1,10	1,10
EURO STOXX 50, Indexstand			
3.850	4.100	4.150	4.200

Deutschland			
BIP-Wachstum, %	-0,6		
Inflation, %	6,0		
1. - 4. Quartal			
3-Monats-Euribor, %			
2,60	2,70	2,70	2,70
10-jährige Bundesanleihen, %			
2,30	2,40	2,30	2,30
DAX, Indexstand			
14.000	15.000	15.500	16.000

USA			
BIP-Wachstum, %	0,5		
Inflation, %	4,0		
1. - 4. Quartal			
Leitzins (Mittelwert), %			
4,38	4,38	4,38	4,38
10-jährige Treasuries, %			
3,80	3,90	3,80	3,70
S&P 500, Indexstand			
4.250	4.500	4.650	4.800

Quelle: Helaba Research & Advisory

Die Zentralbanken straffen die **Geldpolitik** zunächst weiter. Die Fed stoppt die Zinserhöhungen erst im restriktiven Bereich und senkt trotz Rezession die Zinsen 2023 nicht. Die EZB dürfte vorsichtiger agieren. Der Spielraum für größere Zinsschritte ist angesichts der fragilen Gesamtlage im Euroraum erschöpft.

Der Sturm bei **Renten** flaut ab. Spätestens zur Jahresmitte sollten die Leitzinsen das zyklische Hoch erreichen. Erfahrungsgemäß gibt dies Spielraum für sinkende Kapitalmarktzinsen. Die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen wird in der ersten Jahreshälfte die Jahreshöchststände markieren und Ende 2023 bei etwa 2,3 % notieren.

Die Refinanzierungskosten der **Corporates** bleiben 2023 hoch. Dennoch führen die unabdingbaren Investitionen in nachhaltige Wirtschaftsprozesse und veränderte Lieferketten zu einem stärkeren Engagement der Unternehmen am Bondmarkt. Die **Banken** gehören auf der Ertragsseite zu den Gewinnern steigender Zinsen, so dass die Gewinne trotz Kosteninflation und steigender Kreditausfälle stabil gehalten werden können.

Covered Bonds als „sichere Hafen-Assets" stehen im Fokus. Für Emittenten ist die Refinanzierung über das günstige Produkt ökonomischer denn je, insbesondere, wenn sich die Risikoprämien zwischen gedeckten und ungedeckten Anleihen ausweiten. Investoren finden auskömmliche Coupons auch im Core-Segment.

Aktien haben die Fülle an Belastungen bereits eskomptiert. Die wichtigsten Bedingungen für eine Bodenbildung sind erfüllt: günstige Bewertung, sehr negative Konjunkturerwartungen, pessimistische Stimmung der Anleger und technische Überverkauft-Situation. Da Aktien der Konjunktur im Durchschnitt ein halbes Jahr vorauslaufen rechnen wir mit einer dynamischen Kurserholung. Bis Ende 2023 dürfte der **DAX** die **16.000er Marke** ansteuern.

Immobilien leiden noch stärker unter den gestiegenen Zinsen als unter der Rezession. Am Wohnungsmarkt rechnen wir mit einem Ende des langjährigen Aufschwungs und mit einer moderaten Preiskorrektur. Im gewerblichen Bereich werden sich Büros robuster zeigen als Einzelhandelsimmobilien, denen der enorme Kaufkraftverlust durch die hohe Inflation zu schaffen macht.

Gold belebt sich 2023, da es zur Inflationsabsicherung wieder stärker nachgefragt ist. Sobald sich das Ende der Zinserhöhungen abzeichnet, festigt sich der Preis in Richtung 1.900 US-Dollar je Feinunze. Bei schwächerem US-Dollar wird es in Euro-Rechnung kaum möglich sein, die Währungsgewinne des Jahres 2022 zu halten.

Der **US-Dollar** kann seinen Höhenflug nicht fortsetzen, da die Zinserhöhungen der Fed auslaufen und er als Fluchtwährung weniger gefragt ist. Außerdem ist der Dollar im historischen Vergleich hoch bewertet und die Geldpolitik in der Eurozone wird restriktiver. Der Euro-Dollar-Kurs dürfte Ende 2023 um 1,10 notieren.

Patrick Franke

Geldpolitik: Straffungen weitgehend abgeschlossen

EZB und Fed werden vermutlich im ersten Quartal 2023 ihren Zinserhöhungskurs beenden. Der Kampf gegen Inflation dürfte dann bereits erhebliche konjunkturelle Bremsspuren zeigen.

Das dritte Amtsjahr von EZB-Chefin Christine Lagarde wurde eine Zäsur für die Geldpolitik im Euroraum. Unter dem Eindruck einer außer Kontrolle geratenen Inflation agierte die EZB zunächst zögerlich, dann wild entschlossen, ihren ramponierten Ruf zu retten: Sie beendete die Ausweitung der Anleihekäufe, verließ den Negativzinsbereich und erhöhte die Leitzinsen mit mehreren großen Schritten auf rund 2 %.

Den Rücken hält ihr dafür das **TPI** (Transmission Protection Instrument) frei, ein geldpolitisches Werkzeug zum flexiblen Ankauf von Staatsanleihen, das es ihr ermöglicht, die Risikoaufschläge im Euroraum bei Bedarf zu kontrollieren. Bislang reichten der EZB aber noch die Reinvestitionen im Rahmen ihres riesigen Anleiheportfolios aus, um die Spreads im Euroraum unter Kontrolle zu halten.

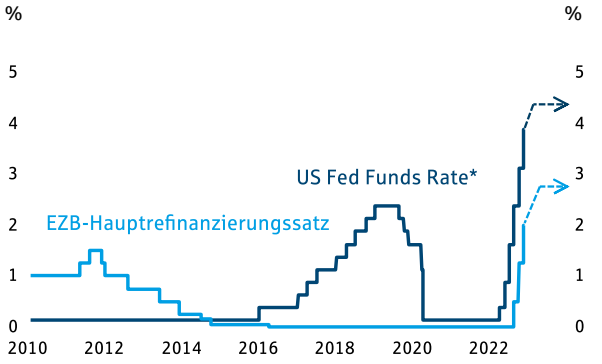
> *„At some point in time, we will have of course to identify the rate which will deliver the 2 % medium-term [inflation] target“*
> *EZB-Präsidentin Lagarde bei der Pressekonferenz am 27. Oktober 2022*

Derzeit sitzen die geldpolitischen Falken am längeren Hebel, aber mit jeder Zinsanhebung dürfte der Widerstand der Tauben im EZB-Rat wachsen. Die Sorge vor einer langanhaltenden Rezession, einer Krise des Finanzsystems und erdrückenden Zinslasten dürften sie schon bald auf den Plan rufen. Eine kritische Marke sehen wir bei einem Hauptrefinanzierungssatz von 2,75 %. Die entscheidende Bedingung für einen Stopp ist allerdings, dass es deutliche Hinweise für ein Zurückweichen der Inflation gibt. Danach könnte die EZB ihren Straffungskurs noch mit einem vorsichtigen Abbau ihrer Billionen schweren Anleihebestände absichern.

Fed: Ende der Fahnenstange in Sicht

In den USA sind die Leitzinsen im Eiltempo auf Kurs ins **restriktive Territorium**. Im ersten Quartal 2023 dürfte die Fed den Zinserhöhungskurs bei einer Federal Funds Rate von knapp 4,5 % aussetzen und zunächst die Wirkung der bereits erfolgten Straffung abwarten.

Notenbanken gehen bald in Warteposition



*Mitte des Zielkorridors
Quellen: Refinitiv, Helaba Research & Advisory

Die Zinserhöhungen der vergangenen Monate haben bereits zu einer drastischen **Verschärfung der monetären Bedingungen** geführt: Die Aktienkurse sind niedriger, die langfristigen Zinsen höher und der Dollar stärker. Die passive Bilanzreduktion dauert zudem mit 90 Mrd. US-Dollar pro Monat zunächst an. Dies wird die Konjunktur und die Inflation weiter dämpfen. Niedrigere Ölpreise und eine Entspannung bei den Lieferkettenengpässen helfen der Fed. Am US-Arbeitsmarkt sollte der Lohndruck nachlassen, die schwächere Konjunktur und eine leicht steigende Erwerbsbeteiligung sorgen für Entlastung.

Allerdings wird die Teuerung, gerade auch gemessen an der Kernrate, 2023 so hoch bleiben, dass es die Notenbank **nicht riskieren wird, die Zinsen schon wieder zu senken**. Fed-Präsident Powell hat mehrfach betont, dass eine der wichtigsten Lehren aus vergangenen Inflationsschüben sei, den Restriktionsgrad der Geldpolitik nicht zu schnell wieder zu lockern. Die milde Rezession in den USA, die wir für 2023 erwarten, wird dafür keinen hinreichenden Anlass bieten.

%	Q1/23	Q2/23	Q3/23	Q4/23
3M Euribor	2,60	2,70	2,70	2,70
EZB Refi-Satz	2,75	2,75	2,75	2,75
Fed Funds Target Rate	4,38	4,38	4,38	4,38

Quelle: Helaba Research & Advisory

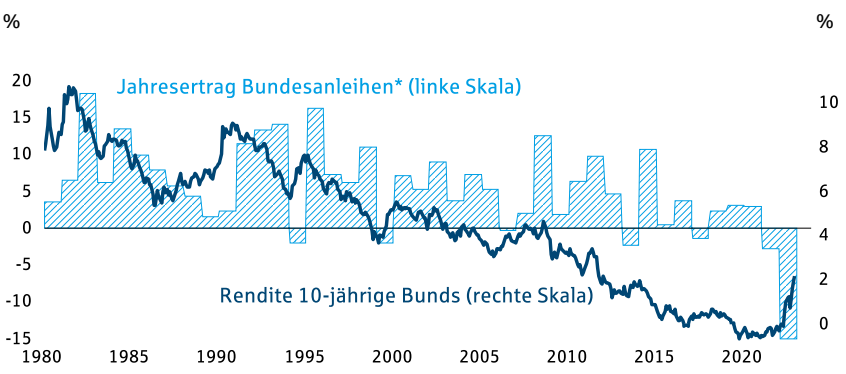
Ulf Krauss, Patrick Franke

Staatsanleihen: Neues Chance-Risiko-Profil durch Zinsanstieg

Der einst so dominanten, dann lange verschmähten Assetklasse wurde durch den Renditeanstieg neues Leben eingehaucht. Für 2023 ergeben sich Chancen, aber auch ein paar Risiken.

Anleiheinvestoren dürften mit einem weinenden und einem lachenden Auge auf 2022 zurückblicken. Bis Ende Oktober waren einerseits **Kursverluste** bei deutschen Staatsanleihen von rund 15 % zu verzeichnen. Andererseits wurde das unattraktive **Negativzinszeitalter** zügig überwunden. Die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen kletterte zeitweise bis auf 2,5 %. Im Spannungsfeld zwischen Konjunktur- und Inflationssorgen kam es dabei beiderseits des Atlantiks zu heftigen Kursbewegungen. 10-jährige US-Treasuries übersprangen die Marke von 4 %.

Zeitenwende auch am Rentenmarkt



*2022 bis Ende Oktober
Quellen: Refinitiv, Helaba Research & Advisory

Während sich die Situation für **Schuldner** deutlich verschlechtert hat, verbesserte sich die Lage für die **Sparer**. Vor allem **Kapitalsammelstellen** wie Pensionskassen und Lebensversicherungen profitieren von der Zinsniveauverschiebung. Neuengagements bieten nun wieder eine relativ **attraktive Verzinsung**. Je höher die Renditen steigen, desto beherzter dürften Anleger zugreifen, was den Rentenmarkt vor weiteren massiven Kursrückschlägen schützen sollte.

Beruhigung auf Jahressicht

Aufgeschreckt von der rekordhohen Inflation leitete die EZB eine **historische Zinswende** ein. Spätestens zur Jahresmitte 2023 sollte das zyklische Hoch bei den Leitzinsen aber erreicht sein. Dies gibt erfahrungsgemäß wieder Spielraum für sinkende Kapitalmarktzinsen. Die **Zinskurve** würde dann im zweiten Halbjahr **flach bzw. invers** werden. Mit markanten Renditerückgängen ist allerdings nicht zu rechnen. Die Inflation sinkt zwar, bleibt insgesamt jedoch historisch hoch. Real betrachtet sind Renten damit weiter eher ungünstig bewertet. Hinzu kommt die Unsicherheit, in welchem Umfang die EZB ihre Anleihebestände reduziert. Immerhin befinden sich über 40 % der umlaufenden Euro-Staatspapiere in den Depots der Notenbanken. Ein **Abbau der EZB-Bilanzsumme** auf diesem Weg birgt in Zeiten zunehmender staatlicher Emissionstätigkeit neue **Stabilitätsrisiken**.

Risikoaufschläge als Achillesferse?

Eine schwache Konjunktur, wachsende Staatsausgaben und eine liquiditätsverknappende Geldpolitik erhöhen in Kombination mit politischen Fehlentscheidungen die Wahrscheinlichkeit für steigende **Risikoaufschläge**. Großbritannien hat gezeigt, wie schnell dieser Fall eintreten kann. Unerfahrene Regierungen, wie die neue italienische, stehen ohnehin unter kritischer Beobachtung der Investoren. Aber auch für Bundesanleihen ist die Situation nicht mehr so komfortabel wie früher. Die EZB wird im Rahmen ihrer **flexiblen Refinanzierungsgeschäfte** in kritischen Phasen eher auslaufende südeuropäische Staatsanleihen in ihrem Portfolio ersetzen als deutsche Papiere.

%	Q1/23	Q2/23	Q3/23	Q4/23
10j. Bundesanleihen	2,30	2,40	2,30	2,30
10j. US-Treasuries	3,80	3,90	3,80	3,70

Quelle: Helaba Research & Advisory

Die Rendite 10-jähriger **Bundesanleihen** dürfte am Jahresende 2023 bei **2,3 %** notieren. Vom US-Rentenmarkt ist dabei mit abnehmenden Gegenwind zu rechnen. Die Anzeichen werden sich verdichten, dass die US-Notenbank 2024 wieder etwas lockert. Die Rendite 10-jähriger **US-Treasuries** sollte in diesem Fall zu Jahresende sehr wahrscheinlich **unter der 4 %-Marke** notieren.

Ulf Krauss

Covered Bonds: Weiterhin sehr gefragt

Steigende Zinsen und die Suche nach Qualitäts-Assets verleihen Covered Bonds auch 2023 Rückenwind. Sie bleiben das von Banken bevorzugte Refinanzierungsinstrument.

Die Gesamtmarktbedingungen gestalten sich 2023 herausfordernd; Covered Bonds als „sichere Hafen"-Assets werden für Emittenten und Investoren gleichermaßen im Fokus stehen. Die Gründe dafür sind vielfältig. Die Refinanzierung über das günstige Produkt ist für Banken ökonomischer denn je. Dies könnte sich noch verstärken, wenn sich die **Risikoprämien** zwischen den gedeckten und ungedeckten Anleihen (besonders Senior Preferred) **ausweiten**. In diesem Fall wäre die Emission gedeckter Papiere wesentlich attraktiver. Gleichzeitig geht es für die Institute darum auszuloten, inwiefern über Covered Bonds trotz **begrenzender Faktoren** – wie sinkende Deckungsverhältnisse, rückläufiges Neugeschäft mit Immobilienkrediten, regulatorische Mindestanforderungen an Eigenmittel sowie bestimmte unbesicherte Verbindlichkeiten – vermehrt Geld am Kapitalmarkt aufgenommen werden kann.

> *„Die traditionellen Investoren greifen im Primär- und Sekundärmarkt wieder verstärkt zu."* *Jens Tolckmitt, Hauptgeschäftsführer vdp*

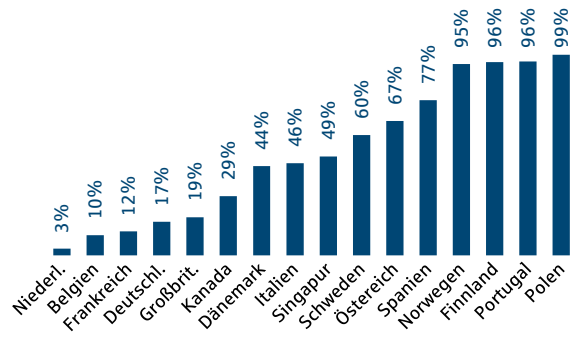
Für Investoren steigt die Attraktivität der Covered Bonds: Neben der unverändert **bevorzugten regulatorischen Behandlung** kehren Anleger aufgrund **steigender Renditen** in die sichere Assetklasse zurück. Mittlerweile lassen sich auskömmliche Coupons auch bei Papieren aus dem Core-Segment finden. Angesichts diverser Unwägbarkeiten (z.B. hohe Inflation, Energiekrise) und deren unterschiedlichen Auswirkungen auf Covered Bonds je nach Land, Emittent und Deckungsmasse führt dies zu einer weiteren Differenzierung bei den Risikoprämien.

Primärmarktvolumen verharrt auf hohem Niveau

Per saldo erwarten wir, dass die „Pro-Argumente" überwiegen, so dass das Primärmarktvolumen mit rund 160 Mrd. Euro über den fälligen Papieren (126 Mrd. Euro) liegen wird. **Grüne und soziale Covered Bonds** wachsen mäßig mangels berücksichtigungsfähiger Kredite und angesichts der Herausforderungen der EU-Taxonomie sowie der geplanten Green Bond-Standards. Insgesamt erreichten die nachhaltigen Papiere im bisherigen Jahresverlauf 2022 mit 16,6 Mrd. Euro in etwa das starke Vorjahresvolumen von 17 Mrd. Euro. Auch die EZB spielt nach wie vor als Käufer eine wesentliche Rolle. Bis September 2023 werden Covered Bonds in Höhe von 44,8 Mrd. Euro fällig. Bislang beabsichtigt der EZB-Rat, die im Rahmen des Anleihekaufprogramms APP erworbenen Wertpapiere bei Fälligkeit so lange wie erforderlich vollumfänglich zu ersetzen. Aufgrund des positiven Nettoangebots und einer gewissen Nachfrage seitens der EZB rechnen wir mit moderat steigenden Risikoprämien.

Große Unterschiede bei den Zinsmodellen

Covered Bonds: Anteil variabler Verzinsung an Deckungsmasse* 2022



*aus unserem Analysespektrum ausgewählte Länder und Emittenten
Quellen: Emittentenwebsites, Helaba Research & Advisory

Kreditausfälle 2023 wahrscheinlich

Eine Erkenntnis aus der Corona-Krise ist, dass sich notleidende Kredite (NPL) kaum auf die Qualität der Deckungswerte niedergeschlagen haben. Angesichts der global steigenden Zinsen muss jedoch für 2023 mit einer relativen **Zunahme von NPL** gerechnet werden. Bonitätsprobleme sehen wir aber im kommenden Jahr nicht. Auch die Komposition der Deckungsmassen wird mit Blick auf den durchschnittlich **variabel verzinsten Anteil** in den Fokus rücken. Insgesamt ist die hohe Qualität der krisenfesten Covered Bonds nicht in Frage zu stellen. Die meist komfortablen Überdeckungen sowie die Vorgaben für Beleihungsquoten bieten einen ausreichenden Puffer.

