

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

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

Editorial: Gratwanderung setzt sich fort



gt/ In den letzten Monaten lösten sich viele Unsicherheiten in Luft auf. Die Gasmangellage ist schon seit Wochen kein Thema mehr für diesen Winter. Gleichzeitig hellten sich die Inflationsspektiven auf, auch wenn der Rückgang der Raten in der Eurozone und in Deutschland langsamer verläuft als in den USA. Die Lieferkettenproblematik ist auch nicht mehr der Rede wert, nachdem China von Null-Covid auf Full-Covid umschwenkte und mit einem Schlag alle Restriktionen aufhob.

Fast schien es, als ob die negativen Effekte eines Zinserhöhungszyklus diesmal nicht auftreten würden und damit eine Rezession vermieden werden könnte. Dass das Jahr 2023 aber nicht einfach werden würde, hatten wir bereits in unserem Jahresausblick mit dem Titel „Weltwirtschaft auf Gratwanderung“ vom November 2022 geschrieben: „Auf einer Gratwanderung sind Fehltritte öfters folgenreicher als bei einem Waldspaziergang... 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 auszulösen. Dabei gilt es, die Verzögerungen, mit denen die Geldpolitik auf Realwirtschaft und Teuerung wirkt, korrekt einzuschätzen“.

In vielen Ländern beginnt die Industrie sich zwar zu erholen, die negativen Effekte der Zinserhöhungen auf den Bau- und Immobiliensektor werden aber jetzt spürbar. Hinzu kommt die Unsicherheit aus den Turbulenzen im Bankensektor in den USA und der Schweiz. Die EZB hob zuletzt trotz kriselnder Banken die Leitzinsen um einen halben Prozentpunkt an, signalisierte aber, neben der Preisstabilität auch die Finanzstabilität im Auge zu haben. Mit mehr als einem weiteren kleinen Zinsschritt ist für die Eurozone nicht mehr zu rechnen. Zwar hält die EZB das Bankensystem im Euroraum für stabil, sie hat aber vorsorglich Liquiditätshilfen für den Krisenfall in Aussicht gestellt.

Die Gratwanderung setzt sich also fort. Wir halten an diesem Basisszenario fest. Weder das positive Alternativszenario „Familientour“ noch das negative Alternativszenario „Absturz“ erhält derzeit eine höhere Eintrittswahrscheinlichkeit.

Ihre

Dr. Gertrud R. Traud

Chefvolkswirtin/Head of Research & Advisory

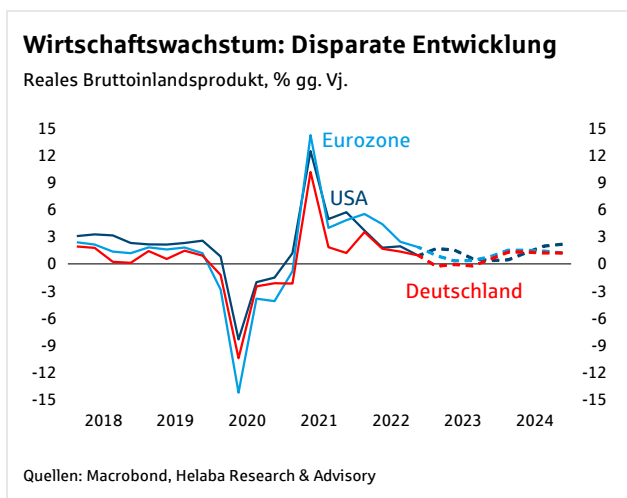
Konjunktur: In Frage stehende Finanzstabilität belastet die Stimmung



- Internationale Sorgen über mögliche neue Finanzkrise wegen Schieflagen bei Banken
- Dies konterkariert die bis zuletzt eher positiven Konjunkturdaten, insbesondere in den USA
- China profitiert von einer Erholung nach dem Abklingen der Pandemiewelle
- Erstes Quartal dürfte in der Eurozone nochmals schwach ausfallen, danach mehr Dynamik
- Realeinkommen unter Druck – zinsreagible Branchen wie Bau leiden
- Inflationsraten sinken im Jahresverlauf 2023, bleiben aber im Durchschnitt hoch

pf/ Mit den Problemen bei internationalen **Banken** kamen Ängste über eine neue Finanzkrise auf. Steigende Risikoprämien, Abwärtsdruck am Aktienmarkt und geringere Kreditverfügbarkeit führen zu einer Straffung der monetären Bedingungen. Gerade in den **USA**, wo die Unruhe begann, sind die Konjunkturdaten für das erste Quartal per saldo aber deutlich besser ausgefallen als erwartet – vor allem am Arbeitsmarkt und beim Konsum. Der eigentlich

von uns für das Frühjahr prognostizierte Beginn einer milden Rezession lässt daher offenbar länger auf sich warten. Eine Kontraktion 2023 bleibt zwar wahrscheinlich. Im Jahresdurchschnitt fällt das Wirtschaftswachstum in den USA aber wegen des besseren Jahresbeginns höher aus (1 % statt 0,5 %). Gleichzeitig haben die Abwärtsrisiken im Falle einer weiteren Eskalation im Finanzsektor oder einer nachhaltigen Verunsicherung zweifellos zuletzt zugenommen.



In **China** dürfte das wenig ambitionierte offizielle Wachstumsziel von 5 % wohl erreicht werden. Wie hoch die Zahl letztlich ausfällt, hängt nicht zuletzt am für den Jahresschnitt wichtigen ersten Quartal: Wie viel hat hier die Pandemiewelle noch gebremst?

smü/ Die deutschen **Konjunkturindikatoren** sind zu Jahresbeginn überraschend **positiv ausgefallen**. Die Einzelhandelsumsätze für Januar wurden auf Stagnation hochkorrigiert und die Industrieaufträge sind zum zweiten Mal in Folge gestiegen. Die Industrieproduktion ist im Januar mit 3,5 % sogar deutlich höher ausgefallen. Allerdings hatte der Frost die Bautätigkeit im Dezember behindert. Damit dürfte die Wirtschaftsleistung im ersten Quartal weniger zurückgehen als zunächst erwartet.

Belastend wirkt der **Wegfall der Kaufprämien für Fahrzeuge**, was zu Jahresbeginn zu einem Einbruch im Kfz-Handel führen dürfte. Zudem zeigen sich nun zunehmend die negativen Konsequenzen der restriktiveren Geldpolitik, sei dies in den drastisch gesunkenen Bestellungen im Bau oder bei den Problemen einzelner Banken. Auch die Verbraucher werden angesichts sinkender Reallöhne im Jahresverlauf zurückhaltend agieren. Der Rückgang der durch das ZEW erhobenen Konjunkturerwartungen der Finanzanalysten für März bestätigt dies. Wir bleiben deswegen bei unserer Prognose einer **Stagnation der deutschen Wirtschaftsleistung 2023**. Hilfsprogramme über die beschlossenen hinaus sind aus jetziger Sicht nicht zu erwarten.

Die **privaten Konsumausgaben** waren 2022 kräftig um 4,3 % gestiegen. Grund für die insgesamt positive Entwicklung war der Corona-bedingte Nachholbedarf bei vielen Dienstleistungen. Mittlerweile ist das Vorkrisenniveau zumeist wieder erreicht. Für 2023 erwarten wir einen leichten Rückgang der realen Konsumausgaben um 0,5 %. Die verfügbaren Einkommen dürften mit rund 5 % weniger stark zulegen als die Inflation (6 %). Die Sparquote hat das Vorkrisenniveau wieder erreicht und wird 2023 voraussichtlich nur noch um einen halben Prozentpunkt auf knapp 11 % sinken.

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

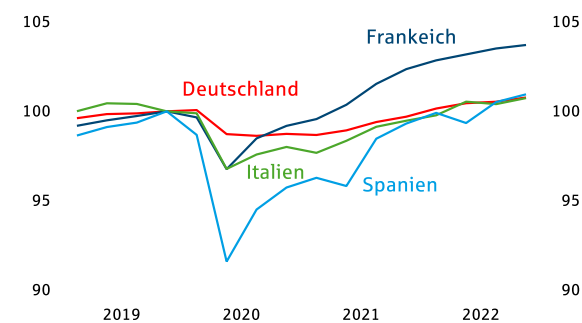
p=Prognose, kalenderbereinigt soweit verfügbar
Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Positiv wirkt weiterhin die steigende **Beschäftigung**. Sie trägt zusammen mit höheren Tarifabschlüssen zu einem deutlichen Schub der Nettolöhne bei. Pro Kopf dürften diese in realer Rechnung allerdings im laufenden Jahr erneut sinken.

Die **Ausrüstungsinvestitionen** haben 2022 um 3,3 % zugelegt. Für 2023 erwarten wir einen leichten Rückgang in der Größenordnung von ½ %. Die wirtschaftliche Unsicherheit sowie sinkende Unternehmensgewinne bei gleichzeitig gestiegenen Kapitalmarktzinsen werden sich 2023 dämpfend auswirken. Die **Bauinvestitionen** sind bereits 2022 um 1,7 % gesunken und dürften 2023 um rund 3 % schrumpfen. Kapazitätsgrenzen sowie der Mangel an Rohstoffen und Vorprodukten treten zwar in den Hintergrund, gestiegene Baukosten und vor allem die höheren Zinsen belasten allerdings die Kalkulation. Die realen Auftragseingänge in der Bauwirtschaft sind deutlich gesunken und es kommt zu Stornierungen. Dagegen sollten sich die **Exporte** 2023 allmählich erholen. Impulse gehen u.a. von der Eurozone aus. Die Beendigung der Null-Covid-Strategie dürfte zudem die Ausfuhren nach China beflügeln. Der Wachstumsbeitrag des Außenhandels war im vergangenen Jahr negativ. Hier ist nun mit einer Verbesserung zu rechnen.