Christian Schmidt

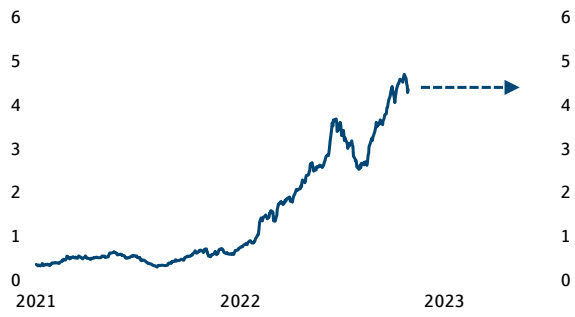
Credits: Anhaltend hohe Refinanzierungskosten

Steigender Liquiditätsbedarf wird das Engagement der Corporates am Bondmarkt 2023 erhöhen. Banken profitieren von steigenden Zinsen, zunehmende Kreditausfälle sind aber absehbar.

Die kräftig gestiegenen Swapsätze sowie die starke Ausweitung der Credit-Spreads haben die Refinanzierungskosten im Laufe des Jahres 2022 für viele Unternehmen vervielfacht. In der Folge ist der **Primärmarkt für EUR Corporate Bonds** regelrecht abgestürzt. Bis zum Jahresende erwarten wir nur ein Emissionsvolumen in Höhe von 250 Mrd. Euro, im Jahr zuvor waren es noch 360 Mrd. Euro.

Renditen bleiben auf hohem Niveau

iBoxx € Corporates, Rendite, %



Quellen: Refinitv, Helaba Research & Advisory

Auch 2023 werden die hohe Inflation und die entsprechenden Gegenmaßnahmen der EZB **wenig Raum für eine Entspannung bei den Basiszinsen** lassen. Immerhin sollten dann die Spread-Hochstände 2022 überwunden sein. So dürfte nicht zuletzt eine wachsende Klarheit über die weitere Wirtschaftsentwicklung dazu beitragen, das Marktumfeld zu beruhigen. Angesichts der mauen Konjunktur wird die Innenfinanzierungskraft vieler Unternehmen nichtsdestotrotz nachlassen. Die Banken reagieren auf schlechtere Bonitätsprofile und steigende Ausfallraten sicherlich mit einer **restriktiveren Kreditvergabe**. Gleichzeitig lassen sich die **unabdingbaren Investitionen** der Unternehmen in nachhaltige Wirtschaftsprozesse und veränderte Lieferketten nur begrenzt verschieben. Zudem dürften einige Adressen genötigt sein, bis dato unterlassene Kapitalmarktrefinanzierungen nachzuholen. In der Summe werden sich die Corporates auch bei weiter steigenden Kuponsätzen wieder stärker am EUR Bondmarkt engagieren. Wir rechnen mit einem Emissionsvolumen von über 300 Mrd. Euro.

Banken im Spannungsfeld zwischen steigenden Zinsüberschüssen und höheren Kreditausfällen

Die Gewinnaussichten der Banken für 2023 befinden sich aufgrund des geänderten Zinsumfeldes **im Spannungsfeld zwischen steigenden Zinsüberschüssen und Sorgen über höhere Kreditausfälle**. Grundsätzlich zählt die Branche auf der Ertragsseite aber zu den **Gewinnern steigender Zinsen**, da Kundeneinlagen und Liquiditätsportfolien zu auskömmlicheren Konditionen angelegt werden können. Dies haben die Institute bereits eindrücklich unter Beweis gestellt. Dieser Trend dürfte sich angesichts der allgemeinen Notenbankpolitik fortsetzen.

Schnell steigende Zinsen wirken sich jedoch negativ auf die **Qualität der Kreditengagements** aus. Hinzu kommen die diversen weiteren Belastungsfaktoren für die Kundenforderungen. Herausgegriffen seien die hohen Energiekosten als Herausforderung für die Unternehmenskunden. Bisher waren die notleidenden Kredite (also die, bei denen Zahlungsausfälle bereits eingetreten sind) stabil niedrig. Der Anteil der Kredite, bei denen sich Probleme erst abzeichnen (sogenannte Stage 2-Kredite) hat jedoch bereits leicht zugenommen. Ferner belasten steigende Zinsen u.a. die Erträge aus Wertpapiergeschäft, Vermögensverwaltung und Investment Banking.

Ein weiteres Fokus-Thema dürfte 2023 die **allgemeine Liquiditätsversorgung** sein. Während Unternehmen wohl weiterhin stark Kredite nachfragen, könnten die Liquiditätskennziffern der Banken aufgrund der monetären Straffung und ablaufender TLTRO-Mittel ebenfalls sinken. Immerhin verfügen die Banken noch über sehr gute Liquiditätskennziffern und weisen darüber hinaus hohe Eigenkapitalquoten aus, was nicht zuletzt auf die regulatorischen Reformen im Bankensektor zurückzuführen ist. Anleihegläubiger gehen dennoch zunehmend selektiv vor, da ihre Forderung je nach Rang auch höheren Risiken ausgesetzt ist (sogenanntes Bail-in-Kapital).

Ulrich Kirschner, CFA, Dr. Susanne Knips



Aktien: 2023 birgt überdurchschnittliche Renditechancen

Es fiele leicht, für 2023 ein düsteres Szenario fortzuschreiben. Allerdings haben Aktien schon sehr viel Negatives vorweggenommen und einige Indikatoren geben inzwischen grünes Licht.

Aktienanlegern brachte das Jahr 2022 über weite Strecken herbe Verluste. Rund um den Globus verzeichneten die Indizes **massive Kursrückgänge** von zeitweise mehr als 20 %. Damit rutschten die wichtigsten Börsenbarometer in einen Bärenmarkt. Den größten Einbruch verzeichnete der Technologiesektor. Im Zuge der Pandemie hatte die Digitalisierungsfantasie die Bewertungen auf zum Teil astronomische Höhen katapultiert. Vom Zinsanstieg sind daher gerade diese Titel besonders negativ betroffen. Denn so wie die Liquiditätsflut der Notenbanken in den vergangenen Jahren die Preise (fast) aller Assetklassen gehoben hat, so senkt deren **restriktiver Kurs** sie nun wieder. Gegen den Trend zulegen konnten dagegen Energietitel. Dieser Sektor ist der einzige im STOXX 600, dem breiten Aggregat für Europa, der mit einem stattlichen Plus von zwischenzeitlich mehr als 20 % aufwarten kann.

Krieg in der Ukraine, Energiepreisexplosion, Zweifel an der Versorgungssicherheit, davoneilende Inflation, deutlich steigende Leit- und Kapitalmarktzinsen und als Konsequenz aus alldem Rezessionsängste dominierten bislang das Geschehen an den Finanzmärkten. Eine besondere Herausforderung für Aktien ist es, dass die Notenbanken angesichts der hohen Inflation gezwungen sind, trotz des konjunkturellen Abschwungs die **Zinsen** weiter zu **erhöhen**. Damit entstand enormer Druck auf die zu Beginn der Zinserhöhungen sehr hohen Bewertungen. Allerdings wirkt sich Inflation in der Summe meist positiv auf die Unternehmensergebnisse aus. Die gestiegenen Gewinnmargen zeigen, dass die Unternehmen auf Indexebene betrachtet die höheren Kosten mehr als ausgleichen konnten. Trotz des wirtschaftlichen Abschwungs haben sich daher die Unternehmensgewinne bislang überraschend positiv entwickelt. Damit hat sich die Bewertungssituation bei den international führenden Aktienindizes deutlich entspannt. **Euro-Titel** sind sogar **besonders günstig** zu haben.

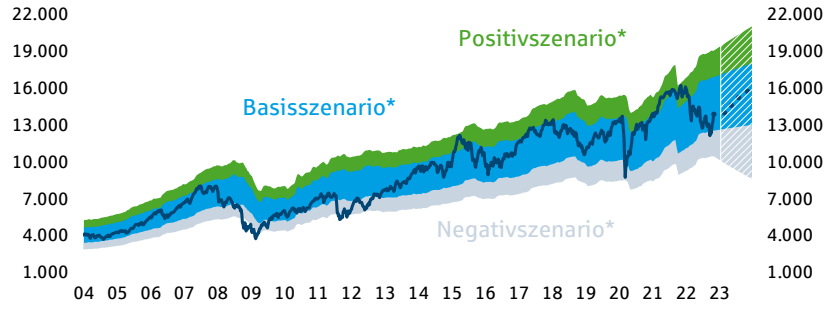
> *Die meisten Menschen bilden ihre Erwartungen, indem sie den vorherrschenden Trend fortschreiben.*
> *eigene Beobachtung*

Beim DAX steht die Ampel auf Grün

Der DAX hat in der Spitze in diesem Jahr bereits mehr als 26 % verloren. Die zahlreichen Belastungsfaktoren dürften damit hinreichend eskomptiert sein. Kaum jemand kann sich derzeit vorstellen, dass sich das fundamentale Bild bald nachhaltig aufhellen wird. Das erinnert an all die früheren **Bärenmärkte und Krisen**. Die Auslöser oder Gründe waren zwar immer verschieden (New Economy-Blase, Wirtschafts- und Finanzkrise, Staatsschuldenkrise, Pandemie), aber die Auswirkungen sind jedes Mal die gleichen: Aktien erleiden empfindliche Kursverluste. Und dennoch folgte auf jeden Abschwung stets ein Aufschwung. Das Timing ist aber eine Herausforderung, da Aktien der Konjunktur rund ein halbes Jahr vorauslaufen und bereits zu steigen beginnen, wenn die Fundamentaldaten und die Nachrichtenlage noch düster sind. Diese Phase ist zumeist mit erhöhter Volatilität verbunden und kann kurzfristig zu weiteren Kursverlusten führen. Allerdings bietet genau **dieses Zeitfenster** die **höchsten Renditechancen**.

DAX mit attraktivem Chance-Risiko-Profil

Index, Wochenwerte



* Bänder: Fairer Wert aus Gewinn, Dividende, Cashflow und Buchwert
Quellen: Refinitiv, Helaba Research & Advisory

Wie kann man also einerseits diese Chance nutzen, andererseits aber das Risiko minimieren, in das sprichwörtliche fallende Messer zu greifen? Die **vier wichtigsten Bedingungen** dafür, dass Aktien ihren **Boden ausbilden**, sind: eine günstige

Bewertung, bereits sehr negative Konjunkturerwartungen, eine ausgesprochen pessimistische Stimmung unter den Anlegern und eine mittelfristige technische Überverkauft-Situation des Aktienindex.

Wir haben daher die besten Indikatoren aus den verschiedenen Teilgebieten der Aktienanalyse – Fundamentalanalyse, Behavioral Finance und Technische Analyse – ausgewählt und zu einem einzigen Indikator, dem **Helaba-BEST-Indikator** (**Be**wertung, **S**timmung, **T**echnik) zusammengefasst. Inzwischen hat dieser Indikator ein klares Kaufsignal gegeben. Dabei geben alle Teilindikatoren für den DAX grünes Licht: Die Bewertung ist günstig, die Konjunkturerwartungen sind noch sehr negativ, die Stimmung unter den Anlegern war ausgesprochen pessimistisch und der DAX mittelfristig technisch überverkauft. Die Chancen, dass das deutsche Börsenbarometer seinen Boden erreicht hat, stehen somit nicht schlecht. Bis Jahresende 2023 dürfte der DAX die 16.000er Marke ansteuern.

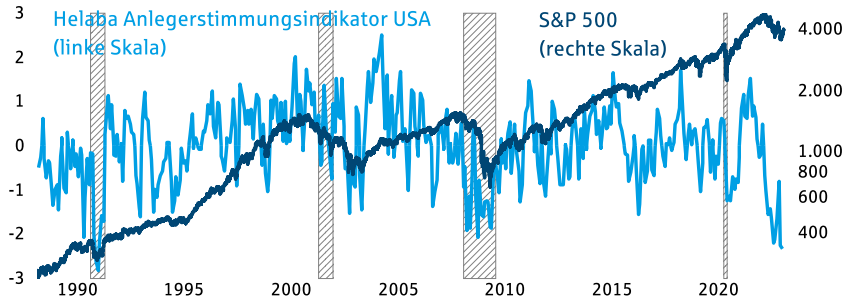
US-Aktien ebenfalls interessant

Der S&P 500 war in der Spitze um 25 % gesunken und damit ähnlich stark wie der DAX. Für den US-Aktienmarkt gelten die gleichen Belastungsfaktoren wie hierzulande: Inflation, Zinserhöhungen und Wachstumsängste. Allerdings ist die Konjunkturstimmung längst nicht so schlecht wie hierzulande. Dies hängt unter anderem damit zusammen, dass die unmittelbare Betroffenheit von den Auswirkungen des Krieges geringer und die Sicherheit der Energieversorgung kein Thema ist. Ein weiterer Unterschied zum DAX besteht in der Bewertung. Zwar hat auch der S&P 500 bislang einen deutlichen Bewertungsabbau vollzogen. Aufgrund der zuvor viel stärker ausgeprägten Überbewertung hat dies allerdings lediglich dazu geführt, dass **US-Standardwerte** inzwischen **fair gepreist**, nicht aber wie deutsche Titel günstig sind.

> *„Immer wenn man die Meinung der Mehrheit teilt, ist es Zeit, sich zu besinnen."*
> *Mark Twain*

Während die ersten beiden Bedingungen für eine Bodenbildung – eine günstige Bewertung und sehr negative Konjunkturerwartungen – derzeit noch nicht erfüllt sind, haben die **Anlegerstimmung** und die mittelfristige technische Überverkauft-Situation im Sinne der Kontraindikation **ein klares Kaufsignal** geliefert. Ein ähnlich ausgeprägter Pessimismus der US-Anleger – gemessen an Stimmungsumfragen unter Investoren sowie Daten zur Aktienpositionierung – war in der Vergangenheit ein zuverlässiges Indiz für eine nahende Bodenbildung und daran anknüpfend **überdurchschnittliche Erholung**. Bis Jahresende 2023 rechnen wir damit, dass der S&P 500 die Marke von 4.800 Punkten erreicht.

Ausgeprägter Pessimismus spricht für Aktien



graue Flächen sind US-Rezessionen
Quellen: Refinitiv, Helaba Research & Advisory

Nur wer wagt, gewinnt

Zugegeben, es ist bei dieser Nachrichtenlage nicht leicht, den Mut aufzubringen und in Aktien zu investieren. An der Börse wird stets die Zukunft gehandelt und die ist bekanntlich ungewiss. Nur die Inkaufnahme eines **höheren Risikos** eröffnet aber auch die **Chance auf überdurchschnittliche Renditen**. Die Risikoabwägung ist immer eine sehr individuelle Angelegenheit. Durch die zeitliche Staffelung des Einstiegs und durch Diversifikation lassen sich Timing- und Einzeltitelrisiken jedoch signifikant reduzieren.

Indexpunkte	Q1/23	Q2/23	Q3/23	Q4/23
DAX	14.000	15.000	15.500	16.000
Euro Stoxx 50	3.850	4.100	4.150	4.200
S&P 500	4.250	4.500	4.650	4.800

Quelle: Helaba Research & Advisory

Markus Reinwand, CFA



Gold: Mitten in einem geldpolitischen Drahtseilakt

Notenbanken im Kampf gegen die Rekordinflation belasten das zinslose Gold. 2023 dürfte der geldpolitische Druck aber nachlassen und das Edelmetall als Versicherungsschutz gefragt sein.

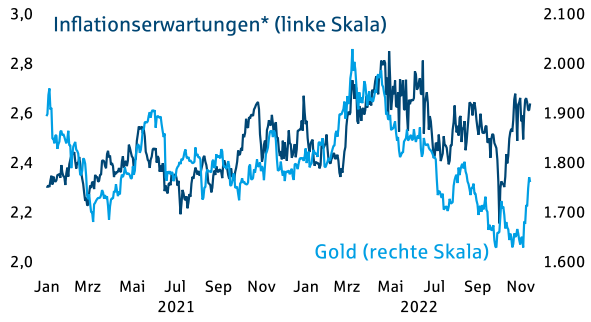
2022 hätte ein **Gold-Jahr** werden müssen. Schließlich dient das Edelmetall als Schutz in Krisen, an denen es wahrlich nicht gemangelt hat: Der Krieg Russlands gegen die Ukraine, Energie- und Rohstoffmangel, Lieferkettenprobleme, sehr hohe Inflation und nun im Gefolge eine drohende Stagnation der Weltwirtschaft bzw. Rezession in Deutschland. Das fundamental schwierige Terrain war wie geschaffen für Gold. Dennoch ging es preislich stetig bergab, abgesehen von einem temporären Hoch kurz nach Kriegsausbruch Anfang März mit knapp 2.030 US-Dollar je Feinunze. 2022 dürfte erneut als **Verlustjahr** mit knapp 3 % zu Buche schlagen. Etwas besser sieht die Rechnung für Euroanleger aus. Die Schwäche der Gemeinschaftswährung sorgt für ein Plus von gut 6 %.

> *„Gold funktionierte seit der Zeit Alexander des Großen. Wenn etwas über 2.000 Jahre Bestand hat, …dann nicht aufgrund von Vorurteilen oder einer falschen Theorie."*
> *Bernard Baruch, Börsenspekulant (1870-1965)*

Schwieriges Terrain durch steigende Zinsen

Trotz historisch hoher Teuerung läuft Gold als **Inflationssicherung** nicht. Das liegt an dem Kursschwenk der Notenbanken, allen voran der Fed, die der hohen Inflation mit kräftigen Leitzinsschritten den Kampf angesagt haben. Gold, das keine Zinsen abwirft, leidet unter den steigenden **Opportunitätskosten**. Je höher der Zinsdruck, umso stärker gab der Preis für Gold nach, auch wenn das Bild in realer Rechnung für das Edelmetall sprach. Indes ist eine Schwäche während einer Zinserhöhungsphase nicht ungewöhnlich. Vielmehr zeigen vergangene Zinszyklen, dass sich für Gold wieder Chancen ergeben, sobald diese enden. Je schneller sich also 2023 Erfolge in der **Inflationsbekämpfung** zeigen, umso schneller dürfte sich das Edelmetall festigen. Verkehrte Welt: Gold kann erst dann profitieren, wenn die Belastungen steigender Zinsen schwinden. Hat das Edelmetall damit als Inflationsschutz ausgedient?

Gold von Inflationserwartungen gelöst – temporär



*Inflationserwartungen am Kapitalmarkt = USD Inflation Swap Forward 5Y5Y
Quellen: Macrobond, Bloomberg Helaba Research & Advisory

Das kommt darauf an, wie ernst die Geldpolitik die Bekämpfung nimmt bzw. welches Niveau sie abseits ihrer Ziele als akzeptabel einstufen wird. Je herausfordernder das konjunkturelle Umfeld im Laufe des Jahres wird, umso schwerer dürften weitere Zinsschritte politisch zu rechtfertigen sein. Für die Fed und die EZB ist das eine Wanderung auf schmalem Grat: Sie müssen dem Eindruck entgegentreten, nicht genug gegen die **hohe Inflation** getan zu haben. Umgekehrt gilt es, wirtschaftliche Verwerfungen zu verhindern. Schon angesichts der hohen **Staatsverschuldung** in beiden Wirtschaftsräumen dürfte die Geldpolitik eine leichte Neigung zu Gunsten des Wachstums einnehmen.

Als Inflationsabsicherung wieder gesucht

Gold dürfte 2023 als **Versicherungsschutz gegen erhöhte Inflation** in Kombination mit einem **schwächeren Wachstum gefragt** sein. Der geldpolitische Extremfall unter Notenbankchef Paul Volcker in den 1980er Jahren wird sich nicht wiederholen. Er besiegte mit drastischen Zinsanhebungen zwar die Inflation, aber um den Preis der schwersten US-Rezession der Nachkriegsgeschichte. Gleichzeitig läutete Volcker eine lange Schwächeperiode für Gold ein, die letztlich erst mit dem Ausbruch der Finanzkrise 2007 beendet wurde. Die Fed oder gar die EZB werden diesen Pfad nicht beschreiten, so dass sich Gold über 1.900 US-Dollar je Feinunze festigen wird.