Beschäftigung stützt europäischen Konsum

Beschäftigung, Q4 2019 = 100

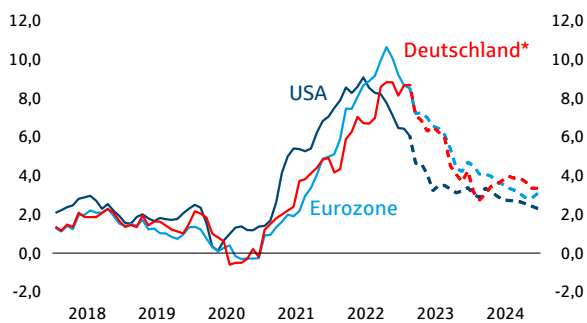


Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Wichtige Länder der **Eurozone** zeigen sich aktuell resilienter gegenüber der Krise. In Frankreich muss allerdings durch die aktuellen Streiks mit leichten Bremswirkungen im ersten Quartal gerechnet werden. Italien und Spanien profitieren weiterhin von den umfangreichen europäischen Transfers. Auch hier wirken sich sinkende Energiepreise positiv aus.

Inflation sinkt im Jahresverlauf

Verbraucherpreise, % gg. Vj.



*nationale Berechnungsweise

Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Die **deutsche Inflationsrate** betrug im Februar wie im Monat zuvor 8,7 %. In der **Eurozone** sank der Wert leicht auf 8,5 %. Wir haben die Prognosen für Frankreich und Spanien für 2023 erhöht¹, für Deutschland unverändert gelassen. Damit steigt unsere Inflationserwartung für den Währungsraum auf 6,3 % (vorher: 6,0 %). Trotzdem weist der Trend in diesem Jahr weiter nach unten. Die Preisbremsen und sinkende Notierungen für Gas und Strom werden neben dem etwas stärkeren Euro hierzu beitragen. Auch die schwächere Konsumkonjunktur erschwert die Überwälzung von Kosten. Die Preise für einige wichtige Nahrungsmittel wurden zuletzt gesenkt. Allerdings wird die Trockenheit in mehreren europäischen Ländern im Jahresverlauf be-

lasten. Die Konsumentenpreissteigerung dürfte auch 2024 mit 3,5 % sowohl in Deutschland als auch im Währungsraum deutlich über dem von der EZB gewünschtem Niveau liegen.

In den **USA** hat sich die Teuerung zwar schon deutlicher auf 6 % verringert, allerdings zuletzt unangenehm überrascht. So hat die Serie niedriger als erwarteter Monatswerte gedeut. Revisionen der Saisonfaktoren lassen die Abnahme der Monatsdynamik Ende 2022 weniger deutlich aussehen und die Kernrate dürfte angesichts der bis ins erste Quartal hinein äußerst robusten Konjunktur zunächst weiter überdurchschnittlich steigen. Wir haben daher unsere Prognosen für die Gesamtteuerung in den USA für 2023 und 2024 nach oben genommen (4 % statt 3,7 % bzw. 2,8 % statt 2,5 %).

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

p=Prognose, *nationale Abgrenzung

Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

¹ Vgl. Helaba [Wochenausblick](#) vom 17. März 2023, S. 5

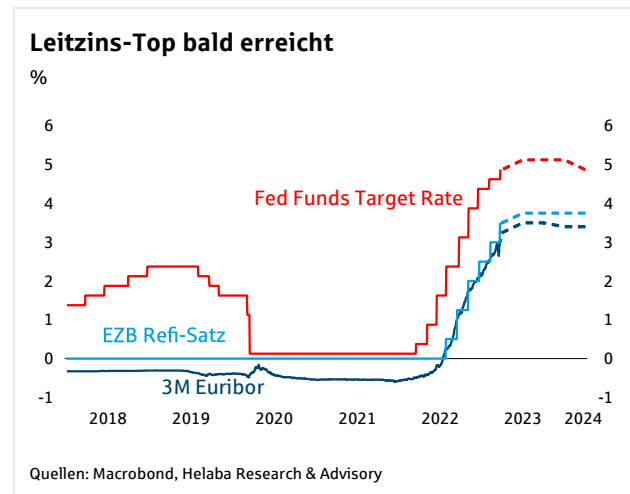
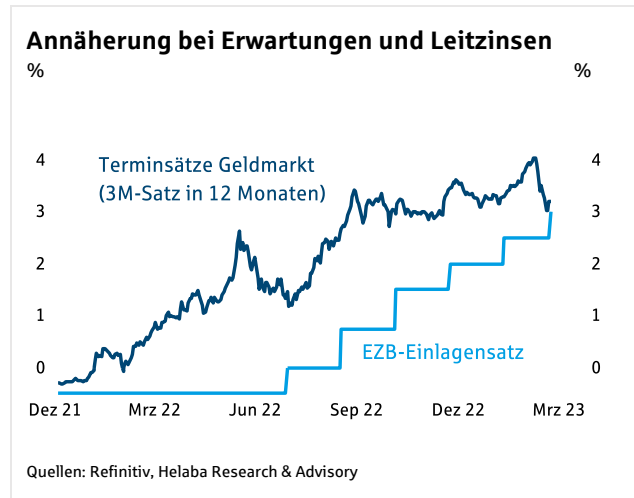
Geldpolitik: Zinserhöhungskurs neigt sich dem Ende zu



- Die EZB hat wie angekündigt geliefert und die Leitzinsen um weitere 50 Basispunkte angehoben
- Gestresste Finanzsektoren signalisieren jedoch schrumpfenden geldpolitischen Spielraum
- Auch Immobilienmärkte sprechen eher für eine vorsichtigere Gangart der EZB
- Anhaltend hohe Inflation-Kernrate setzt die EZB gleichwohl noch unter Zugzwang
- Bis Jahresmitte ist mit einer kleinen Leitzinsanhebung um 25 Basispunkte zu rechnen
- Fed erhöht Leitzins und stellt trotz Problemen bei Banken einen weiteren Schritt in Aussicht

uk/ Aufgrund der **Nervosität** an den Finanzmärkten hat sich die EZB entgegen ihrer ursprünglichen Absicht mit Hinweisen zum weiteren Zinspfad zurückgehalten. Der EZB-Rat will nun nur noch „**datengetrieben**“ agieren – wobei nicht nur Konjunktur-, sondern auch Finanzdaten berücksichtigt werden. Zwar hält die EZB das **Bankensystem** im Euroraum für stabil, sie hat aber vorsorglich Liquiditätshilfen für den Krisenfall in Aussicht gestellt. Wenn sich die aktuellen Probleme ausweiten und es tatsächlich zu einer globalen **Finanzkrise** käme, würden eher Zinssenkungen auf der Agenda stehen. Beruhigt sich die Lage hingegen, wonach es derzeit aussieht, wird sich der Blick wieder verstärkt auf die immer noch hohe **Inflation** richten.

Das Zeitfenster für 50er Zinsschritte dürfte sich aber mit der jüngsten Entscheidung geschlossen haben. Die EZB befindet sich in einem **Dilemma**. Zwar steht sie aufgrund des **inflationären Umfelds** und der bislang überraschend widerstandsfähigen **Konjunktur** noch unter erheblichem Zugzwang. Die **Finanzmärkte** zeigen sich jedoch nervös und anfällig. Auch die monetären Indikatoren, insbesondere die schrumpfende **Geldmenge**, aber auch die **Immobilienmärkte**, mahnen zur Vorsicht. Letztlich dürften sich die Vorstellungen der EZB-Falken von Leitzinsniveaus um 5 % nicht durchsetzen lassen. Wir sehen derzeit lediglich Spielraum für einen weiteren **kleinen Zinsschritt** um 25 Basispunkte.



tionen auf Zinssenkungen im zweiten Halbjahr – aktuell 75 bis 100 Basispunkte – als verfehlt erweisen sollten und die Fed wegen der weiter hohen Teuerung **erst 2024 wieder senkt**.

pf/ Die **Fed** hat den Leitzinskorridor am 22. März erwartungsgemäß auf 4,75 % bis 5,00 % angehoben. Trotz Spannungen im Bankensystem bleibt die US-Notenbank auf die **Inflationsbekämpfung** fokussiert. Tatsächlich verhinderten Sorgen um die Finanzstabilität wohl einen größeren Zinsschritt und/oder aggressivere Anpassungen der Projektionen. Aktuell sieht der Median der FOMC-Mitglieder eine weitere Erhöhung des Leitzinses um 25 Basispunkte. Wir gehen davon aus, dass man diese im Mai liefern wird, wenn sich die Lage bei den Banken bis dahin nicht weiter zuspitzt. Damit liegt der Zinsgipfel nun einen viertel Punkt höher als vorher gedacht. Entscheidend ist aber vielmehr, dass sich die nach den Schieflogen im Bankensystem am Future-Markt massiv gestiegenen Spekula-

%	aktuell*	Q2/23	Q3/23	Q4/23	Q1/24
3M Euribor	3,00	3,50	3,50	3,40	3,40
EZB Refi-Satz	3,50	3,75	3,75	3,75	3,75
Fed Funds Rate	4,88	5,13	5,13	5,13	4,88

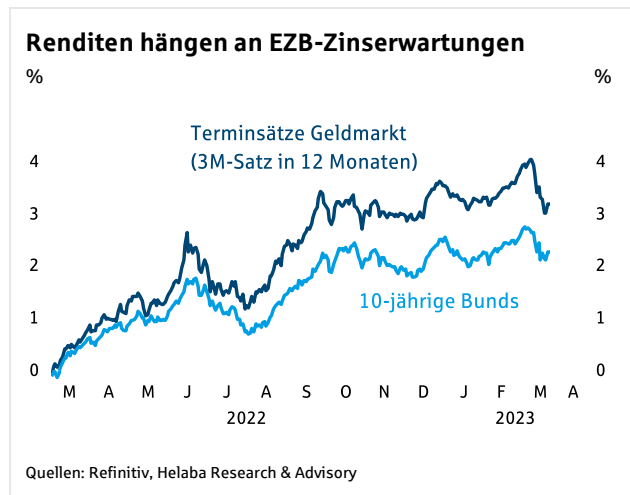
*22.03.2023 Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Staatsanleihen: Flucht in sichere Häfen ebbt bereits wieder ab