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

Quelle: Helaba Research & Advisory

Claudia Windt

Immobilien: Abstieg von hohen Gipfeln

Der Aufschwung am deutschen Immobilienmarkt ist beendet. Ursache für die Trendwende sind mehr die hohen Zinsen als die Rezession. Dies drückt die Immobilienrenditen.

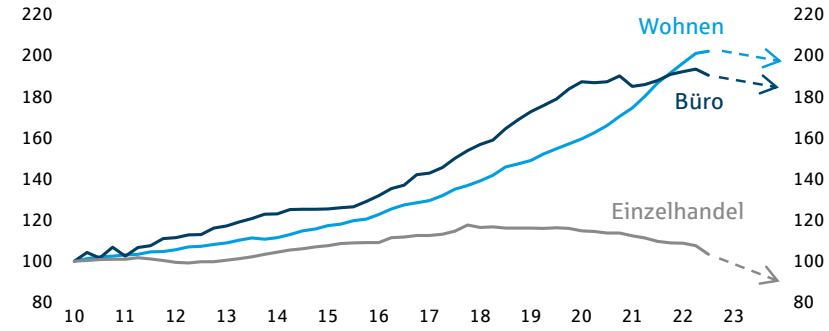
Der Immobilienmarkt in Deutschland hatte sich während der Corona-Pandemie als robust erwiesen – abgesehen von den besonders durch die Lockdowns betroffenen Segmenten Einzelhandel und Hotel. Der Krieg in der Ukraine und die dadurch ausgelöste Energiekrise sorgen nun für die nächste Rezession. Für Immobilien ist dabei besonders relevant, dass diesmal keine Hilfe von der Notenbank zu erwarten ist. Die geldpolitische Kehrtwende hat vielmehr die **Zinsen kräftig steigen** lassen. Drastisch gestiegene Finanzierungskosten und die gesunkene relative Attraktivität der Assetklasse werden voraussichtlich zu **rückläufigen Preisen** führen. Die Furcht vor einem Einbruch oder gar vor dem Platzen einer Immobilienblase halten wir allerdings für übertrieben. Wir erwarten eine **moderate Korrektur**, die nach langjährigem Aufschwung nun wieder den zyklischen Charakter der Assetklasse aufzeigt. Dabei sind wie so oft große Unterschiede zwischen den einzelnen Marktsegmenten zu beachten.

Zinsschock belastet Wohnungsmarkt

Die Hypothekenzinsen haben sich nach jahrzehntelang andauerndem Abwärtstrend in kurzer Zeit mehr als verdreifacht. Dies hat die **Erschwinglichkeit von Wohnimmobilien** weiter **verschlechtert**, was auch der kräftige Rückgang im Neugeschäft bei der Baufinanzierung widerspiegelt. Trotz des nach wie vor hohen Wohnbedarfs in Deutschland – der durch die ukrainischen Flüchtlinge noch zugenommen hat – senkt dies die Nachfrage nach selbstgenutztem Wohneigentum. Diese wird sich teilweise auf den **Mietwohnungsmarkt** verlagern und dort den Aufwärtsdruck auf die Mieten erhöhen.

Aufwärtstrend am deutschen Immobilienmarkt beendet

vdp Immobilienpreisindex Deutschland, Kapitalwerte, Q1 2010 = 100



Quellen: vdp, Helaba Research & Advisory

Die Zeiten hoher Preisanstiege am Wohnungsmarkt gehören der Vergangenheit an. Lag das Plus nach Angaben des Pfandbriefverbands im dritten Quartal noch bei 6 % gegenüber dem Vorjahr, sind im Verlauf von 2023 negative Raten wahrscheinlich. Da aber nicht nur die Nachfrage, sondern gleichzeitig das Angebot zurückgeht, dürften die negativen **Auswirkungen auf die Preise überschaubar** bleiben.

> *„Wir halten an dem Ziel fest, das muss ausdrücklich gesagt werden."*
>
> *Bundeskanzler Scholz bei der Vorstellung des Maßnahmenpakets des Bündnisses für bezahlbaren Wohnraum*

Wichtige Indikatoren wie Baugenehmigungen und Aufträge zeigen klar nach unten. Auch die kräftigen Baupreissteigerungen und Materialengpässe sowie der ausgeprägte Fachkräftemangel **bremsen die Bautätigkeit**. Zahlreiche geplante Maßnahmen (wie mehr serielles Bauen, schnellere Genehmigungen) gehen grundsätzlich in die richtige Richtung, sind aber kurzfristig kaum umsetzbar. Damit bleibt das Ziel der Bundesregierung von jährlich 400.000 neuen Wohnungen 2023 nicht erreichbar. Wir erwarten einen erneuten **Rückgang der Fertigstellungen** auf 270.000 Einheiten.

Gewerbeimmobilien: Büros stabiler als Einzelhandel

Die schwierigere wirtschaftliche Lage geht auch am gewerblichen Immobilienmarkt nicht spurlos vorbei. So dürften sich manche gewerblichen Projekte im veränderten Kapitalmarktumfeld nicht mehr rechnen und daher abgeblasen werden. Bei **Büroimmobilien** zeigen sich die führenden deutschen Standorte noch überraschend robust.

Nach den hohen Mietzuwächsen der Vor-Corona-Jahre von 5-6 % jährlich wurden zuletzt dank der robusten Bürobeschäftigung noch leichte Zuwächse verzeichnet. Für das nächste Jahr rechnen wir aber für die guten Lagen nur noch mit **stabilen Büromieten**.

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

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

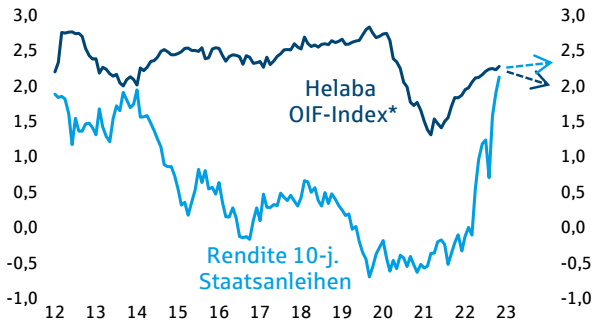
Die Leerstände sind seit dem Tiefstand 2019 bereits um etwa 1 ½ Prozentpunkte gestiegen. Dazu dürfte das verstärkte Arbeiten im Homeoffice beigetragen haben, das etliche Unternehmen zur effizienteren Nutzung von Büroflächen veranlasst. Dieser Prozess dürfte sich – wenn auch sehr allmählich – fortsetzen. Gleichzeitig wirken die recht hohen Fertigstellungen des Jahres 2022 nach. Da diese zusätzlichen Flächen nicht vollständig absorbiert werden, erwarten wir für das neue Jahr einen weiteren leichten **Anstieg der Büroleerstände** in den deutschen Top-Standorten.

Während wir für deutsche Büroimmobilien guter Qualität und Lage für 2023 von weitgehend unveränderten Kapitalwerten ausgehen, dürften sich **Einzelhandelsimmobilien weiterhin schwächer** entwickeln. Sie leiden schon seit Jahren unter der starken Konkurrenz des Onlinehandels. Hinzu kommt nun der enorme Kaufkraftentzug bei den Konsumenten durch die hohe Inflation, der die Perspektiven für die Branche trübt. Beides wird 2023 den Druck auf Kapitalwerte und Mieten in diesem Immobiliensegment aufrechterhalten.

Offene Immoblienfonds: Etwas geringere Performance

Die **Renditen offener Immobilienpublikumsfonds** in Deutschland hatten gerade die Corona-bedingte Delle überwunden und seit Frühjahr wieder die 2 %-Marke überschritten. Die durchschnittliche Performance, gemessen am „Helaba OIF-Index", erreichte zuletzt 2,3 %. Angesichts der schwierigeren wirtschaftlichen Lage in den wichtigsten Investmentländern dieser Fonds und der Belastung durch höhere Zinsen dürften die Renditen im kommenden Jahr etwas niedriger ausfallen.

Relative Attraktivität deutlich gesunken



*Gesamtrendite, Durchschnitt von neun großen offenen Immobilienfonds
Quellen: Refinitiv, Helaba Research & Advisory

Wir rechnen allerdings nicht mit einer kräftigen Abschwächung wie während der Corona-Pandemie, sondern mit einer langsamen Bewegung **in Richtung 2 %** bis Ende 2023. Denn Immobilienmärkte reagieren üblicherweise mit **zeitlicher Verzögerung** auf die konjunkturelle Situation. So spiegeln die jüngsten Performancedaten aus dem wichtigen Auslandsmarkt Frankreich – mit einem Anteil von rund einem Zehntel an den Portfolien offener Fonds (Deutschland: 36 %) – den Abschwung noch nicht wider. In den traditionell volatileren Märkten Großbritannien und USA (mit ebenfalls je 10 % Anteil) sind die Gesamtrenditen gewerblicher Immobilien bereits von hohen Niveaus deutlich gesunken bzw. sogar etwas zurückgegangen. Auch die besondere Bewertung der Immobilienobjekte in den offenen Immobilienfonds durch Sachverständige führt zu einer verzögerten Reaktion gegenüber börsennotierten Kapitalanlagen.

Die Attraktivität der offenen Immobilienfonds für Anleger wird nicht nur von deren Performance, sondern auch von der Rendite der Anlagealternativen bestimmt. Auf dem aktuellen Renditeniveau 10-jähriger Bundesanleihen besteht keine Risikoprämie mehr gegenüber der Rendite offener Immobilienfonds. Dies führt dazu, dass die **Nettomittelzuflüsse** in die Fondskategorie **zurückgehen** – was sich bereits in den letzten Monaten abzeichnete. Sie dürften im Gesamtjahr 2022 noch schätzungsweise rund 5 Mrd. Euro erreichen, dieses Aufkommen im neuen Jahr jedoch deutlich verfehlen.

Dr. Stefan Mitropoulos

Devisen: Dollar in dünner Höhenluft

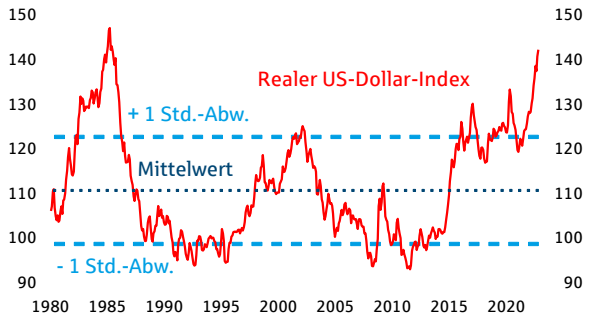
Der US-Dollar hat aus einem für ihn nahezu perfekten Umfeld viel gemacht und stark zugelegt. 2023 wird der Rückenwind aber nachlassen und die US-Währung abwerten.

Der US-Dollar profitierte 2022 von einer seltenen Kombination aus einer deutlich restriktiveren Fed-Politik und einer Fluchtbewegung in sichere Häfen. Die US-Währung legte auf breiter Front zu, der **Euro-Dollar-Kurs** fiel erstmals seit 20 Jahren **unter die Parität**. Der handelsgewichtete Dollar-Index erreichte langjährige Höhen, in realer Rechnung den höchsten Stand seit Mitte der achtziger Jahre. Hat die „Dollar-Herrschaft" 2023 Bestand?

Dollar-Treiber verlieren an Kraft

Im Vergleich zu den vorherigen Zyklen hat die Fed ihren Leitzins diesmal sehr zügig angehoben. Der kurzfristige **US-Renditevorteil** gegenüber der Eurozone stieg, was den Dollar attraktiver machte. Solange sich kein Ende der Zinserhöhungen abzeichnet, erhält der Dollar grundsätzlich noch Rückenwind. Dessen extremer Höhenflug in den achtziger Jahren begründete sich jedoch auf noch viel größeren Zinsschritten in den zweistelligen Bereich, die diesmal nicht zu erwarten sind. Die konjunkturellen Auswirkungen der restriktiven Geldpolitik werden sich 2023 bemerkbar machen und die Inflation wird nachlassen, so dass dann ein **Ende der Zinserhöhungen** absehbar wird. Zudem legen andere Notenbanken wie die EZB nach.
Im Laufe des Jahres dürfte daher der US-Renditevorteil zurückgehen und die Währung damit leichten Gegenwind bekommen.

Dollar-Anstieg in luftige Höhen
Index, handelsgewichtet (enge Abgrenzung)



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Die Sorgen aufgrund des Ukraine-Kriegs und um die Energieversorgung Europas strahlen ebenso auf den Devisenmarkt ab. Einmal mehr ist der **Greenback als sicherer Anlagehafen** in unruhigen Zeiten gefragt. Wenigstens die Energieproblematik sollte 2023 an Schärfe verlieren. Wenn auch konjunkturell die gröbsten Schwierigkeiten überwunden sind, wird sich die Laune an den Finanzmärkten aufhellen. Die US-Fluchtwährung verliert ihren Anreiz.

Hohe Bewertung macht Dollar anfällig

Die US-Wirtschaft kann von der Energiekrise teilweise profitieren. Höhere Exporte von Flüssiggas verbessern immerhin die Handelsbilanz. Die Fehlbeträge im Außenhandel und in der Leistungsbilanz verringern sich jedoch nur geringfügig. Dem nun deutlicheren Kostenvorteil bei Energie steht der starke Anstieg des Dollar entgegen. Das „Zwillingsdefizit" – die Summe aus Budget und Leistungsbilanz – ist von den Rekordwerten aus der Pandemie zurückgekommen, bleibt aber überdurchschnittlich groß. Die **Überbewertung des Dollar** hat nach der Kaufkraftparität gegenüber dem Euro ein Ausmaß angenommen, das nur 1984/1985 für wenige Monate existierte. International wird die Dollar-Stärke durchaus kritisch gesehen, in den USA bislang kaum. Selbst die Rolle als Weltleitwährung wird vor dem Hintergrund der geopolitischen Spannungen von manchen in Frage gestellt. Allerdings gibt es hierfür zum Dollar weit und breit keine Alternative.

> *"But the dollar has become a wrecking ball, rising far higher than one would expect based on fundamentals. Its extraordinary spike is driven by investors who think the dollar is the only haven and speculators betting that it will keep rising."*
> *Ruchir Sharma, Investor*

Auch wenn der Dollar der „König" am Devisenmarkt bleibt, wird sein Höhenflug 2023 vermutlich an Fahrt verlieren. Das schließt nicht aus, dass der Greenback in Phasen hoher Nervosität temporär neue Höhen erklimmt. Aber letztlich lässt der Rückenwind nach. Umgekehrt wird sich der Euro im Laufe des Jahres erholen. Der **Euro-Dollar-Kurs** dürfte wieder klar **über der Parität** notieren und könnte in der Spitze bis auf 1,10 klettern.

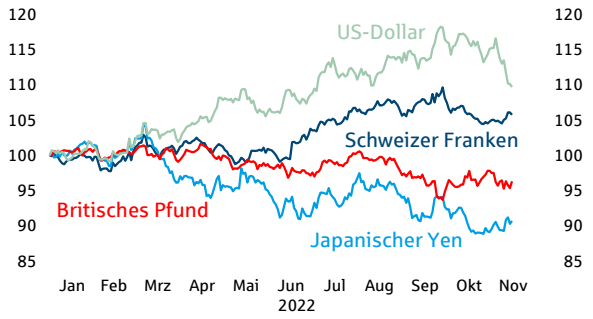
Britisches Pfund stabilisiert sich

Das **Pfund Sterling** geriet unter Druck. Nicht nur gegenüber dem übermächtigen Dollar, sondern selbst gegenüber dem Euro wertete die Währung ab. Für die größten Ausschläge sorgten die politischen Turbulenzen wegen einer unseriösen Haushaltspolitik. Volkswirtschaften mit hohen Leistungsbilanzdefiziten wie Großbritannien sind anfällig. Mittelfristig ist jedoch die Mischung aus **sehr hoher Inflation bei gleichzeitiger Rezession** gravierender.

Immerhin funktionieren die politischen Institutionen in Großbritannien noch. Die Regierung strebt nun eine solidere Haushaltspolitik an. Die Bank of England wird ihren **Leitzins kräftig anheben**, was die relative Attraktivität des Pfunds erhöht. Ungeachtet von Kursausschlägen sollte dies die Währung auf dem niedrigen Niveau zunächst stabilisieren. Die Rezession durch Preis- und Zinsschock ist zwar unvermeidlich, kann aber im Laufe von 2023 überwunden werden, zumal die Inflation nachlassen wird. Damit sollte sich die **Grundstimmung für die Währung aufhellen**. Der Euro-Pfund-Kurs dürfte Ende 2023 um 0,85 notieren.

Dollar 2022 als Gewinner, Yen der Verlierer

Performance ggü. Euro, indexiert 31.12.21 = 100



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Schweizer Franken verliert an Stärke

Die Schweizer Währung war in Krisenzeiten einmal mehr gefragt und konnte im europäischen Vergleich zulegen. Der Euro-Franken-Kurs rutschte unter Parität. Den **sicheren Anlagehafen** stützte zudem die geldpolitische Kehrtwende in der Schweiz. Die Notenbank SNB hob ihren Leitzins in positives Terrain an. Zudem scheint sie ihre Angst vor einer zu starken Währung verloren zu haben – mit Interventionen gegen die eigene Währung ist vorerst nicht zu rechnen. Schließlich dämpft die Aufwertung die Inflation, die in der Schweiz mit rund 3 % selbst 2022 relativ niedrig ausfällt.

Ein Umfeld steigender Kapitalmarktrenditen ist in der Regel ein Belastungsfaktor für den Franken, da aufgrund der stärkeren Zinserhöhungen der EZB – oder ihrer Vorgänger – der **Renditenachteil des Franken** zunimmt. Dies zeigt sich auch diesmal: Der Zinsvorteil des Euro erreicht Dimensionen wie vor zehn Jahren, als der Wechselkurs noch viel höher notierte. Außerdem sollte der Franken 2023 als Fluchtwährung weniger gefragt sein. Die alten Höhen bleiben Utopie, aber zumindest dürfte sich der Euro-Franken-Kurs wieder **oberhalb der Parität** einpendeln.

Japanischer Yen mit Erholungspotenzial

Der **Japanische Yen** war unter den führenden Währung 2022 der **große Verlierer** und wurde fast nur noch von den klassischen Weichwährungen aus Argentinien und der Türkei unterboten. Dabei ist Japan weit weg vom Ukraine-Krieg und der Inflationsanstieg fällt hier recht moderat aus. Als sicherer Anlagehafen gilt der Yen anscheinend nicht mehr. Allerdings leidet die Währung – anders als bislang der Franken – unter dem **globalen Renditeanstieg**. Der Zinsvorteil von Dollar und auch Euro gegenüber dem Yen weitete sich massiv aus und versetzte die Währung in den Sinkflug. Insbesondere weil die Bank of Japan – anders als die SNB – bislang nicht an ihrer Nullzinspolitik bzw. Zinskurvensteuerung rüttelt. Sie versucht dagegen mit Hilfe von Interventionen die Talfahrt zu bremsen. Vermutlich würden – unter einer neuen Notenbankführung – 2023 schon kleinere Anpassungen ausreichen, um den Yen zu stärken. Schließlich hat die **Unterbewertung** gemäß Kaufkraftparität gegenüber dem Dollar bereits ein **extremes Ausmaß** erreicht. Dies sollte Japan auch als Investitionsstandort attraktiver machen. Außerdem dürfte der globale Renditeanstieg auslaufen. Während der Yen gegenüber dem US-Dollar sogar ein deutliches Erholungspotenzial besitzt, dürfte er gegenüber dem Euro leicht zulegen.

gg. Euro	Q1/23	Q2/23	Q3/23	Q4/23
US-Dollar	1,05	1,05	1,10	1,10
Japanischer Yen	145	142	142	140
Britisches Pfund	0,88	0,87	0,85	0,85
Schweizer Franken	1,00	1,02	1,04	1,05

Quelle: Helaba Research & Advisory

Christian Apelt, CFA

Europäische Union: Ausgetretene Pfade bedeuten Sackgasse

Der Krieg gegen die Ukraine wird die Wirtschaft und die Politik der EU noch Jahre beeinflussen. Dabei kommt dem Ausgleich zwischen den verschiedenen Interessen große Bedeutung zu.

Der russische Angriff auf die Ukraine im vergangenen Februar war ein Schock für die europäische Politik und Wirtschaft, dessen Auswirkungen noch jahrelang spürbar sein werden. Dies gilt nicht nur in konjunktureller Hinsicht. Die **Energie- und insbesondere die Nahrungsmittelsicherheit** haben eine weltweite Bedeutung, die die EU in ihrem Krisenmanagement berücksichtigen muss. Der Fokus allein auf die Mitgliedsländer wäre dabei zu eng.

Annahmen über Lieferbeziehungen, die für die Politik als gesetzt galten, sind hinfällig geworden und stellen die EU vor die Herausforderung, rasch neue, tragfähige Antworten zu finden. Mit Blick auf die Energiesicherheit wurde das Programm RePowerEU im April 2022 angestoßen, das u.a. auf Einsparungen, eine höhere Energieeffizienz und die Umallokation von Bezugsquellen zielt. Ob die neuen Abhängigkeiten, in die sich die EU begibt, tragfähiger sind, ist allerdings fraglich. Ergänzend geplante Maßnahmen wie Preisobergrenzen, die Abschöpfung von Unternehmensgewinnen sowie die Entkopplung von Strom- und Gaspreis werden die EU-Wirtschaft in den nächsten Jahren prägen. Die notwendige Abwägung zwischen der akuten **Entlastung der Verbraucher sowie Wettbewerbsfähigkeit und Standortattraktivität** macht die konkrete Ausgestaltung der Maßnahmen schwierig.

> *„Wir müssen… eine neue Realität der höheren Staatsverschuldung anerkennen."*
> *Ursula von der Leyen, EU-Kommissionspräsidentin*

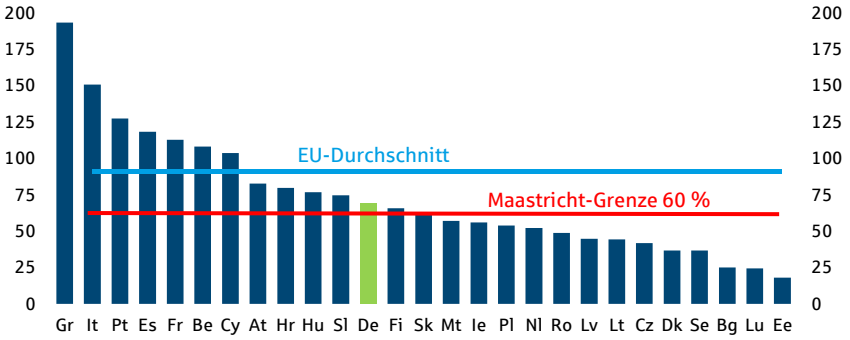
Hinzu kommt, dass die Energieabhängigkeit der EU-Länder von Russland je nach Energiemix und eigenen Ressourcen unterschiedlich ist. Dies erschwert es den Mitgliedern, an einem Strang zu ziehen. Ganz offensichtlich ist das bei den Sanktionen gegenüber Russland, wo die Meinungen z.T. stark auseinandergehen. Die Vielzahl der Herausforderungen verdeutlicht aber, dass die **EU international als Einheit sprachfähig bleiben muss**. Auf ausgetretenen Pfaden weiterzugehen, dürfte in die Sackgasse führen. Dies zeigt auch das breite Spektrum des Handlungsbedarfs, den die Kommissionspräsidentin in ihrer Rede zur Lage der EU im Herbst 2022 nannte. Die politische Dimension hat nicht nur in ihren Ausführungen deutlich an Gewicht gewonnen. Dem gerecht zu werden, dürfte ohne institutionelle Reformen kaum möglich sein.

Thema der öffentlichen Finanzen könnte mit Macht zurückkommen

Diese akuten Fragen lassen Themen wie die Taxonomien für nachhaltiges Wirtschaften teils in den Hintergrund rücken. Präsent ist die **ökologische Dimension der Nachhaltigkeit** – untrennbar verknüpft mit der Energiesicherheit, in der Abwägung zwischen der wirtschaftlichen und der ökologischen Perspektive aber konfliktbeladen.

Schuldenlast der Länder variiert stark

Öffentliche Verschuldung 2021, % des BIP



Quellen: Eurostat, Helaba Research & Advisory

Wichtig bleibt außerdem ein anderer Nachhaltigkeitsaspekt – die **finanzielle Tragfähigkeit**. Aktuell sind die Staaten enorm belastet. Reformen für Haushaltsregeln mit mehrjährigen statt jahresgenauen Kennziffern, wie von der EU-Kommission im November umrissen, werden mehr Flexibilität beim Schuldenabbau verschaffen. Ob dies bei steigenden Zinsen zielführend ist, wird sich erst im Laufe der Zeit zeigen. Die Maastricht-Grenzen sind noch bis Ende 2023 ausgesetzt. Dass danach harte Sparmaßnahmen kommen, ist unwahrscheinlich. Der Ruf nach neuen gemeinsamen Schulden dürfte lauter werden.

Marion Dezenter



Deutschland: Im heftigen Gegenwind

Im Winterhalbjahr schlittert Deutschland in eine Rezession. Der dann folgende Aufschwung dürfte nur moderat ausgeprägt sein. Der Industriestandort ist durch hohe Kosten gefährdet.

	2022s	2023p	2024p
Bruttoinlandsprodukt, real % gg. Vj.	1,4	-0,8	1,3
BIP, kalenderbereinigt, real % gg. Vj.	1,5	-0,6	1,3
Private Konsumausgaben, % gg. Vj.	4,0	-0,5	1,5
Staatskonsum, % gg. Vj.	4,3	2,3	1,0
Bruttoanlageinvestitionen, % gg. Vj.	0,5	-0,8	1,5
Ausrüstungsinvestitionen, % gg. Vj.	1,0	-1,0	2,0
Bauinvestitionen, % gg. Vj.	0,0	-1,0	1,0
Exporte, % gg. Vj.	2,0	2,5	3,0
Importe, % gg. Vj.	6,0	4,0	3,0
Inflationsrate, % gg. Vj.	8,0	6,0	3,5
Arbeitslosenquote, %	5,3	5,7	5,3
Arbeitslose, Tsd.	2.450	2.600	2.400
Budgetsaldo, % des BIP	-3,5	-2,5	-2,0
Leistungsbilanzsaldo, % des BIP	7,2	5,2	4,7

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

Diese Krise ist anders. Erstmals steht Deutschland nicht nur vor einer voraussichtlich milden **Rezession**. Die auch danach weiterhin hohen Preise für Gas und Elektrizität **gefährden** die **Wettbewerbsfähigkeit** des Standortes. Lösen lässt sich dieses Problem nur mittelfristig mit einer massiven Ausweitung des Energieangebots sowohl bei Gas als auch bei Strom. Neue Erzeugungskapazitäten sind zudem wegen der klimaschutzbedingten Elektrifizierung der Industrie, des Fahrzeugbestandes sowie der Heizungssysteme notwendig.

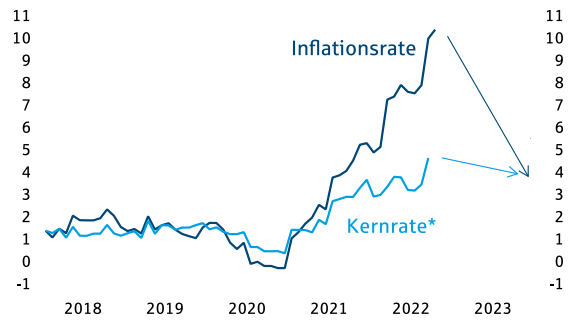
Seit Beginn des russischen Angriffskrieges in der Ukraine hat sich das ifo Geschäftsklima deutlich verschlechtert. Die Preisexplosion bei Gas, Strom und vielen Rohstoffen katapultiert die Kosten der Unternehmen in die Höhe. Da diese nur teilweise überwälzt werden können, wird die **Produktion** nicht selten **unrentabel**. Gleichzeitig halten sich Konsumenten und industrielle Abnehmer zurück. Diese Probleme sind nicht nur auf Deutschland konzentriert. Die **hohe Inflation**, die teilweise auf eine zu späte Reaktion wichtiger Notenbanken zurückgeht, ist ein globales Phänomen. Deutschland als wichtiger Profiteur des internationalen Handels spürt dies an der schwachen Exportentwicklung, auch weil die Krise zunehmend mit **globalisierungsfeindlichen Maßnahmen** bekämpft wird.

Die Bundesregierung dämpft den Abschwung mit **Hilfsprogrammen**. Die drei beschlossenen Pakete haben einen Umfang von rund 135 Mrd. Euro oder etwa 3 ½ % der Wirtschaftsleistung. Die Maßnahmen umfassen u.a. Einmalzahlungen für Rentner und Studenten, die Ausweitung des Wohngeldanspruchs sowie den Abbau der kalten Progression. Hinzu kommt der 200-Milliarden-Euro-Abwehrschirm, mit dem zum einen Unternehmen aus der Energiewirtschaft gerettet und zum anderen die Gaspreise gedämpft werden sollen. Dies reduziert die Unsicherheit und trägt zu einer konjunkturellen Besserung im Verlauf von 2023 bei. Ab **Frühjahr** dürfte die **deutsche Wirtschaft** wieder **wachsen**. Trotzdem muss 2023 insgesamt mit einem Rückgang des Bruttoinlandsprodukts von 0,6 % gerechnet werden.

> *Hilfsprogramme helfen nur kurzfristig. Soll die Industrie am Standort gehalten werden, muss auch eine adäquate Energiepolitik betrieben werden.*

Inflation: Keine ausreichende Besserung

% gg. Vj., nationale Abgrenzung



*ohne Nahrungsmittel und Energie
Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Inflation bleibt über 2 %

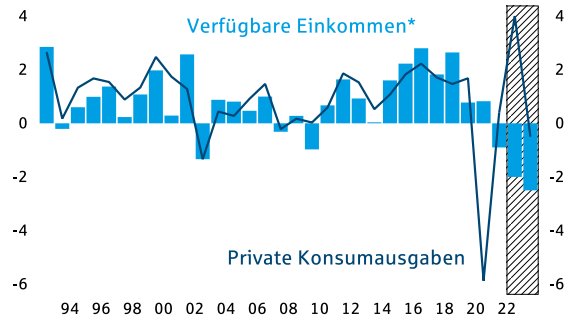
Die **Gaspreisbremse** und das geplante Äquivalent für Strom werden Anfang 2023 positiv auf die Inflationsraten wirken. Damit ist allerdings das Inflationsproblem bei Weitem noch nicht aus der Welt geschafft. Die hohen Energiepreise haben sich längst breit in die Produktgruppen „hineingefressen". Der deutlich höhere Mindestlohn seit Oktober 2022 und die gestiegenen Tarifabschlüsse bzw. -forderungen verstärken den Preisdruck. Auf mittlere Sicht werden der zunehmende **Arbeitskräftemangel** sowie die **klimapolitischen Maßnahmen** zu weiteren Preisanhebungen führen. Nach einer **Inflationsrate** von rund 8 % im Jahr 2022 ist für 2023 nochmals ein deutlicher Schub von 6 % zu erwarten.

Sinkende Realeinkommen der privaten Haushalte

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

Realeinkommen sinken wie nie

% gg. Vj., real



*der privaten Haushalte
Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

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

Die **Ausrüstungsinvestitionen** sind 2022 um schätzungsweise 1 % gestiegen. Sie sind damit aber immer noch um rund 8 % unter dem Niveau vor der Corona-Krise. Die wirtschaftliche Unsicherheit sowie sinkende Unternehmensgewinne bei gleichzeitig steigenden Kapitalmarktzinsen führen erstmal zur Zurückhaltung bei der Kapitalbildung. Immerhin wird die Gaspreisbremse für Mittelstand und Industrie für mehr Sicherheit bei den Energiekosten sorgen und die Unternehmen müssen verstärkt in Energieeffizienz und Digitalisierung investieren. Die Investitionen in Maschinen und Ausrüstungen dürften sich damit im Verlauf von 2023 erholen, im Jahresdurchschnitt allerdings leicht sinken.

Großer Baubedarf – verschlechterte Rahmenbedingungen

Das Gleiche gilt für die **Bauinvestitionen**: Kapazitätsgrenzen sowie der Mangel an Rohstoffen und Vorprodukten dürften zwar allmählich in den Hintergrund treten. Gestiegene Baukosten und Zinsen belasten allerdings zunehmend die Kalkulation. Die realen Auftragseingänge in der Bauwirtschaft sinken und es kommt zu Stornierungen. Das Geschäftsklima hat sich deutlich eingetrübt. Der Einfamilienhausbau wird zusätzlich durch die schwierige Einkommenssituation der privaten Haushalte ausgebremst. Unter diesen Voraussetzungen ist das politische Ziel, jährlich 400.000 Wohnungen zu bauen, nicht zu erreichen. 2023 dürften schätzungsweise 270.000 Wohnungen errichtet werden. Immerhin führen die hohen Energiepreise zu Impulsen bei der energetischen Sanierung inklusive des Heizungsbaus.

Die gewerblichen Bauinvestitionen haben sich schon 2022 ungünstiger entwickelt als die anderen beiden Sparten. Durch die konjunkturellen Schwierigkeiten der Industrie dürfte sich hieran 2023 nichts ändern. Positiv wirken immerhin die lebhaften Investitionen der Deutschen Bahn. Die Budgetplanungen der öffentlichen Haushalte lassen für 2023 weiterhin hohe Ausgaben erwarten. Aufgrund starker Preissteigerungen dürfte aber auch hier real bestenfalls eine Stagnation zu erwarten sein.

Der negative Wachstumsbeitrag des deutschen **Außenhandels** dürfte im Verlauf von 2023 kleiner werden, da sich die Exporte dann wieder erholen. Impulse dürften vor allem von den USA und der Eurozone ausgehen. China sollte trotz der Diskussionen über die Handelsbeziehungen für deutsche Unternehmen weitere Chancen bieten.

Dr. Stefan Mütze



Frankreich: Schuldenabbau hat keine Priorität

Die französische Wirtschaft kommt mit Blessuren durch die Krise. Eine Rezession kann voraussichtlich – zum Teil durch noch höhere Staatsausgaben – vermieden werden.

Frankreich ist resilienter gegenüber den aktuellen Krisen als Deutschland. Auch nach dem Aufholen des Corona-Einbruchs wächst das Land lebhafter. 2022 hat das **Bruttoinlandsprodukt** (BIP) um etwa 2,5 % zugenommen; die Dynamik schwächt sich 2023 auf 0,5 % ab, ein Abstand von jeweils rund einem Prozentpunkt zu Deutschland.

Keine Rezession zu erwarten

Frankreich ist weniger abhängig von russischem Gas als Deutschland. Geheizt wird stärker mit Strom und die Bedeutung einer gasabhängigen Industrie ist deutlich geringer. Das Land hat früh angefangen, Strom- und Gastarife zu deckeln. Dies soll 2023 fortgesetzt werden. Im neuen Haushalt sind auch zusätzliche Mittel für Verteidigung, Polizei und Justiz sowie zur Milderung der kalten Progression eingestellt. Die Rückführung des **Haushaltsdefizits** wird voraussichtlich nicht vorankommen. Nach einem Minus von etwa 5 % dürfte es sich 2023 auf 5,5 % belaufen. Das Ziel, bis 2027 zum ersten Mal seit zwanzig Jahren das Maastricht-Kriterium von 3 % zu unterschreiten, behält die Regierung zwar bei. Da der Präsident seine Parlamentsmehrheit verloren hat, besteht allerdings die Gefahr, dass die Zustimmung anderer Parteien teuer erkauft werden muss. Die **Staatsverschuldung** wird von den hohen 113 % des BIP kaum herunterkommen.

		2021	2022s	2023p	2024p
BIP, real	% gg. Vj.	6,8	2,5	0,5	1,5
Inflationsrate	% gg. Vj.	2,1	5,7	3,8	3,0
Arbeitslosenquote	%	7,9	7,4	7,0	6,5
Budgetsaldo	% des BIP	-8,5	-5,0	-5,5	-4,0

Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

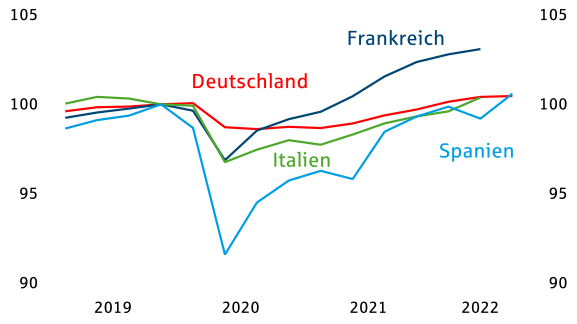
Auch französische Verbraucher halten sich zurück

Die **Inflationsrate** dürfte 2022 mit 5,7 % und 2023 schätzungsweise 3,8 % deutlich unter dem Durchschnitt der Eurozone liegen. Neben der Preisdeckelung für Gas und Strom hat auch der bis Ende 2022 laufende Tankrabatt hierzu beigetragen. Trotzdem belasten insbesondere hohe Nahrungsmittelkosten den französischen Konsum. Zwar dürfte dieser aufgrund des Corona-bedingt niedrigen Vorjahresniveaus 2022 um 2,5 % deutlich gestiegen sein. Im Verlauf sind allerdings klare Schwächezeichen auszumachen.

Die jüngsten Streiks dürften dazu beitragen, dass die **Lohnabschlüsse** 2023 höher ausfallen als im Jahr zuvor mit rund 3 ½ %. Unterstützung könnte von einer nochmals niedrigeren Sparquote und der zunehmenden Beschäftigung kommen. Deren Impuls wird allerdings 2023 abnehmen. Mit Hilfe der steigenden Sozialleistungen dürften die **Konsumausgaben** um weniger als 1 % zulegen, wobei im Jahresverlauf mehr Dynamik zu erwarten ist.

Französische Beschäftigung hilft Konsum

Beschäftigte, Q4 2019 = 100



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Die globalen Krisen wirken sich vor allem auf die **Ausrüstungsinvestitionen** aus, die bereits 2022 leicht rückläufig sind. Die Unsicherheit der Unternehmen wird auch in Frankreich kurzfristig nicht verschwinden. Das Geschäftsklima ist insbesondere im Handel, aber auch in der Industrie gesunken. Die Ausrüstungen sollten sich im Verlauf von 2023 allmählich erholen. Weiterhin relativ unbeeindruckt ist das Geschäftsklima im Bau. Nach einem Zuwachs von weniger als 1 % werden die **Bauinvestitionen** 2023 voraussichtlich stagnieren. Der französische **Außenhandel** hat das Wirtschaftswachstum 2022 gedämpft. 2023 dürften die Importe erneut etwas stärker zulegen als die Exporte.