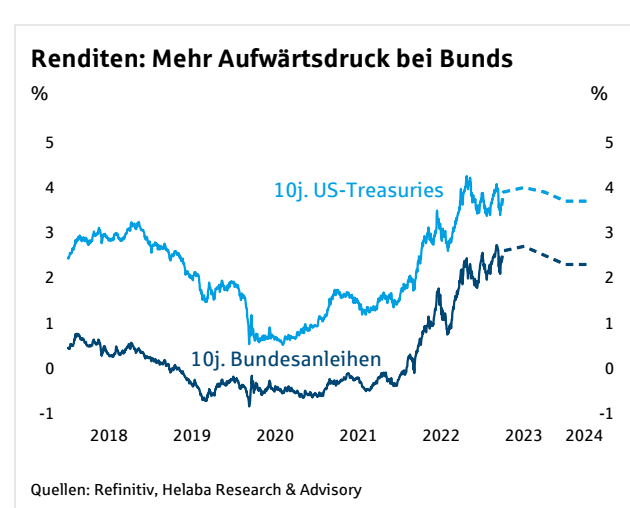


- Die Bankenkrise führte zu zeitweise deutlich niedrigeren Renditen
- Spielraum für Zinssenkungen ist geschrumpft. EZB dürfte lediglich um 25 Basispunkte straffen
- Das Inflationsproblem bleibt akut. Vor allem anhaltend hohe Kernraten bergen Risiken
- Renditen 10-jähriger Bunds dürften durchaus wieder Niveaus um 2,7 % erreichen
- Auch 10-jährige US-Treasuries werden vermutlich zunächst weiter zulegen
- In der zweiten Jahreshälfte sollte sich die Lage tendenziell entspannen

uk/ Die erhöhte Unsicherheit im Zuge der Bankenkrise in den USA und der Schweiz hatte zwischenzeitlich zu einem massiven **Kursanstieg bei Staatsanleihen** geführt. Die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen fiel von 4,0 % auf 3,5 %. Die Renditen zweijähriger US-Treasuries sank sogar von 5,1 % auf 3,9 %, 10-jährige Bundesanleihen rutschten zeitweise unter die 2 %-Marke. Im Vorfeld waren neue Höchststände bei rund 2,75 % erreicht worden. Ein wesentlicher Effekt war die Flucht insbesondere aus Bankanleihen und Bankaktien in den **sicheren Hafen** der Staatsanleihen. Noch deutlicher fielen die Korrekturen bei den **Zinserhöhungserwartungen** aus. Besonders stark, nämlich um rund 1,75 Prozentpunkte, gingen die Zinsen an den US-Terminmärkten zurück. Dies dürfte aber eine Übertreibung darstellen. Im Euroraum sanken die Zinserwartungen um rund einen Prozentpunkt.



Mit nachlassender Nervosität schichteten die Anleger dann wieder von Staatsanleihen in riskantere Anlageklassen um. Hinzu kam sicherlich die Überlegung, dass die Inflation nach wie vor zu hoch ist und zumindest die EZB mit ihrem Zinserhöhungskurs noch nicht am Ende ist. Zwar rechnen wir bis zur Jahresmitte nur mit einem **weiteren kleinen Zinsschritt**. Die Unsicherheit insbesondere über die hohen **Kerninflationen** diesseits und jenseits des Atlantiks dürfte die Kapitalmärkte weiter belasten.



Seit Herbst zeigen sich die Kapitalmarktzinsen weitgehend richtungslos. Bei Bunds war gleichwohl etwas mehr **Zug nach oben** erkennbar. Belastend könnten sich insbesondere die bis Mitte nächsten Jahres geringen Chancen auf Zinssenkungen auswirken. Derzeit setzen die Anleger angesichts der erhöhten Finanzmarktrisiken zwar auf einen relativ raschen **Kurswechsel** der Notenbanken. Bleibt die Inflation jedoch hartnäckig, dürften die Renditen schon aus diesem Grund etwas zulegen.

Relativ sicher lässt sich derzeit zumindest sagen, dass die **Volatilität** an den Kapitalmärkten außergewöhnlich hoch bleiben wird. Der begonnene **Abbau der Wertpapierbestände** der EZB um monatlich 15 Mrd.

Euro ist zwar vergleichsweise moderat – die US-Notenbank reduziert ihre Anleihebestände derzeit um monatlich 95 Mrd. US-Dollar, davon 60 Mrd. Staatsanleihen. Dennoch dürften auch von dieser Seite Risiken ausgehen. Ebenfalls könnte das **konjunkturelle Umfeld** für Schwankungen sorgen. Die Wirtschaft im Euroraum hat sich bislang als relativ robust erwiesen. Allerdings bilden die Daten ein zunehmend heterogenes Bild ab.

%	aktuell*	Q2/23	Q3/23	Q4/23	Q1/24
10j. Bundesanl.	2,33	2,70	2,50	2,30	2,30
10j. US-Treasuries	3,43	4,00	3,90	3,70	3,70

* 22.03.2023
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Aktien: Weiterhin attraktiv



- Die Angst vor einer erneuten Bankenkrise führte zwischenzeitlich zu deutlichen Kursverlusten
- Anders als bei der Lehman-Pleite scheinen die zuständigen Autoritäten gut vorbereitet zu sein
- Die ZEW-Konjunkturerwartungen haben im März einen kleinen Rückgang verzeichnet
- Die ohnehin verhaltene Anlegerstimmung hat sich abermals eingetrübt
- Durch die Korrektur hat sich die Bewertung reduziert. Der DAX notiert unter seinem fairen Wert
- Auf Sicht der kommenden Monate dürften sich Aktien wieder erholen

mr/ Die US-Leitindizes taten sich schon seit längerem schwer. Zuletzt wurde auch der Höhenflug der Euro-Indizes DAX und EURO STOXX 50 erst einmal gestoppt. Die Insolvenz der amerikanischen Silicon Valley Bank sowie die notwendige Rettung der Credit Suisse schürten **Ängste** vor einer erneuten **Finanzkrise** und sorgten nicht nur bei Finanztiteln zwischenzeitlich für zum Teil deutliche Kursabschläge.



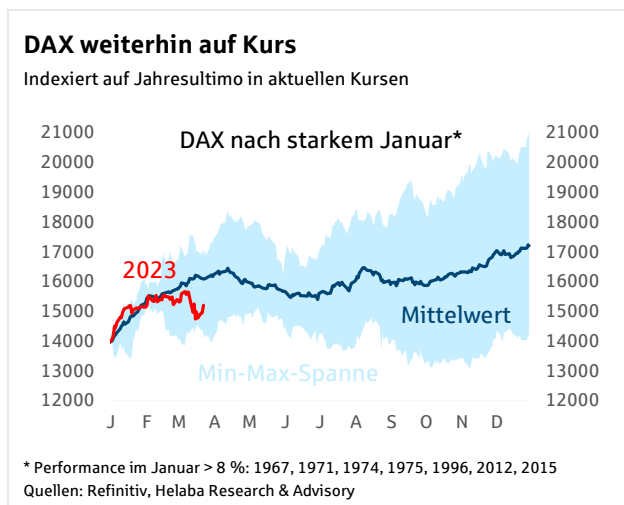
Anders als bei der Lehman-Pleite scheinen Notenbanken und Staat diesmal aber besser gewappnet zu sein. Die Situation an den Aktienmärkten hat sich zuletzt **bereits wieder beruhigt**. Es zeigt sich allerdings auch, dass die rasanten Zinserhöhungen Spuren hinterlassen, sowohl an den Finanzmärkten als auch in der Wirtschaft.

Die ersten **Konjunkturbarometer** des Euroraums für den Monat März – ZEW- und sentix-Konjunkturerwartungen – verzeichneten nach mehrmonatigem Anstieg **einen ersten Rücksetzer**. Generell ist der Anteil positiver Konjunkturüberraschungen im Euroraum – anders als in den USA – leicht rückläufig.

Die **Anlegerstimmung** hat sich ebenfalls **eingetrübt**. Ohnehin ist die seit Herbst 2022 laufende Erholung an den Aktienmärkten von einer ausgeprägten Skepsis begleitet. Dies- und jenseits des Atlantiks sind Aktien in den Portfolios unterrepräsentiert. Im Sinne der Kontraindikation ist dies allerdings als positiv zu bewerten. Eine alte Börsenregel besagt: „Bull markets climb a wall of worry; bear markets slide down a river of hope.“

Indexpunkte	aktuell*	Q2/23	Q3/23	Q4/23	Q1/24
DAX	15.216	16.000	16.500	16.000	16.100
Euro Stoxx 50	4.196	4.350	4.450	4.350	4.380
S&P 500	3.937	4.200	4.300	4.200	4.240

* 22.03.2023 Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory



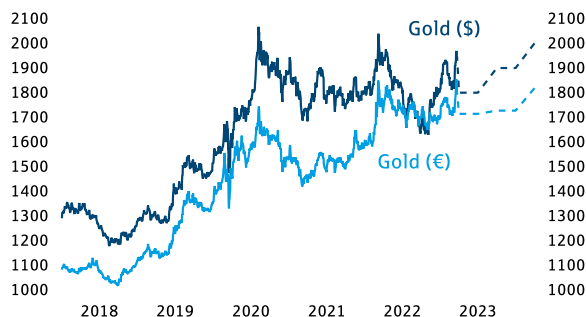
Für eine Fortsetzung der Erholung am Aktienmarkt spricht zudem die **moderate Bewertung**. Sie hat sich durch die Korrektur reduziert. Der EURO STOXX 50 bewegt sich gegenwärtig in der Mitte des langjährigen fairen Bewertungsbandes, der DAX sogar in der unteren Hälfte. Die Konsens-Gewinnschätzungen der Unternehmen für die kommenden zwölf Monate unterstellen dabei eine Stagnation der Nettoergebnisse. Vergleicht man dies mit früheren Zyklen, so zeigt sich, dass in den Gewinnprognosen bereits **einer Rezession Rechnung getragen** wurde. Daher sollten sich weitere Abwärtsrevisionen in Grenzen halten. Insgesamt halten wir gerade Euro-Aktien weiterhin für attraktiv und rechnen mit einer **Fortsetzung der Aufwärtsbewegung** an den Aktienmärkten.