Dr. Stefan Mütze



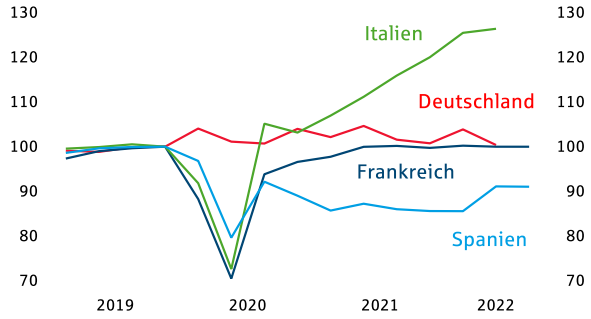
Italien: Historische Chance

Italien kann mit wirtschaftlichem Erfolg glänzen. Ob dies so bleibt, hängt auch von der neuen Regierung ab. 2023 ist eine Gratwanderung, es sollte aber zu einem Miniwachstum reichen.

Nach der reformorientierten Draghi-Regierung wagt Italien nun einen **politischen Neustart** unter der Rechtsaußen-Politikerin Giorgia Meloni. Abzuwarten bleibt, wie stabil die Drei-Parteien-Regierung letztlich sein wird und ob es zu weiteren notwendigen Strukturreformen kommt. Die Wirtschaft zeigte sich zuletzt in „bella figura". Den dramatischen Wirtschaftseinbruch durch Corona hat das Land mehr als aufgeholt. Nun sind kleinere Rückgänge der **Wirtschaftsleistung** zu erwarten. Der Aufschwung ab Frühjahr 2023 dürfte aber lebhaft ausfallen, so dass im Gesamtjahr eine **schwarze Null** wahrscheinlich ist. Zwar ächzt auch hier die Industrie unter den explodierenden Energie- und Rohstoffkosten und die Haushalte leiden unter der **Inflation**, die 2023 noch über 4 % liegen dürfte.

Deutlich mehr Investitionen in Italien

Reale Bauinvestitionen, Q4 2019 = 100



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Starke Investitionstätigkeit auch dank Transfers

Allerdings helfen die **großzügigen Mittelzuweisungen** aus Brüssel. Das Land hat neben kohäsionspolitischen Zuweisungen von über 40 Mrd. Euro bis 2027 Anspruch auf Transfers von rund 70 Mrd. Euro aus der Aufbau- und Resilienzfazilität. Hinzu kommen günstige Kredite. Voraussetzung ist, dass die vorgegebenen Reformziele z.B. in der Verwaltung eingehalten werden. Digitalisierungsprojekte und Umweltschutz können davon profitieren.

> *Milliardenhilfen aus Brüssel sind für Italien eine historische Chance, das Land voranzubringen. Die neue Regierung sollte diese ergreifen.*

Der starke Investitionsaufschwung Italiens erklärt sich auch hierdurch, obwohl Personal für die Umsetzung fehlt. Die **Bauinvestitionen** sind aktuell fast 30 % und die **Ausrüstungen** rund 15 % höher als vor der Corona-Krise. Das Unternehmensklima ist bisher nur leicht gesunken. 2023 sollten die **Anlageinvestitionen** weiter zulegen, aber an Dynamik verlieren.

Das Geschäftsklima im Bau ist auf hohem Niveau. Neben Infrastruktur wird auch verstärkt in den **Wohnungsbau** investiert, dessen jahrelanger Rückgang bereits 2015 zu Ende gegangen war. Die Dynamik der Wohnungsbauinvestitionen hat 2022 mit einem Zuwachs von real rund 11 % deutlich zugenommen. Trotz höherer Hypothekenzinsen sind die Baugenehmigungen und die Wohnimmobilienpreise bis zuletzt gestiegen. 2023 sollten moderate Zuwächse im Wohnungsbau möglich sein.

		2021	2022s	2023p	2024p
BIP, real	% gg. Vj.	6,7	3,3	0,2	1,7
Inflationsrate	% gg. Vj.	1,9	7,8	4,3	3,0
Arbeitslosenquote	%	9,5	8,1	7,7	7,2
Budgetsaldo	% des BIP	-7,2	-5,3	-4,5	-3,5

Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Private Haushalte verunsichert

Auch in Italien stiegen die **privaten Konsumausgaben** 2022 mit 3 % deutlich. Weniger erfreulich sieht es für 2023 aus. Das von der Kommission gemessene Verbrauchervertrauen ist hier deutlich gesunken. Die Löhne können mit der hohen Inflation nicht mithalten. In welchem Ausmaß die neue Regierung **Steuererleichterungen** bzw. Transfers z.B. zur Abmilderung der hohen Energiebelastungen beschließt, ist noch unklar. Der finanzielle Spielraum ist zumindest aufgrund der hohen Staatsverschuldung von rund 150 % des Bruttoinlandsprodukts begrenzt. Trotz einer weiter sinkenden Sparquote dürften die privaten Konsumausgaben 2023 nur stagnieren. Der **Außenhandel** wird das Wirtschaftswachstum erneut belasten.

Dr. Stefan Mütze

Spanien: Weniger absturzgefährdet

Trotz europäischer Hilfen hat Spanien den Corona-Einbruch noch nicht aufgeholt. Das Land ist allerdings von der jetzigen Krise weniger betroffen und dürfte überdurchschnittlich wachsen.

Spanien ist seit der Corona-Pandemie nicht nur gegenüber dem Durchschnitt der Eurozone, sondern auch gegenüber dem anderen großen Mittelmeerland Italien zurückgefallen. Zuletzt hat die **Dynamik** allerdings **zugenommen**. So erreicht das Wirtschaftswachstum 2022 schätzungsweise 4,4 % (Eurozone: 3,1 %) und 2023 dürfte mit 1 % ebenfalls ein höheres Plus als im Währungsraum erreicht werden. Der Schock der **Energiekrise** trifft Spanien abgeschwächt, da das Land wichtige Gaslieferanten wie Algerien hat und zugleich eine gut ausgebaute Infrastruktur für Flüssiggas besitzt.

		2021	2022s	2023p	2024p
BIP, real	% gg. Vj.	5,5	4,4	1,0	2,0
Inflationsrate	% gg. Vj.	3,0	8,8	4,3	3,5
Arbeitslosenquote	%	14,8	12,6	12,1	11,3
Budgetsaldo	% des BIP	-6,9	-5,0	-4,0	-3,5

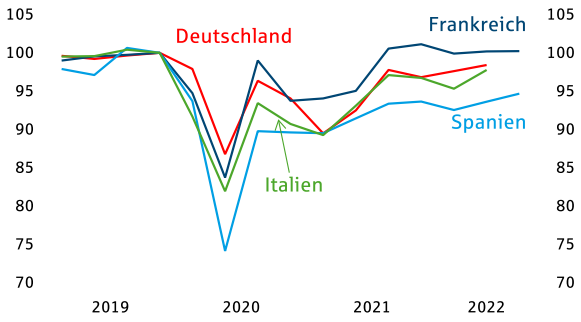
Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Private Haushalte nicht bereit für spendable Familientour

Die **Inflation** liegt 2022 mit 8,8 % über dem europäischen Niveau. Der Preisdeckel auf Gas und Strom wird 2023 zu einem Rückgang auf 4,3 % beitragen. Das Konsumklima ist pessimistischer als in den anderen Flächenstaaten der Eurozone. Die real verfügbaren Einkommen sinken, da die Lohnsteigerungen nicht die hohe Inflation ausgleichen können. Dies wird auch 2023 voraussichtlich nicht gelingen. Die Sparquote ist zwar wieder auf dem Vor-Pandemie-Niveau. Die noch hohen Ersparnisse dürften allerdings weiter aufgelöst werden. Positiv auf die Einkommen wirken zudem die zunehmende Beschäftigung und Hilfen für Niedrigverdiener. Trotzdem dürften die **Konsumausgaben** 2023 um weniger als 1 % zulegen.

Spaniens Verbraucher 2023 weniger spendabel

Reale private Konsumausgaben, Index: Q4 2019 = 100



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Schwache Investitionen trotz Hilfen aus Brüssel

Spanien hat Anspruch auf Transfers von rund 77 Mrd. Euro aus der Aufbau- und Resilienzfazilität der EU. Hinzu kommen weitere kohäsionspolitische Mittelzuweisungen, so dass die Gesamtsumme bis 2027 auf rund 113 Mrd. Euro steigt, sowie vergünstigte Kredite. Trotzdem haben die **Ausrüstungen** das Vor-Corona-Niveau gerade erst erreicht und die Bauinvestitionen liegen – im Gegensatz zu Italien – noch deutlich darunter. Dies könnte sich 2023 ändern, wenn weitere Mittel ausgezahlt werden und die Umsetzung in tatsächliche Investitionen besser gelingt. Allerdings hat sich das Geschäftsklima eingetrübt. Die Unternehmen dürften sich aufgrund der global schlechteren Konjunktur bei der Kapitalbildung zurückhalten. Zudem führen die anstehenden **Wahlen** in wichtigen Regionen und Ende des Jahres zum nationalen Parlament zu Unsicherheit. Den **Wohnungsbau** belasten steigende Hypothekenzinsen und die schlechtere Einkommenssituation der privaten Haushalte. Die Genehmigungen sind zwar zuletzt noch gestiegen, aber die Zahl der Baubeginne ist im Abwärtstrend. In der Summe dürften die **Anlageinvestitionen** 2023 nur wenig zulegen.

Der spanische **Außenhandel** hat 2022 zum Wachstum beigetragen. Die Exporte sind in realer Rechnung mit schätzungsweise 18 % doppelt so stark gestiegen wie die Importe. Nun sind sie zunehmend von der Verlangsamung vor allem der europäischen Wirtschaft betroffen. Rund 55 % der Ausfuhren gehen in die anderen Länder der Eurozone, mit Frankreich und Deutschland als den wichtigsten Destinationen. Für 2023 sind keine Wachstumsimpulse vom Außenhandel zu erwarten. Der für das Land so wichtige **Tourismus** hatte im letzten Sommer das Niveau vor der Corona-Krise wieder erreicht. Die Realeinkommensverluste der europäischen Verbraucher dürften 2023 zu vorsichtigerem Ausgabeverhalten führen.

Dr. Stefan Mütze



Schweden: Auf neuen Pfaden aus der Krise

Die schwedische Konjunktur hellt sich wohl erst im zweiten Halbjahr 2023 auf. Die Regierung geht innen- und außenpolitisch neue Wege. Derweil prescht die Riksbank zügig nach vorne.

Das stark abgekühlte Wirtschaftsklima und der Pessimismus der Verbraucher lassen nichts Gutes ahnen. Während das BIP 2022 aufgrund des stärkeren ersten Halbjahrs noch um gut 2 % zulegte, ist für 2023 mit einer **Stagnation** zu rechnen. Die Wirtschaft leidet unter der schwächeren Konjunktur bei wichtigen Handelspartnern und der geringeren Kaufkraft der Verbraucher. Zwar ist die Arbeitslosenquote wieder auf das Niveau vor der Pandemie gesunken. Die **Inflation** wird jedoch auch 2023 das Ziel der Zentralbank von 2 % noch deutlich überschreiten.

		2021	2022s	2023p	2024p
BIP, real*	% gg. Vj.	4,8	2,3	0,2	1,2
Inflationsrate	% gg. Vj.	2,2	8,4	8,0	2,2
Arbeitslosenquote	%	8,8	7,4	7,6	7,0
Budgetsaldo	% des BIP	-0,1	-0,3	-0,2	0,5

*kalenderbereinigt; Quellen: EU, Eurostat, Helaba Research & Advisory

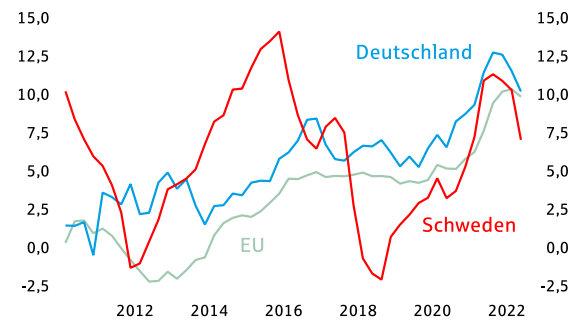
Durch seinen Energiemix ist Schweden in geringerem Maß von den aktuellen Engpässen betroffen als andere Länder. Aus Russland wird nur wenig Gas und Öl bezogen, denn Hauptenergieträger sind Kernkraft, Biokraftstoffe/Müll sowie Öl, das vor allem aus Norwegen kommt. Drastisch gestiegene Weltmarktpreise für Energie haben aber zusammen mit Lieferkettenproblemen die Erzeugerpreise nach oben katapultiert. **Erhöhte Nahrungsmittelpreise sowie Wohn- und Transportkosten** werden den Konsum noch so lange belasten, wie die Energiepreise nicht deutlich nachgeben. Ein Risiko für anhaltend hohe Inflationsraten sind Zweitrundeneffekte, wenn der Ausgleich durch entsprechende Lohnsteigerungen erreicht werden soll.

Riksbank noch einige Zeit restriktiv – Abkühlung am Wohnungsmarkt

Die **Riksbank** wird angesichts der hohen Inflation zunächst am **restriktiven Kurs** festhalten. Den Leitzinserhöhungen seit April 2022 dürften weitere Schritte folgen, bis Frühjahr 2023 auf voraussichtlich gut 3 %. Auf den Euro-Kronen-Kurs haben allerdings andere Faktoren größeren Einfluss. Dazu zählen außenpolitische Entwicklungen und der Schwung an den Aktienmärkten. Insgesamt dürfte die Währung im Verlauf von 2023 wieder näher an der Marke von 10 Kronen je Euro notieren. Der Wohnungsmarkt, der bei kräftig steigenden Zinsen sowie Bau- und Verbraucherpreisen deutlich korrigieren wird, sollte sich im Laufe des Jahres wieder erholen.

Schwung am Wohnungsmarkt lässt nach

Hauspreise, % gg. Vj.



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Neue Regierung, NATO und EU-Ratspräsidentschaft

Der Ukraine-Krieg hat in Schweden ein Umdenken ausgelöst: Die politische Neutralität wurde abgelöst von einer klaren **Entscheidung zugunsten der NATO**. Zusammen mit Finnland hat das Land im Mai einen Beitrittsantrag gestellt und will die Verteidigungsausgaben kräftig anheben. Bevor die Mitgliedschaft umgesetzt werden kann, muss mit der Türkei noch Einvernehmen hergestellt werden, die ein entschlosseneres Vorgehen gegen Gruppen fordert, die von ihr als terroristisch eingestuft werden. Auch Ungarn hat den Beitritt Schwedens noch nicht ratifiziert.

> *„Das Abkommen gilt."*
> *Ulf Kristersson, Ministerpräsident*

Die nach den Wahlen im September gebildete **Minderheitsregierung** unter Ministerpräsident Kristersson führt die Verhandlungen. Er muss ein breites Spektrum an Herausforderungen angehen. Dazu gehört neben dem NATO-Beitritt, der Konjunkturschwäche und dem Kampf gegen Kriminalität auch das umstrittene Abkommen mit den nationalistischen Schwedendemokraten, auf deren Unterstützung die Mitte-Rechts-Koalition angewiesen ist. Außerdem übernimmt Schweden im Januar 2023 die EU-Ratspräsidentschaft.

Marion Dezenter



Polen, Tschechien, Ungarn: Konflikte mit der EU als Konjunkturrisiko

Neben der Wirtschaftsentwicklung stehen in Zentralosteuropa die Beziehungen untereinander und zur EU im Fokus. Deren Qualität hat Auswirkungen auf die Finanzen und die Konjunktur.

Die Erschütterungen, die der russische Angriff auf die Ukraine in Europa ausgelöst hat, werden weit über 2023 hinaus Auswirkungen haben. Dies betrifft nicht nur die Wirtschaft, auch die **Beziehungen der zentralosteuropäischen EU-Länder untereinander und zur EU** stellt der Konflikt auf die Probe. Tschechien, das im zweiten Halbjahr 2022 die EU-Ratspräsidentschaft innehat, sucht am ehesten die Anbindung an die Gemeinschaft. Dagegen sind Polen und Ungarn gespalten zwischen nationaler Eigenständigkeit und dem Bestreben, die dringend notwendigen EU-Gelder nicht aufs Spiel zu setzen. Ungarn mit seinen engen Beziehungen zu Russland und China nutzt die Zustimmung zu Sanktionen bisweilen als Verhandlungsmasse.

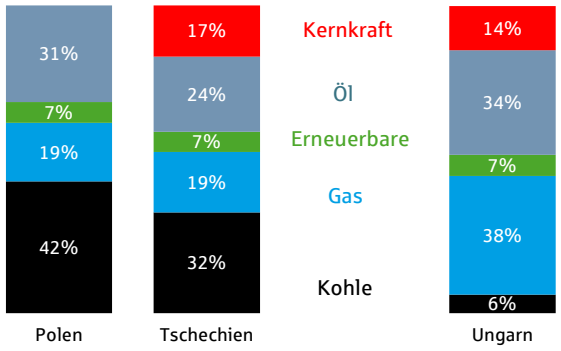
In allen drei Ländern sorgen Lieferengpässe, hohe Preise, massive Zinssteigerungen und die schwierige Konjunkturperspektive für einen Einbruch des Wirtschaftsklimas. Dies lastet auf Konsum und Investitionen, wenngleich v.a. in Polen und Tschechien auch Nachfrage durch die Aufnahme von Flüchtlingen aus der Ukraine entsteht. Beim Außenhandel macht sich die schwache Konjunktur in wichtigen Handelspartnerländern wie Deutschland bemerkbar. Das **Wirtschaftswachstum** dürfte **2023** in keinem der drei Länder über 1 % liegen, das wäre nach 2020 das zweitschwächste Ergebnis seit rund zehn Jahren.

Inflation bleibt ein Thema

Die Energiesicherheit wird auch 2023 ein zentrales Thema sein. Polen hatte hier früh die Grundlagen für eine Diversifizierung geschaffen, technische Probleme und späte Vertragsabschlüsse sorgen jedoch dafür, dass die Energierechnung vorerst hoch bleibt. **Preisdeckel**, z.T. auch direkte Subventionen sollen in den drei Ländern die Auswirkungen für Verbraucher abmildern. Darüber hinaus wollen die Regierungen die Nutzung der Kernkraft ausbauen, was aber längere Vorlaufzeiten haben wird.

Energiemix: Unterschiedliche Ausgangslage

Energiearten, Anteile am Gesamtverbrauch 2021, %



Quellen: Our World in Data, Helaba Research & Advisory

Die restriktive Geldpolitik, die gebremste Nachfrage und auch ein Basiseffekt werden 2023 den Anstieg der Verbraucherpreise etwas bremsen. Ein Risiko sind **steigende Löhne**, da die Arbeitsmärkte relativ eng sind und Arbeitnehmer zumindest einen Teil-Inflationsausgleich anstreben werden. Im Jahresdurchschnitt dürften die Inflationsraten weitgehend zweistellig bleiben. In Polen halten die Parlamentswahlen im Oktober 2023 den Druck hoch, die Verbraucher zu entlasten.