Gold: Als Versicherungsschutz gefragt



- Gold profitiert stark in einem Umfeld hoher Risikoaversion
- Suche nach „safe haven“ treibt Edelmetall kurzfristig über 2.000 US-Dollar je Feinunze
- Hohe Volatilität an den Kapitalmärkten dürfte Nachfrage weiter begünstigen
- Mit Blick auf die Geldpolitik drohen Rückschläge für Gold

Gold: Kurzfristiger Sprung über 2.000 Dollar



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

cw/ Gold ist der große Profiteur der Unsicherheit im Bankensektor, die mit der Übernahme der Credit Suisse durch die UBS zunächst einen Höhepunkt erreicht hatte. An den Finanzmärkten führte dies zu einem heftigen Anstieg der Risikoaversion, so dass Anleger in sichere Häfen umschichteten. Seit verganginem Monat legte das Edelmetall in Dollarrechnung über 7 % zu (gut 6 ½ % in Euro) und erreichte kurz vor der Fusionsbekanntgabe einen Spitzenwert von 2.006 US-Dollar je Feinunze bzw. 1.885 Euro/Uz. Danach beruhigten sich die Gemüter der Anleger wieder. Gold gab bis 1.970 US-Dollar bzw. 1.826 Euro je Feinunze nach. Kurzfristig dürfte das Edelmetall weiter über 1.950 US-Dollar schwanken, mittelfristig aber

drohen Rückschläge. Schließlich ist das Dilemma der Notenbanken zwischen zu hoher Inflation und notwendigen Leitzinsanhebungen, was implizit den Druck im Bankensektor aufrechterhält, noch nicht gelöst. Fed-Zinssenkungen für dieses Jahr sind am Kapitalmarkt eingepreist, was sich als voreilig herausstellen sollte. Das wiederum kann bei Gold eine deutliche Kehrtwende auslösen.

Preis / Feinunze	aktuell*	Q2/23	Q3/23	Q4/23	Q1/24
Gold in Euro	1.815	1.714	1.727	1.727	1.818
Gold in US-Dollar	1.970	1.800	1.900	1.900	2.000

* 22.03.2023

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Rohöl: Tiefpunkt im ersten Halbjahr



- Bankenkrise trübt Ausblick und lastet auf Ölpreisen
- Unterstützung durch reduzierte Zinserwartungen bleibt aus
- US-Industrie meldet höhere Lagerbestände; OECD-Lager stabil trotz sinkender offizieller Bestände
- Wiederauffüllen der strategischen US-Reserven dürfte Öl-Nachfrage künftig stützen

Ölpreis mit erhöhter Verunsicherung unter Druck

USD/Barrel



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

ru/ Mit der Verunsicherung wegen der Bankturbulenzen sind nicht nur die Fed-Zinserwartungen gesunken und damit auch der Dollar – beides sind in der Regel Unterstützungsfaktoren für die Rohölnotierungen. Auch die Ölpreise selbst kamen zurück, weil sich die wirtschaftlichen Perspektiven eintrübten. Derweil stiegen die kommerziellen Lagerbestände in den USA und OECD-weit ist der Abbau der Lagerbestände zum Stillstand gekommen, obwohl die strategischen Reserven noch abnahmen, was auf eine ausreichende Versorgung des Marktes hinweist. Dabei gilt zu beachten, dass das Auffüllen der strategischen US-Reserven mittelfristig die Ölnachfrage stützen wird. Die Aussicht auf ein wieder anziehendes Wachstum in Europa im zweiten Halbjahr und positive Entwicklungen in China sollten zudem ein Gegengewicht zu den aktuellen Be-

lastungen darstellen. Per saldo rechnen wir daher mit einer Talsohle der Ölpreise bis zur Jahresmitte bei 78 USD pro Barrel. Zum Jahresende erwarten wir 89 USD/Barrel.

Preis / Barrel	aktuell*	Q2/23	Q3/23	Q4/23	Q1/24
Rohöl Brent	77	78	83	89	89

* 22.03.2023

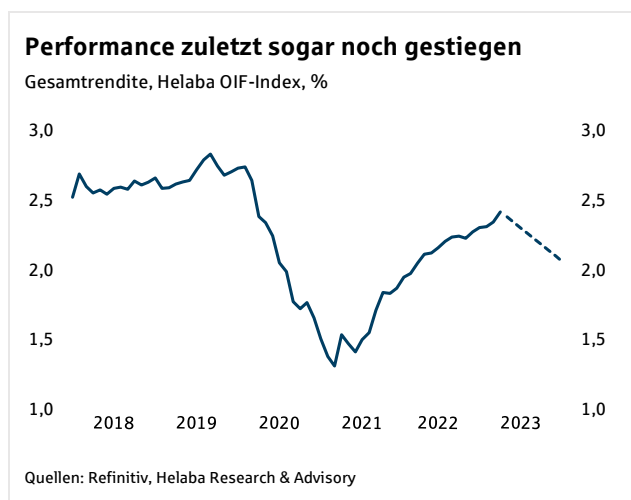
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Immobilien: Die Preise sinken



- Jahresperformance offener Immobilienfonds zuletzt mit 2,4 % sogar höher als in den Vormonaten
- Im Jahresverlauf aber Belastungen durch rückläufige Immobilienwerte in vielen Märkten erwartet
- Mittelzuflüsse offener Fonds im Januar von 557 Mio. Euro (-52 % unter Vorjahresmonat)
- Büromarkt durch solide Nachfrage und (dank Indexierung) steigende Mieten gestützt
- Preisrückgänge bei Einzelhandelsimmobilien zuletzt etwa doppelt so stark wie bei Büros
- Ende 2022 erstmals auch leicht sinkende Preise am deutschen Wohnungsmarkt

smi/ Die **Performance offener Immobilienfonds**, gemessen am „Helaba OIF-Index“, lag zuletzt mit 2,4 % trotz schwierigerem Umfeld höher als in den Monaten zuvor. Dazu dürfte beigetragen haben, dass die liquiden Mittel in den Portfolios nun wieder verzinst werden. Die Liquiditätsquote der Fonds liegt nach Angaben von Scope Analysis bei durchschnittlich 15 %.