Inflationsimpulse durch geschwächte Währungen

Vor allem in Ungarn liefert die seit Beginn des Ukraine-Kriegs deutlich geschwächte Währung **über die Importseite weitere Inflationsimpulse**. Eine EU-kompatible Politik der Regierung käme dem Forint zugute und wäre somit auch ein wichtiger Beitrag zu einer niedrigeren Teuerung. Beim Zloty fällt der Wechselkurseinfluss geringer aus. Die Krone befindet sich gar in einem leichten Aufwertungstrend. Hier zahlt sich aus, dass die Ende 2021 gewählte Regierung nicht auf Konfrontation zur EU geht. Um die Wechselkurse zu verstetigen, intervenieren die Länder bei Bedarf direkt oder indirekt am Devisenmarkt.

		Polen				Tschechien				Ungarn			
		2021	2022s	2023p	2024p	2021	2022s	2023p	2024p	2021	2022s	2023p	2024p
BIP, real*	% gg. Vj.	6,7	3,6	1,0	3,0	3,5	2,1	0,6	2,7	7,1	4,7	0,8	3,3
Inflationsrate	% gg. Vj.	5,1	13,9	10,0	4,2	3,8	16,0	9,4	3,0	5,1	13,0	11,5	3,5
Arbeitslosenquote EU	%	3,4	2,7	3,1	2,9	2,8	2,4	2,9	2,7	4,0	3,6	4,5	4,2
Budgetsaldo	% des BIP	-1,8	-3,8	-3,3	-2,7	-5,1	-5,0	-4,7	-4,5	-7,1	-6,5	-6,0	-5,0

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

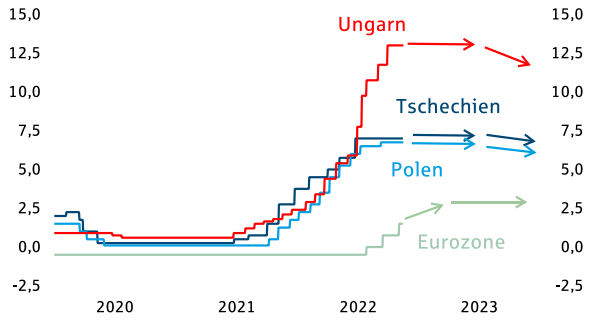
Notenbanken im Dilemma

Die weitere Wechselkursentwicklung hängt aber auch davon ab, wie strikt die Notenbanken die Inflationsbekämpfung verfolgen. Denn sie befinden sich in einem echten Dilemma: Die schwache Konjunktur spricht für monetäre Lockerungen. Die Inflation sprengt aber alle Zielwerte und die Risikoaversion der Investoren belastet die Währungen. Kräftige Zinsanhebungen seit 2021 verteuern Kredite und bremsen die Konjunkturdynamik. Sie sollen vermeiden, dass sich hohe **Inflationserwartungen** verankern, die Vorzieheffekte bei der Nachfrage auslösen und weitere Inflationsimpulse setzen würden.

Die Kommunikation der Notenbanken ist Ausdruck dieser Ambivalenz: So wurde die Ankündigung baldiger Lockerungen in Tschechien relativiert, in Ungarn wurde zwar der Zinserhöhungszyklus für beendet erklärt, zur Steuerung werden alternativ aber auch kurzfristige geldpolitische Instrumente genutzt. Mit ersten **Zinssenkungen** in der Region ist **im zweiten Halbjahr 2023** zu rechnen, das Zinsniveau bleibt dann weiterhin vergleichsweise hoch.

Leitzinssenkungen im zweiten Halbjahr 2023

Leitzins, %



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Die höheren Zinsen haben auch Auswirkungen auf die öffentlichen Finanzen, denn **kräftig gestiegene Anleiherenditen** verteuern die Refinanzierung. Hinzu kommen Maßnahmen, um die Auswirkungen der Krise auf Haushalte und Unternehmen abzufedern, so dass die Budgetsalden z.T. nennenswert oberhalb der 3 %-Marke bleiben. Die Schuldenstände sollten jedoch mit rund 40 % (Tschechien) bis 70 % (Ungarn) weiter den EU-Durchschnitt deutlich unterschreiten.

Haushalts- und Konjunkturrisiken bei verschlechterten Beziehungen zur EU

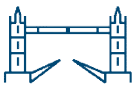
Die Entwicklung der Wirtschaft und der öffentlichen Haushalte ist untrennbar verbunden mit den Beziehungen zur EU. Polen und Ungarn, die von der EU mehrfach vor allem für ihre Eingriffe ins Justizwesen kritisiert wurden, müssen hier eine auf Dauer tragfähige Einigung erzielen, da sonst **der Entzug von Kohäsionsmitteln, die Blockade von Wiederaufbaugeldern** und der Vertrauensverlust von Investoren drohen. Allein aus den Kohäsionsfonds sind für Ungarn bis 2027 gut 20 Mrd. Euro eingeplant, für Polen über 70 Mrd. Euro. Dies entspricht je rund 13-15 % des BIP im Jahr 2021.

> *„Mitteleuropa ist unser gemeinsames Zuhause und wir haben gemeinsame Interessen."*
> *Mateusz Morawiecki, polnischer Premierminister*

Während Polen zuletzt weniger kompromissbereit schien, hat Ungarn eine Integritätsbehörde geschaffen, die ab November 2022 Verdachtsfälle auf Missbrauch von EU-Geldern untersuchen soll. Ob dies die EU besänftigt oder ob Nachbesserungen erforderlich sind, ist noch offen. Die **Motivation zur Deeskalation sollte hoch sein**, denn ausbleibende EU-Mittel und hohe Anleihezinsen werden den Preis der Konfrontation nach oben treiben und so den innenpolitischen Druck stark erhöhen. Sollte keine Einigung erfolgen, scheint die EU-Kommission diesmal entschlossen, die Konsequenzen einer Verletzung gemeinsamer Werte zu ahnden.

Untereinander bemühen sich die Länder der **Visegrád-Gruppe** (Polen, Tschechien, Ungarn, Slowakei) um eine Verbesserung ihrer Beziehungen, die durch die unterschiedliche Haltung gegenüber Russland belastet sind. Schon bei früheren Gelegenheiten wurde bei EU-Abstimmungen das **gemeinsame politische Gewicht** in die Waagschale geworfen, so etwa bei Migrationsthemen. Nach einer frostigen Phase aufgrund der abweichenden Einstellung Ungarns in Sanktionsfragen sollen nun Gespräche auf höchster Ebene eine Wiederannäherung bringen.

Marion Dezenter



Großbritannien: Absturz wird verhindert

Nach einem turbulenten Jahr mit hoher Inflation und drohender Rezession kann es nur besser werden. Nach einer Durststrecke dürfte sich die Konjunktur im Jahresverlauf wieder aufhellen.

Für das Vereinigte Königreich war 2022 **ein fürchterliches Jahr**: Die Queen ist gestorben, drei Premierminister waren im Amt und Regierungspläne wurden an den Finanzmärkten abgestraft wie in einem Schwellenland. Zugleich sprang die Inflation auf nicht mehr für möglich gehaltene Höhen, während sich die Konjunktur massiv verschlechterte. 2023 geht es um Schadensbegrenzung und eine Stabilisierung der Lage. Dies könnte mit einer straffer Geldpolitik sowie einer soliden Haushaltspolitik unter dem neuen Premier Sunak gelingen.

Rutsch in die Rezession

Die Wirtschaft startete noch so schwungvoll ins Jahr 2022, dass trotz eines rückläufigen zweiten Halbjahrs das Bruttoinlandsprodukt insgesamt um 4,4 % zulegt. Aufgrund des Energiepreisschocks, des kräftigen Inflationsanstiegs sowie der restriktiveren Geldpolitik dürfte die **Konjunktur** aber eine **Vollbremsung** vollziehen. Insbesondere im Winterhalbjahr fallen die Minuszeichen deutlich aus. Vor allem der private Konsum wird betroffen sein.

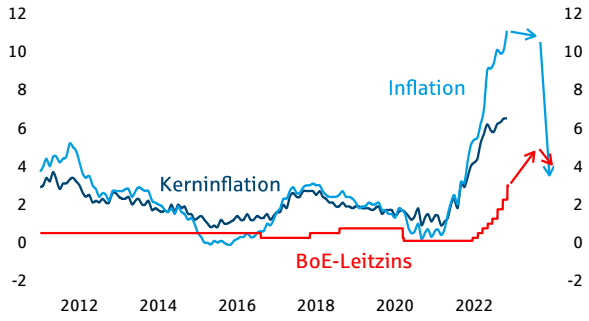
> *Liz Truss is already a historical figure (…) she is set to be remembered as the prime minister whose grip on power was the shortest in British political history. (…) she had seven days in control. That is the shelf-life of a lettuce.*
> *The Economist*

Schrumpfende Realeinkommen belasten die privaten Haushalte. Ein Abbau der Ersparnisse sowie staatliche Hilfen – nicht zuletzt der Preisdeckel für Strom und Gas – dämpfen immerhin den Rückgang des Konsums, der Arbeitsmarkt verschlechtert sich nur moderat.

Eine nachlassende Nachfrage wird die Investitionsbereitschaft der Unternehmen verringern, so dass auch deren Ausgaben zurückgehen. Der Staat kann nach den gescheiterten Steuersenkungsplänen nur begrenzt helfen und wird allenfalls leicht das Wachstum stützen. Die schwächere Binnennachfrage lässt das sehr hohe Handelsdefizit schrumpfen.

Inflationsproblematik entspannt sich 2023

% bzw. % gg. Vj.



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Inflation überschreitet Zenit

Der **Inflationsanstieg** war mit mehr als 10 % in Großbritannien ausgeprägter als in anderen größeren Ländern. Die Kernrate ohne Energie stieg sehr deutlich. Daran war auch der **Brexit** beteiligt, geht er doch mit einem Mangel an Arbeitskräften und einer geringeren Konkurrenz unter den Unternehmen einher. Im Zuge der sinkenden Nachfrage sollte die Preisüberwälzung aber schwieriger werden und sich die Teuerung mit Hilfe von Basiseffekten im Laufe von 2023 verringern, so dass die Inflation auf „nur" 6,5 % sinkt. Die **Bank of England** dürfte den Leitzins bis ins Frühjahr auf 4,5 % anheben und könnte ihn Ende 2023 sogar wieder senken.

		2021	2022s	2023p	2024p
BIP, real	% gg. Vj.	7,5	4,4	-1,0	1,5
Inflationsrate	% gg. Vj.	2,6	9,0	6,5	3,7
Arbeitslosenquote	%	4,5	3,8	4,4	4,5
Budgetsaldo	% des BIP	-8,0	-6,5	-5,0	-3,0

Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Eine **nachlassende Teuerung** stabilisiert die Realeinkommen, der Inflationsschock wird allmählich verdaut. Im **zweiten Halbjahr** dürfte sich die Stimmung allgemein aufhellen, so dass **die Wirtschaft** dann wohl wieder **wachsen** wird. Im Gesamtjahr 2023 bleibt ein Rückgang des BIP von 1 %. Sofern nicht neuerliche Querschüsse von der Politik kommen, wird das nächste Jahr versöhnlicher enden als 2022.

Christian Apelt, CFA



USA: Rezession statt Inflation – oder beides?

In den Vereinigten Staaten wird 2023 zu einem Test, ob die Notenbank die sehr hohe Inflation eindämmen kann, ohne einen konjunkturellen Einbruch auszulösen. Wir rechnen mit einer nur milden Rezession im ersten Halbjahr, gefolgt von einer graduellen Erholung. Aber da kann viel schiefgehen. Die Daten der kommenden Monate werden darüber entscheiden, wie weit die Fed geht.

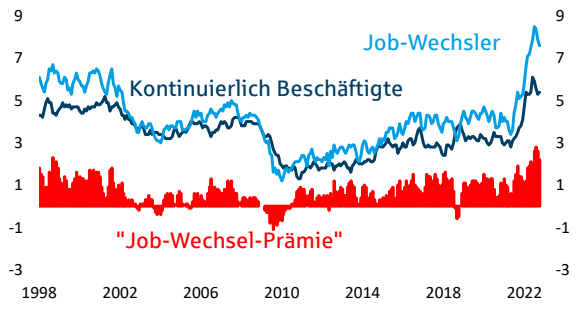
Ein konjunkturell schwaches Jahr 2023 ist Konsens. Dissens besteht eher in der Antwort auf die Frage: Wie schlimm wird es denn? Wir zählen uns hier eher zu den **Optimisten**. Das wichtigste Argument ist dabei, vielleicht kontraintuitiv, die sehr spezielle Rolle der Pandemie, die letztlich ja den Anstoß gab für viele der heute noch akuten wirtschaftlichen Probleme.

Konsum kommt unter Druck

Vor allem die privaten Haushalte haben 2022 die Gesamtnachfrage gestützt, trotz rückläufiger Realeinkommen. Die hierfür verantwortliche sinkende Sparquote wurde durch die während der Pandemie akkumulierte **Überschussersparnis** ermöglicht, kann aber nicht dauerhaft wirken. Für 2023 rechnen wir infolge der kräftigen Straffung der Geldpolitik (siehe Kapitel Geldpolitik) mit zunehmender Arbeitslosigkeit. Deren Anstieg dürfte jedoch überschaubar ausfallen, denn die Unternehmen haben sicher aus der bitteren Erfahrung der Pandemie gelernt, als das knappe Arbeitskräfteangebot schnell einen „Bieterstreit“ um Beschäftigte auslöste. Dennoch wird der private Konsum in einem solchen Umfeld nur wenig zulegen. Der zuletzt enorme **Lohnauftrieb**, den auch die Fed als wichtigen Inflationstreiber sieht, sollte sich tendenziell abschwächen.

Trotz Wende noch ein Arbeitnehmermarkt

Stundenlöhne, % gg. Vj.*



*Prämie: Differenz der zwei Reihen in Prozentpunkten
Quellen: Federal Reserve of Atlanta, Helaba Research & Advisory

Vor allem **zinssensitive Nachfragekomponenten** werden sich zudem schwertun. Insbesondere am Wohnungsmarkt ist eine merkliche Korrektur im Gange, die wohl auch mit einem absoluten Rückgang der in den vergangenen Jahren stark gestiegenen Hauspreise verbunden sein wird.

Die **Ausrüstungsinvestitionen**, sonst ein wichtiger Treiber von durch steigende Zinsen ausgelösten Rezessionen, dürften sich diesmal trotz der hohen Verschuldung des Unternehmenssektors vergleichsweise robust zeigen. So ist die Investitionsquote aktuell äußerst niedrig, Produktionsengpässe sind noch immer präsent und die Klimawende wird vor allem global aktive US-Unternehmen zu entsprechenden Ausgaben bewegen.

Restriktive Geldpolitik, wenig Impulse von der Fiskalpolitik

Die Straffung der Geldpolitik wird 2023 **nicht von der Finanzpolitik kompensiert**. Umfangreiche fiskalpolitische Impulse sind in den nächsten ein bis zwei Jahren eher nicht zu erwarten. 2021 und 2022 sahen eine erhebliche Konsolidierung, die spürbar dämpfend auf die Konjunktur wirkte. Präsident Bidens weitgehend steuerfinanziertes „Anti-Inflations“-Paket und sein Plan zur Erlassung von Studentenkrediten stützen per saldo die künftige Nachfrage, aber nur leicht.

Für neue Initiativen wird dem Präsidenten nach den Wahlen vom 8. November 2022 wohl eine Kongressmehrheit fehlen. Nach dem aktuellen Stand (15. November) der Auszählungen haben die Republikaner im Repräsentantenhaus voraussichtlich eine Mehrheit erobert. Im Senat hingegen verteidigten die Demokraten ihren leichten Vorsprung erfolgreich. Ein **Verlust der Mehrheit im Haus** würde die bislang von den Demokraten angewendete Strategie blockieren, wirtschaftspolitische Maßnahmen aller Art mit Hilfe des Haushaltsrechts „durchzupeitschen“. Die historisch hohe Verschuldung engt in Zeiten steigender Zinsen den fiskalpolitischen Handlungsspielraum aber sowieso ein.

Insgesamt erwarten wir für 2023 ein **Wirtschaftswachstum von 0,5 %**, wobei der Output im ersten Halbjahr leicht schrumpft, bevor eine Erholung einsetzt. Da diese weder fiskal- noch geldpolitisch unterstützt werden dürfte, sollte sie recht flach ausfallen.

Wird eine so milde Rezession reichen, um die Inflation zu stoppen? Skeptiker bemühen gerne historische Erfahrungen, nach denen eine spürbare Reduktion der Teuerung stets ein zäher und schmerzhafter Prozess war. Ein Zuckerschlecken wird es auch diesmal nicht. Aber die Relevanz vergangener Ereignisse sollte nicht überstrapaziert werden. Noch immer unterschätzen viele die **Einzigartigkeit des Pandemieschocks**. Dies ist eine Lehre nicht nur für diejenigen Ökonomen, die uns 2020 vorrechneten, dass es bis 2025 oder gar 2030 dauern würde, bevor die US-Arbeitslosenquote wieder ihr Niveau von vor der Pandemie erreichen würde. In der Realität war es schon im Frühjahr 2022 so weit.

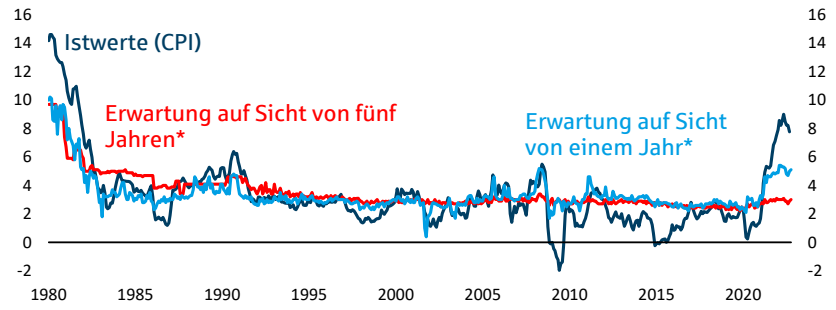
> *„The idea that [the 2021 fiscal stimulus] caused inflation is bizarre."*
> *Joe Biden, im Juni 2022*

Inflation: Anhänglichste Folge der Pandemie?

Grob vereinfacht ist der Inflationsschub in den USA seit Anfang 2021 auf **vier Faktoren** zurückzuführen. Drei davon hängen unmittelbar mit der Pandemie und ihren Nachwirkungen zusammen: Erstens eine zumindest in den USA bis heute nicht korrigierte **Verschiebung der Nachfrage** von Dienstleistungen hin zu Waren, die bei Letzteren zu globalen Engpässen und steigenden Preisen führte. Zweitens eine lohntreibende **Verknappung des Arbeitskräfteangebots**, die nur langsam (und wohl nicht vollständig) abklingt. Drittens der **überdimensionierte Stimulus** durch die Geld- und Fiskalpolitik, der die Nachfrage boomen ließ, so dass die Rezession von 2020 das Angebot relativ mehr traf. Diese drei Faktoren verlieren an Bedeutung, wenn auch teilweise schleppender als ursprünglich erhofft. Erst 2023 werden sich die überlasteten globalen Lieferketten weitgehend normalisieren.

Langfristige Inflationserwartungen gut verankert

Erwartete bzw. tatsächliche Inflation, %



*Umfrage der University of Michigan, durchschnittlicher jährlicher Preisanstieg auf Sicht von einem bzw. fünf Jahren
Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Viertens kam 2022 ein kräftiger Preisschub auf den Energie- und Nahrungsmittelmärkten hinzu, der durch die russische **Invasion in der Ukraine** ausgelöst wurde. Er half dabei, die Teuerungsrate 2022 im Schnitt auf über 8 % zu schieben. Auch an den Rohstoffmärkten geht es aber – zumindest außerhalb von Europa – wieder in Richtung Normalität.

		2021	2022s	2023p	2024p
BIP, real	% gg. Vj.	5,9	1,8	0,5	1,8
Inflationsrate	% gg. Vj.	4,7	8,1	4,0	2,5
Arbeitslosenquote	%	5,4	3,7	4,7	5,0
Budgetsaldo*	% des BIP	-12,3	-4,5	-5,0	-4,5

*Bundesebene inkl. Sozialversicherungen
Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

In Kombination mit dem Abflauen der Nachwirkungen der Pandemie reduziert dies 2023 die Inflation, ohne dass die Fed die Nachfrage deutlich bremsen muss. Allerdings fällt dieser Prozess, gerade bei der Kernteuerung, wohl graduell aus. Im Jahresschnitt rechnen wir mit einem Preisanstieg von immer noch 4 % (Kernrate: 4,8 %). Dies dürfte die Fed vor eine Geduldsprobe stellen. Jay Powell hat aber gegenüber seinem Amtsvorgänger Paul Volcker einen entscheidenden Vorteil: Die **Inflationserwartungen** der Konsumenten sind bisher im Gegensatz zu 1980 gut verankert.

Patrick Franke

Japan: Begrenzte Inflation

Die japanische Wirtschaft dürfte 2023 um 0,7 % expandieren. Die Inflation bleibt im Vergleich zu anderen Industrieländern überschaubar, für Japan ist das Niveau jedoch ungewohnt hoch.

Die drittgrößte Volkswirtschaft der Welt bewegt sich auf moderatem Wachstumspfad. Nachdem das japanische BIP Mitte 2022 auf sein Vor-Pandemie-Niveau zurückkehrte und im Jahresdurchschnitt um 1,3 % gestiegen sein dürfte, ist für 2023 ein Plus von 0,7 % zu erwarten. Dies entspricht dem derzeitigen Wachstumspotenzial des Landes. Hinter der **fundamental schwachen Wachstumskraft** steht insbesondere die Überalterung der japanischen Bevölkerung.

		2021	2022s	2023p	2024p
BIP, real	% gg. Vj.	1,7	1,3	0,7	1,0
Inflationsrate	% gg. Vj.	-0,2	2,5	1,5	1,0
Arbeitslosenquote	%	2,8	2,7	2,7	2,8
Budgetsaldo	% des BIP	-5,7	-6,0	-5,0	-4,0

Quellen: EIU, Macrobond, Helaba Research & Advisory

Hohe Staatsverschuldung durch häufige Konjunkturpakete

Die unlängst erfolgte **Wiedereröffnung des Landes** für ausländische Touristen und ein weiteres, von Premier Kishida geschnürtes **Konjunkturpaket** lassen auf die Vermeidung einer Rezession in Japan hoffen. Dabei sollen vor allem die Belastungen durch den Teuerungsdruck abgemildert werden, der sich, ausgelöst vom Krieg in der Ukraine, zusehends auch in der global drittgrößten Volkswirtschaft ausbreitet. Allerdings ist Japan aufgrund seiner über die Jahre häufigen konjunkturstützenden Maßnahmen mit einer hohen Staatsverschuldung konfrontiert, die mittlerweile rund 240 % des BIP beträgt.

Subventionen und Sensitivität dämpfen Preisdruck

Ungewohntes Inflationsniveau in Japan

% gg. Vj.



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Die Inflation ist aber im Vergleich zu anderen Industrieländern begrenzt: Zwar sorgen höhere Nahrungsmittelpreise und die Yen-Schwäche, die vor allem auf den zunehmenden Renditeabstand zwischen in- und ausländischen Staatsanleihen zurückzuführen ist, für **spürbaren Teuerungsdruck**. Doch die tatsächlich gemessene Inflationsrate wird gegenwärtig beispielsweise durch die staatliche **Subventionierung** von Benzin niedrig gehalten. Darüber hinaus begrenzt die ausgeprägte **Preissensitivität** der japanischen Verbraucher die Überwälzungsspielräume der Produzenten, was die gesamtwirtschaftliche Teuerung dämpft. Vor diesem Hintergrund und angesichts der verhaltenen Expansion dürfte die japanische Inflationsrate 2023 bei 1,5 % liegen.

> *„Erneuerbare Energien und Kernkraft sind unerlässlich, um die grüne Transformation voranzutreiben."*
> *Premier Fumio Kishida*

Der Energiekrise begegnet Japan gewissermaßen mit einer **Atom-Renaissance**: Mehr als zehn Jahre nach dem Reaktorunglück von Fukushima geht das Land – neben dem Ausbau erneuerbarer Energien – auch den Bau neuer Kernkraftwerke mit besonderen Sicherheitsmerkmalen an und nimmt einst stillgelegte Kraftwerke wieder in Betrieb. Das rohstoffarme Japan betrachtet die Nuklearenergie als erforderlichen, wetterunabhängigen Bestandteil seines Energiemix. So hat in Japan ein Umdenken eingesetzt.

Ulrike Bischoff

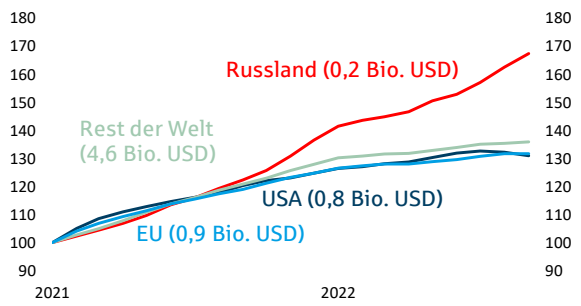
China: Auf Konfrontationskurs

China hat mit inneren Schwierigkeiten zu kämpfen. Die politische Führung tritt, vielleicht gerade deswegen, international zunehmend aggressiv auf. Das Konfliktpotenzial steigt.

Xi Jinping hat sich auf dem Parteikongress im Oktober die Führungsrolle für mindestens fünf weitere Jahre gesichert. Er hat innerhalb der Kommunistischen Partei (KP) eine Machtposition inne, die es so wohl seit Mao Zedong nicht mehr gab. Ob er sie nutzen kann, um mit den großen **innen- und außenpolitischen Herausforderungen** fertig zu werden, denen sich China gegenübersieht, wird sich zeigen. Xi hat sich auf beiden Gebieten als Hardliner erwiesen: als Nationalist und klarer Verfechter der Alleinherrschaft der KP. Die Positionierung an Russlands Seite im Ukraine-Konflikt, Drohungen gegen Taiwan und regelmäßige rhetorische Attacken gegen die USA und „den Westen" liefern hierfür Beispiele.

Neuorientierung – schon seit 2021

Nominaler Außenhandel Chinas (Importe und Exporte)*



*Zwölf-Monats-Summe, indexiert Januar 2021 = 100;
absolute Beträge in Klammern: kumulierter Außenhandel Okt. 2021 bis Sep. 2022
Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Binnennachfrage in Nöten

Chinas Wirtschaft leidet derzeit besonders unter zwei hausgemachten Problemen, die beide letztlich auf politische Entscheidungen zurückgehen. Zum einen ist der wichtige **Immobiliensektor** in eine Krise geraten, nachdem die Regierung eingegriffen hatte. Selbst wenn es letztlich gelingt, die Lage ohne einen Crash in den Griff zu bekommen, wird der Sektor 2023 die Stimmung der privaten Haushalte und das Wachstum belasten. Wahrscheinlich wird eine Stabilisierung des Immobilienmarktes erhebliche öffentliche Mittel erfordern.

> *„Die politische Macht kommt aus den Gewehrläufen."*
> *Mao Zedong*

Darüber hinaus steht Xi bislang voll hinter seiner **„Null-Covid-Politik"**, die das Land bereits 2022 massiv Wachstum gekostet hat, als im Frühjahr unter anderem Schanghai in den Lockdown ging. Anhaltende Restriktionen für die Bevölkerung werden die Konsumentenstimmung belasten und die Binnennachfrage auch 2023 bremsen. Erste Anzeichen für einen etwas weniger drakonischen Kurs in der Pandemiepolitik sprechen aber dafür, dass dieser Faktor 2023 an Bedeutung verliert.

		2021	2022s	2023p	2024p
BIP, real	% gg. Vj.	8,2	3,5	5,0	5,0
Inflationsrate	% gg. Vj.	0,9	2,5	2,5	2,5
Arbeitslosenquote	%	3,9	4,0	3,9	3,8
Budgetsaldo	% des BIP	-6,1	-9,0	-7,5	-7,5

Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Positive Impulse vom Handel

Außenwirtschaftspolitisch steht der Handels- und Technologiekonflikt mit den USA weiterhin im Mittelpunkt. Der Außenhandel ist aber, allen Sorgen über zeitweise „stillliegende" Häfen zum Trotz, ein konjunktureller Lichtblick. China profitiert hier einmal von billigen **Rohstofflieferungen aus Russland**. Gleichzeitig ersetzen seine Unternehmen westliche Anbieter, die sich wegen Sanktionen von diesem Markt zurückgezogen haben. Aber selbst der Handel mit Europa und den USA läuft weiterhin gut. Daran wird sich 2023 wohl wenig ändern. Eine Abkopplung der westlichen Ökonomien von China wäre ein langwieriger Prozess – zumal unklar ist, mit wie viel Enthusiasmus ein solcher Kurs im Westen derzeit wirklich verfolgt wird.

Unter dem Strich wird China trotz verstärkter Stimulusanstrengungen mit dem erwarteten **Wachstum von 5 %** im Jahr 2023 voll zufrieden sein können. Wir haben bei dieser Prognose relativ optimistische Annahmen für die binnenwirtschaftlichen Belastungsfaktoren zugrunde gelegt. Die daraus entstehenden China-spezifischen Abwärtsrisiken könnten das Land aber auch im Basisszenario zu einer Quelle von Unsicherheit und zu einer zusätzlichen konjunkturellen Bremse machen.

Patrick Franke



Russland: Beispielloser Transformationsprozess

Unter dem Druck der Sanktionen muss Russland seinen Außenhandel komplett neu ausrichten. Zwar wird die Wirtschaft ihr Tief 2023 durchschreiten, doch der Ausblick bleibt verhalten.

Der 2022 begonnene, beispiellose Transformationsprozess der russischen Wirtschaft wird sich 2023 fortsetzen. Die Unternehmen suchen neue Märkte für ihre Produkte und müssen neue Bezugsquellen für Vorprodukte finden. Im Zusammenhang mit dem Krieg in der Ukraine ist nicht mit einer politischen Entspannung zu rechnen, weshalb auch die Sanktionen fortbestehen werden. Damit bricht ein wichtiger Markt für Russland weg. In die Europäische Union ging 2021 noch ca. ein Drittel der Warenexporte. Allerdings ist die **Sanktionsspirale weitgehend ausgereizt** und der zusätzliche Effekt weiterer Pakete dementsprechend geringer. Ein großes Risiko wären Sekundärsanktionen, die in den Handel Russlands mit außereuropäischen Staaten eingreifen würden.

Auf die Rezession 2022 folgt 2023 eine **Stagnation**. Die Unsicherheit ist bedeutend ausgeprägter als sonst, da die wirtschaftlichen Perspektiven extrem volatilen (außen-)politischen Faktoren unterliegen. Es ist davon auszugehen, dass im ersten Halbjahr eine Bodenbildung stattfindet und das Bruttoinlandsprodukt im zweiten Halbjahr wieder zu wachsen beginnt. Auch in den Folgejahren werden die Sanktionen das Wachstumspotenzial aber begrenzen.

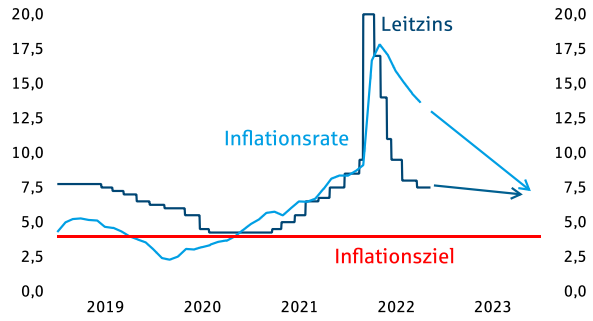
		2021	2022s	2023p	2024p
BIP, real	%gg. Vj.	4,7	-9,0	0,0	2,0
Inflationsrate	%gg. Vj.	6,7	16,0	9,0	3,6
Arbeitslosenquote	%	4,8	4,3	4,8	4,9
Budgetsaldo	%des BIP	0,4	-3,1	-2,4	-1,3

Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Investitionen und Exporte werden 2023 weiter schrumpfen. Für das Land ist das eine schlechte Nachricht, da die **Umleitung der Exporte von West nach Ost** signifikante Investitionen in die Infrastruktur erfordert. Auch auf dem Arbeitsmarkt sind neue Qualifikationen gefragt. Die Unternehmen müssen sich notgedrungen in China und anderen asiatischen Ländern einen Ersatz für bisher westliche Lieferantenbeziehungen suchen. Produktionsprobleme sind dabei nicht auszuschließen, zumal andere Produkte und Ausrüstungen auch neue Anforderungen an das Personal stellen. So müssen neue Fertigkeiten erst erlernt werden, Unternehmen könnten vermehrt Mitarbeiter entlassen bzw. nicht sofort neue finden. Ausgehend von einem Rekordtief 2022 dürfte die Arbeitslosigkeit 2023 leicht steigen, aber kein Massenphänomen werden.

Kaum Spielraum für weitere Zinssenkungen

% bzw. % gg. Vj.



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Beim privaten Konsum wird es 2023 nur eine kleine Erholung geben, weil die Unsicherheit in Bezug auf Arbeitsplatz und verfügbare Einkommen anhält. Zumindest etwas **Entspannung gibt es an der Preisfront**. Die Inflation wird 2023 auf 9 % zurückgehen, damit aber immer noch deutlich über dem Ziel der Zentralbank von 4 % liegen. Da die russische **Notenbank** den Leitzins seit Beginn des Krieges im Februar 2022 ausgehend von 20 % in mehreren Schritten auf ein einstelliges Niveau reduziert hat, bleibt 2023 wenig Spielraum für weitere Senkungen.

Öl- und Gaseinnahmen 2023 unter Druck

Wichtigste **Stütze der Wirtschaft bleibt die Fiskalpolitik**. Weil etwas mehr als die Hälfte der Währungsreserven von 550 Mrd. US-Dollar (Stand: Oktober 2022) von westlichen Zentralbanken eingefroren wurden, hängt die Fähigkeit der russischen Regierung Unterstützung zu leisten, wesentlich von den Öl- und Gaseinnahmen ab. Aufgrund des Ende 2022 verhängten Öl-Embargos der EU sowie der Tatsache, dass russisches Öl mit einem Abschlag zu anderen Ölsorten notiert, werden die Rohstoffeinnahmen 2023 geringer ausfallen. Eine weitere Belastung für den Haushalt sind die hohen Militärausgaben. Eine genaue Einschätzung bleibt schwierig, weil Russland im Zuge der Sanktionen keine detaillierten Statistiken zu den Staatsfinanzen mehr veröffentlicht.

Patrick Heinisch

Brasilien: Solides Wachstum trotz herausforderndem Umfeld

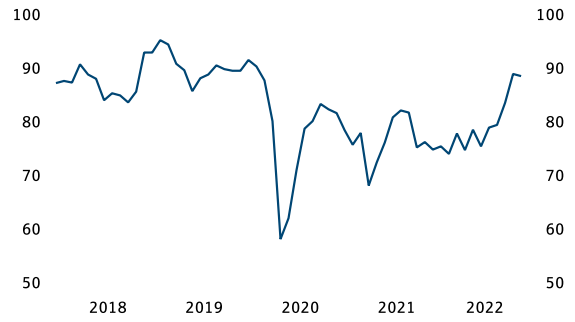
Zwar geben Rohstoffexporte etwas nach, doch die Binnenwirtschaft erweist sich 2023 als widerstandsfähig. Sollte sich die Lage eintrüben, stünde die Zentralbank mit Zinssenkungen bereit.

Brasiliens neuer Präsident Luiz Inácio Lula da Silva, der das Amt bereits von 2003 bis 2010 innehatte, wird die kommenden vier Jahre mit einem von der konservativen Opposition dominierten Kongress zusammenarbeiten müssen. Im Gegensatz zu seinem Vorgänger hat der Sozialist eine Präferenz für **staatliche Eingriffe ins Wirtschaftsgeschehen**. So soll die marktbasierte Preisgestaltung des staatlichen Erdölkonzerns abgeschafft werden. Anders als Bolsonaro lehnt Lula weitere Privatisierungen ab.

> *„Ich möchte einmal mehr beweisen, dass es für die Ärmsten möglich ist, gut zu leben und die Wirtschaft zu wachsen."*
> *Staatspräsident Lula*

Konsumlaune robust

Verbrauchervertrauensindex, Juli 2010=100



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Das Wirtschaftswachstum wird 2023 auf 2 % steigen. Zwar ist deutlich **weniger Rückenwind von den Rohstoffpreisen** zu erwarten, allerdings sollte sich die Konsumlaune weiterhin als robust erweisen, gestützt von einer rückläufigen Inflation. Einerseits leidet das Wachstum der Investitionen unter dem hohen Zinsniveau. Andererseits haben Investoren nun durch das Ende der wahlbedingten Unsicherheit mehr Klarheit über den wirtschaftspolitischen Kurs. Zugute kommt dem Land die **Diversifizierung der Wirtschaftsstruktur**. Im Gegensatz zu anderen rohstoffexportierenden Ländern belaufen sich die Exporte von Waren und Dienstleistungen nur auf 20 % des BIP. Neben Rohstoffen (wie Eisenerz, Phosphate, Erdöl) spielen in Brasilien auch Industrie (z.B. Fahrzeuge, Luftfahrt), Landwirtschaft und Tourismus eine Rolle.

Schuldenkrise unwahrscheinlich – trotz hoher Staatsverschuldung

Die **dringend notwendige Konsolidierung** der Staatsfinanzen wird 2023 nicht angegangen. Bereits 2022 wäre der Haushalt durch die zusätzlichen Sozialausgaben im Vorfeld der Wahlen noch stärker in Schieflage geraten, hätten nicht die hohen Rohstoffeinnahmen für eine Entlastung gesorgt. Die Rohstoffpreise werden sich 2023 vor dem Hintergrund der schwächeren Weltwirtschaft normalisieren. Gleichzeitig kann es sich die Regierung politisch nicht leisten, die Ende 2022 auslaufenden Maßnahmen zur Unterstützung der privaten Haushalte nicht zu verlängern. Das führt in der Summe dazu, dass das **Haushaltsdefizit** 2023 mit rund 8 % des BIP sogar noch größer ausfallen dürfte als im Vorjahr. Somit wird auch die Staatsverschuldung weiter steigen und voraussichtlich 2024 mit ca. 90 % des BIP ihren Höchststand erreichen.

Anders als bei vielen anderen Schwellenländern dürfte die Geldpolitik in den Industrieländern und der daraus resultierende Zinsanstieg in Brasilien **keine Schuldenkrise** auslösen. Das liegt daran, dass weniger als 10 % der Verschuldung in Fremdwährung notiert und Ausländer nur rund 15 % der Staatsverschuldung halten.

		2021	2022s	2023p	2024p
BIP, real	% gg. Vj.	4,6	1,0	2,0	2,3
Inflationsrate	% gg. Vj.	8,3	8,0	5,0	3,5
Arbeitslosenquote	%	11,1	9,7	8,7	8,5
Budgetsaldo	% des BIP	-4,4	-6,2	-8,1	-7,0

Quellen: EIU, Macrobond, Helaba Research & Advisory

Nach zahlreichen Leitzinserhöhungen ist es der Zentralbank gelungen den Preisauftrieb zu stoppen. 2023 wird sich die **Inflation allmählich abschwächen**, im Jahresdurchschnitt auf etwa 5 %. Sollte sich die wirtschaftliche Lage stärker eintrüben, besteht somit die Möglichkeit, mit Zinssenkungen gegenzusteuern.

Patrick Heinisch



Negativszenario: Absturz (30 %)

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

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

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

Auf dem Weg in eine globale Rezession

Zahl der Länder mit Einkaufsmanagerindex Industrie über 50 (von 27)



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Einstieg in die Deindustrialisierung?

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

> *„Die Menschen stolpern nicht über Berge, sondern über Maulwurfshügel."*
> *Konfuzius*

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

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

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

Prognoseübersicht im Negativszenario

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

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

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

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

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

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

Da die bekannten Belastungsfaktoren 2023 anhalten und sich sogar noch verschärfen, geben die Unternehmensgewinne stark nach. Die Risikoaversion der Anleger nimmt zu und führt zu einer weiteren Bewertungskontraktion. **Aktien** setzen ihren Abwärtstrend fort. Der DAX fällt zwischenzeitlich in den Bereich um 10.000 Punkte.

> *„Zu unserer Natur gehört die Bewegung, die vollkommene Ruhe ist der Tod."*
> *Blaise Pascal, franz. Mathematiker und Philosoph*

Am **Immobilien**markt kommt es zu einer deutlichen Korrektur, die nicht nur die gewerblichen Marktsegmente betrifft, sondern auch am Wohnungsmarkt zu erheblichen Preisrückgängen führt. Zinssenkungen der Notenbanken sorgen kurzfristig nicht für eine Entspannung, da Immobilienkreditgeber im Umfeld der tiefen Rezession vorsichtig agieren.

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

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

Patrick Franke



Positivszenario: Familientour (10 %)

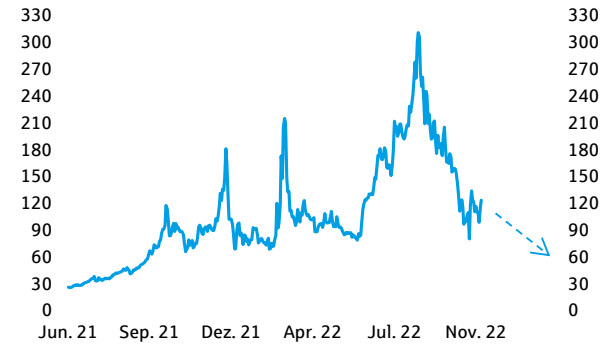
Selbst im schwierigen Gelände und bei suboptimalem Wetter kann eine Tour stressfrei und unterhaltsam ausfallen, vorausgesetzt alle Beteiligten sind in der richtigen Stimmung. Da die äußeren Bedingungen 2023 wenig Hoffnung auf einen entspannten Spaziergang machen, hängt besonders viel vom guten Willen und der Kooperationsbereitschaft der Akteure in Politik und Wirtschaft ab. Wenn die Dinge glatt laufen, kommen am Ende alle wohlbehalten im Tal an.

Üblicherweise ist der Ausgangspunkt unserer Alternativszenarien ein schwächerer oder eben stärkerer Konjunkturverlauf als im Basisszenario. Für 2023 enthält Letzteres eine Rezession, was es deutlich leichter macht, sich **positive Überraschungen** auszumalen. Allerdings ist ein dazu passendes Narrativ schwerer zu formulieren, denn die aktuell präsenten mannigfaltigen Belastungsfaktoren lassen sich ja nicht ignorieren und werden sich kaum von selbst in Wohlgefallen auflösen.

Von daher dürfte diesmal eine **geopolitische Entspannung** eine notwendige Bedingung für das Positivszenario sein. Dies könnte zum Beispiel ein Waffenstillstand in der Ukraine sein, dem Verhandlungen folgen. Die Gefahr einer weiteren Eskalation dieses Konflikts würde kleiner. Die Risikoprämien an den Finanzmärkten fallen dann, auch wenn es keine Rückkehr zum Status Quo Ante im Verhältnis zwischen dem Westen und Russland gibt. Verbleibende Versorgungslücken bei der Energie in Europa werden zügig durch neue Quellen geschlossen, fossile wie erneuerbare. Insbesondere der Gaspreis gibt in einem solchen Szenario spürbar nach.

Entspannung beim Gaspreis

Erdgas*, Euro/MWh



* TTF 1-Monats-Future

Quellen: Refinitiv, Helaba Research & Advisory

Eine Annäherung an China ist ebenfalls denkbar, denn auch hier besteht ausreichend Raum für bessere Beziehungen mit dem Westen, ohne dass man gleich unrealistische „Friede-Freude-Eierkuchen"-Annahmen treffen müsste. Eine schnelle und nachhaltige Lösung der **Lieferkettenprobleme** hilft zusätzlich.

Weniger Handlungsdruck für Notenbanken

In diesem Umfeld ist zumindest kurzfristig eine gewisse **Entlastung beim Preisdruck** zu erwarten. Der Effekt wäre, spiegelbildlich zu den aktuellen Belastungen, in Europa spürbarer als in den USA. Die niedrigere Teuerung würde durch höhere Realeinkommen die Konjunktur stützen und – ein zentraler Punkt – den Notenbanken die Möglichkeit geben, die Geldpolitik etwas behutsamer zu straffen. Eine deutlich restriktive Geldpolitik ist in diesem Szenario gar nicht nötig.

> *„If you want to walk fast, walk alone, but if you want to walk far, walk together."*
> *Ratan Tata (indischer Unternehmer)*

Die bessere Konjunktur spült mehr Steuern in die öffentlichen Kassen, während die Sozialausgaben niedriger ausfallen. Dies schafft mehr fiskalpolitischen Handlungsspielraum. Die **Schuldenproblematik** wird entschärft.

Zuletzt waren die politischen und administrativen Kapazitäten stark mit Notfallplänen für die Versorgungssicherheit ausgelastet. Nun ist wieder ein stärkerer **Fokus auf die Energiewende** möglich, die insbesondere in Europa seit dem Angriff auf die Ukraine in den Hintergrund gedrängt worden ist. Mehr Kooperation mit China wirkt auch hier positiv und verbessert die Verfügbarkeit von günstigen Technologien und notwendigen Rohstoffen.

Prognoseübersicht im Positivszenario

Höhere **Wachstumsraten** als im Basisszenario sind auch wegen der sektoral teilweise noch unvollständigen wirtschaftlichen Erholung von der Pandemie und der aktuell belastenden Angebotsengpässe durchaus plausibel. Sie müssten zudem nicht einmal unmittelbar inflationstreibend sein, wenn sich Verspannungen bei der Logistik, an den Arbeitsmärkten und in der Produktion zügig lösen.

Dennoch wird die stärkere Nachfrage im Jahresverlauf 2023, auch über den globalen Ölpreis, graduell den Preisauftrieb anschieben. Der Ausblick für die **Inflation** ist in diesem Szenario daher komplex und regional unterschiedlich. Die Gesamtteuerungsraten dürften in der Eurozone und den USA im historischen Vergleich deutlich erhöht bleiben.

Die **Notenbanken** werden in diesem Umfeld auf die kurzfristig entspanntere Inflationslage mit einer langsameren Straffung der Geldpolitik reagieren. Erst im zweiten Halbjahr sollten die Teuerungsraten höher als im Basisszenario ausfallen und die Notwendigkeit zusätzlicher Zinserhöhungen signalisieren. Zum Jahresende 2023 dürften die Leitzinsen von EZB und Fed allerdings noch ein bisschen niedriger sein als im Basisszenario.

Die **Rentenmärkte** orientieren sich zunächst an der moderateren Geldpolitik, was lange zu einer vergleichsweise stabilen Kursentwicklung beiträgt. Im Verlauf des zweiten Halbjahres ist im Zuge dann wieder steigender Zinserhöhungserwartungen jedoch mit einem Anziehen der Kapitalmarktzinsen zu rechnen. Die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen notiert in diesem Szenario am Jahresende 2023 bei rund 2,5 %.

Das freundlichere Konjunkturbild unterstützt die Ertragsentwicklung bei den **Corporates** und ermöglicht einen deutlicheren Rückgang der Risikoprämien**.** Gleichwohl dürften die Spreads über dem Niveau von 2021 verharren. Bei den **Banken** steigen die Zinserträge im geänderten Zinsumfeld deutlich an, während die Problemkreditquoten erfreulich niedrig bleiben.

Bei **Covered Bonds** verlieren die Risiko- und Unsicherheitsfaktoren schneller als erwartet an Einfluss. In der Folge werden Risikoaufschläge reduziert und die Spreads engen sich ein. Die nachlassende Attraktivität bei gedeckten Papieren veranlasst einzelne Investoren nach höher verzinslichen Alternativen zu suchen.

Die Konjunkturerholung führt zu einem dynamischen Anstieg der Unternehmensgewinne. Gleichzeitig werden die bestehenden Bewertungsspielräume bei **Aktien** ausgeschöpft. Der Risikoappetit der Anleger nimmt deutlich zu, so dass der DAX bis Jahresende 2023 die Marke von 17.500 Punkten überschreitet.

> *„Sag nicht, ein Pass sei unüberwindlich.*
> *Steig hinauf und du überschreitest ihn.“*
> *Weisheit aus Asien*

Immobilien profitieren von der besseren wirtschaftlichen Entwicklung. Trotz der langsameren Gangart der Notenbanken sind die höheren Zinsen aber eine Belastung für die Assetklasse. Vor allem dem Wohnungsmarkt bleibt eine Korrektur erspart, wahrscheinlicher sind im günstigeren Umfeld stabile Immobilienwerte.

Gold verliert in einem Umfeld erhöhter Risikoneigung relativ an Attraktivität zu anderen Assetklassen. Dank des bestehenden Inflationsumfeldes sackt das Edelmetall aber lediglich bis auf 1.500 US-Dollar je Feinunze ab.

Die Entspannung hinsichtlich Geopolitik, Energie- und Konjunktursorgen zeigt sich nicht zuletzt am **Devisenmarkt**. Die Risikoprämien für den Euro sinken, die Gelder aus dem sicheren Hafen Dollar können wieder abfließen. Der Euro-Dollar-Kurs steigt bis auf 1,20.

Patrick Franke

Prognosetabelle: BIP und Inflation

	Bruttoinlandsprodukt reale Veränderung gg. Vorjahr, %				Verbraucherpreise Veränderung gg. Vorjahr, %			
	2021	**2022s**	**2023p**	**2024p**	**2021**	**2022s**	**2023p**	**2024p**
Eurozone	5,3	3,1	0,2	1,4	2,6	8,2	5,3	3,5
Deutschland	2,6	1,5	-0,6	1,3	3,1	8,0	6,0	3,5
Frankreich	6,8	2,5	0,5	1,5	2,1	5,7	3,8	3,0
Italien	6,7	3,3	0,2	1,7	1,9	7,8	4,3	3,0
Spanien	5,5	4,4	1,0	2,0	3,0	8,8	4,3	3,5
Niederlande	4,9	4,3	-0,3	1,9	2,8	12,5	11,0	5,0
Österreich	4,7	4,2	0,7	2,3	2,8	8,3	6,0	3,3
Schweden	4,8	2,3	0,2	1,2	2,2	8,4	8,0	2,2
Polen	6,7	3,6	1,0	3,0	5,1	13,9	10,0	4,2
Tschechien	3,5	2,1	0,6	2,7	3,8	16,0	9,4	3,0
Ungarn	7,1	4,7	0,8	3,3	5,1	13,0	11,5	3,5
Großbritannien	7,5	4,4	-1,0	1,5	2,6	9,0	6,5	3,7
Schweiz	4,2	2,3	1,0	1,9	0,6	2,9	2,0	1,3
USA	5,9	1,8	0,5	1,8	4,7	8,1	4,0	2,5
Japan	1,7	1,3	0,7	1,0	-0,2	2,5	1,5	1,0
Asien ohne Japan	6,9	4,0	4,7	4,5	2,4	3,9	3,1	2,8
China	8,2	3,5	5,0	5,0	0,9	2,5	2,5	2,5
Indien*	8,9	6,7	5,2	4,8	5,1	6,9	5,0	4,5
Russland	4,7	-9,0	0,0	2,0	6,7	16,0	9,0	3,6
Türkei	11,1	3,3	3,5	3,5	19,6	45,0	18,0	11,2
Lateinamerika**	7,0	2,4	2,3	2,7	10,3	13,1	8,7	5,6
Brasilien	4,6	1,0	2,0	2,3	8,3	8,0	5,0	3,5
Welt	6,2	2,8	2,6	3,1	3,8	7,1	4,6	3,1

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

Quellen: Macrobond, Refinitiv, Helaba Research & Advisory



Kapitalmarktprognosen

	Veränderung seit Jahresultimo	aktueller Stand*	Helaba-Prognosen Q1/2023	Q2/2023	Q3/2023	Q4/2023
Zinsen	Basispunkte	%				
EZB Refi-Satz	200	2,00	2,75	2,75	2,75	2,75
EZB Einlagenzins	200	1,50	2,25	2,25	2,25	2,25
Tagesgeldsatz €STR	199	1,40	2,20	2,25	2,25	2,25
3M Euribor	237	1,80	2,60	2,70	2,70	2,70
6M Euribor	285	2,30	2,70	2,75	2,75	2,75
2j. Bundesanleihen	279	2,17	2,00	2,00	2,00	2,00
5j. Bundesanleihen	252	2,07	2,15	2,20	2,15	2,15
10j. Bundesanleihen	229	2,11	2,30	2,40	2,30	2,30
2j. Swapsatz	317	2,88	2,85	2,75	2,75	2,70
5j. Swapsatz	274	2,76	3,00	3,00	2,95	2,90
10j. Swapsatz	251	2,81	3,20	3,25	3,10	3,10
20j. Swapsatz	215	2,70	2,85	2,95	2,80	2,80
30j. Swapsatz	186	2,33	2,85	2,95	2,80	2,80
Fed Funds Target Rate	375	3,88	4,38	4,38	4,38	4,38
10j. US-Treasuries	226	3,77	3,80	3,90	3,80	3,70
Aktien	Landeswährung, %					
DAX	-9,5	14.379	14.000	15.000	15.500	16.000
Euro Stoxx 50	-8,9	3.915	3.850	4.100	4.150	4.200
Dow Jones	-7,6	33.593	34.000	36.000	36.500	37.000
S&P 500	-16,2	3.992	4.250	4.500	4.650	4.800
Nikkei 225	-2,8	27.990	30.000	32.000	33.000	33.500
Gold und Brentöl	%					
Gold €/Unze	6,8	1.719	1.714	1.714	1.727	1.727
Gold $/Unze	-2,7	1.779	1.800	1.800	1.900	1.900
Brentöl $/Barrel	20,7	94	83	85	87	89
Devisen	jeweils gg. Euro, %	jeweils gg. Euro				
US-Dollar	9,9	1,03	1,05	1,05	1,10	1,10
Japanischer Yen	-9,2	144	145	142	142	140
Britisches Pfund	-3,5	0,87	0,88	0,87	0,85	0,85
Schweizer Franken	6,2	0,98	1,00	1,02	1,04	1,05

* 15.11.2022

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Ausgewählte Energieindikatoren

	Anteil an weltweiten CO_2-Emissionen 2019, %	CO_2-Emissionen 2019, Mio. Tonnen	CO_2-Emissionen pro Kopf 2019, Tonnen	Energie-verbrauch pro Kopf 2021, MWh	Anteil Erneuerbare an Primär-energie 2021, %	Anteil Kernenergie an Primär-energie 2021, %	Erdgas-verbrauch 2021, Mrd. m^3
Europäische Union	10,7	3.601	8,2	37,5	18,6	11,0	396,6
Deutschland	1,9	644	7,9	41,9	19,5	4,9	90,5
Frankreich	0,9	294	4,5	39,9	13,7	36,5	43,0
Italien	0,9	309	5,3	29,2	18,4	0,0	72,5
Spanien	0,7	231	5,1	33,2	22,3	9,1	33,9
Niederlande	0,4	146	8,4	56,2	12,3	1,0	35,1
Österreich	0,2	63	7,3	45,5	37,5	0,0	9,0
Schweden	0,1	34	3,4	62,4	50,9	25,1	1,3
Polen	0,9	287	7,8	32,6	7,8	0,0	23,2
Tschechien	0,3	94	9,0	43,5	6,5	16,6	9,1
Ungarn	0,1	45	4,7	29,3	6,8	14,2	10,8
Großbritannien	1,0	342	5,2	29,2	18,0	5,8	76,9
Schweiz	0,1	36	4,4	34,2	36,7	15,6	3,6
USA	14,1	4.744	14,7	77,6	10,7	8,0	826,7
Japan	3,1	1.056	8,5	39,1	11,4	3,1	103,6
China	29,4	9.877	7,6	30,3	15,0	2,3	378,7
Indien	6,9	2.310	1,8	7,1	9,3	1,1	62,2
Russland	4,9	1.640	11,8	59,6	6,6	6,4	474,6
Türkei	1,1	366	4,8	22,3	16,3	0,0	57,3
Brasilien	1,2	411	2,1	16,3	46,2	1,1	40,4
Welt	100,0	33.622	4,5	21,0	-	4,3	4.037,5

Quellen: International Energy Agency, Eurostat, Weltbank, Our World in Data, bp p.l.c., 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	Markus Reinwand, CFA	47 23
Devisenstrategie, Großbritannien	Christian Apelt, CFA	47 26
Gold	Claudia Windt	25 00
Immobilien	Dr. Stefan Mitropoulos	46 19
Pfandbriefe, Covered Bonds	Christian Schmidt	23 88
Unternehmensanleihen	Ulrich Kirschner, CFA	28 39
Bankanleihen	Dr. Susanne Knips	32 11
Deutschland, Eurozone	Dr. Stefan Mütze	38 50
USA, China, Szenarien	Patrick Franke	47 38
EU, Nord- und Zentraleuropa	Marion Dezenter	28 41
Emerging Markets	Patrick Heinisch	74 27
Japan	Ulrike Bischoff	52 56

Herausgeber und Redaktion

Helaba Research & Advisory

Redaktion:
Dr. Stefan Mitropoulos
Susanne Eulenkamp
Ute Marth

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

Neue Mainzer Str. 52-58
60311 Frankfurt am Main
Tel. 0 69/91 32-20 24
Internet: http://www.helaba.de

Disclaimer

Die Publikation ist mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Sie enthält jedoch lediglich unverbindliche Analysen und Prognosen zu den gegenwärtigen und zukünftigen Marktverhältnissen. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wir aber keine Gewähr übernehmen können. Sämtliche in dieser Publikation getroffenen Angaben dienen der Information. Sie dürfen nicht als Angebot oder Empfehlung für Anlageentscheidungen verstanden werden.



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

Bildquellen

Basisszenario, S. 1, 6
© Shambhala – stock.adobe.com
© Iryna – stock.adobe.com

Negativszenario, S. 36
aerogondo2/Shutterstock.com
iStock.com/OlafSpeier; iStock.com/arifziyatunc
biletskiyevgeniy.com/Shutterstock.com;
tuulijumala/Shutterstock.com
Markohanzekovic/Shutterstock.com

Positivszenario, S. 38
iStock.com/SolStock