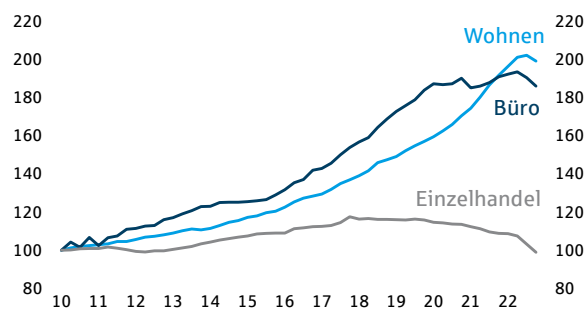


Allerdings sind **Belastungen durch mehr Abwertungen** absehbar – nicht nur in Deutschland, wo rund 37 % der Immobilien in den Portfolios beheimatet sind, sondern auch in anderen wichtigen Zielmärkten wie Frankreich, Großbritannien oder den USA. Auch wenn dieser Effekt durch teils weiter steigende Mieteinnahmen und eine noch stabile Vermietungsquote abgeschwächt wird, rechnen wir bis Jahresende mit einer etwas niedrigeren Gesamtrendite der Fonds von rund 2 %. Angesichts inzwischen attraktiverer festverzinslicher Kapitalanlagen werden die **Mittelzuflüsse überschaubar** bleiben. Sie lagen im Januar mit 557 Mio. Euro deutlich unter dem Niveau des Vorjahresmonats (-52 %).

Die jüngsten Daten des Pfandbriefverbands vdp für das vierte Quartal 2022 bestätigen die schwächere Entwicklung. Am **deutschen Büromarkt** stabilisieren zwar die weiter steigenden Mieten – dank solider Nachfrage nach guten Flächen in zentraler Lage und verbreiteter Indexierung Sie konnten aber nicht verhindern, dass die Kapitalwerte in diesem Segment in der zweiten Jahreshälfte um knapp 4 % gesunken sind. Deutlich stärker unter Druck waren **Einzelhandelsimmobilien**, wo die Kapitalwerte etwa doppelt so stark zurückgingen.

Preisrückgänge in allen Immobiliensegmenten

vdp Immobilienindex Deutschland, Kapitalwerte, Q1 20210 = 100



Auch für **selbstgenutztes Wohneigentum** wurde erstmals im Vorquartalsvergleich ein Rückgang ausgewiesen. Die Erschwinglichkeit von Wohneigentum ist durch die **höheren Finanzierungszinsen**, geringere Realeinkommen und hohe Baukosten gesunken, was zu einem kräftigen Rückgang bei neuen Baufinanzierungen geführt hat. Viele private Haushalte bleiben damit auf den Mietwohnungsmarkt angewiesen, wo die Nachfrage auch durch die hohe Zuwanderung weiter gestiegen ist. In der Folge hat sich der Mietanstieg sogar beschleunigt. Dagegen ist bei den Wohnimmobilienpreisen mit weiteren moderaten Rückgängen zu rechnen, bevor sich voraussichtlich in der zweiten Jahreshälfte die Marktakteure an das höhere Zinsniveau gewöhnen und wieder mehr Transaktionen stattfinden.

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

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

Devisen: Sichere Häfen gesucht



- US-Dollar wertete trotz gestiegener Risikoaversion ab, da Fed-Zinserwartungen zurückgingen
- US-Renditevorteil bleibt reduziert, zumal sich US-Konjunkturperspektiven verschlechtern
- Euro-Dollar-Kurs dürfte mittelfristig höher notieren, temporäre Rückschläge bleiben aber möglich
- Britisches Pfund zeigte sich sehr solide und könnte wegen freundlicherer Konjunktur zulegen
- Schweizer Franken nicht als Fluchtwährung gefragt, verlor wegen Credit Suisse aber auch kaum
- Japanischer Yen profitierte von sinkenden Renditen, benötigt aber Korrektur der BoJ-Politik

ca/ Die **Nervosität an den Finanzmärkten** angesichts der Probleme einiger Banken hinterließ auch am Devisenmarkt Spuren. Während hier ebenso **sichere Häfen gefragt** waren, konnte einer davon nicht wirklich profitieren: der US-Dollar. Seit die Schwierigkeiten der Silicon Valley Bank offenkundig wurden, zählt er per saldo zu den Verlierern. Allenfalls kurzzeitig rutschte der Euro-Dollar-Kurs auf 1,05. Insgesamt kletterte der Wechselkurs in Richtung 1,09 Dollar, wobei der Dollar wiederum zusätzlich unter ersten Entspannungssignalen litt. Ein Blick in die Vergangenheit könnte hilfreich sein: Im Zuge der sich 2007 ausbreitenden Finanzkrise wertete der Dollar zunächst einmal scharf ab – auf 1,60. Erst als nach der Lehman-Pleite 2008 die Krise weiter eskalierte, setzte angesichts einer massiven Dollar-Knappheit eine kräftige Aufwertung ein. Von solchen Extremszenarien sind wir derzeit weit entfernt.

Die Probleme im Bankensektor begannen klar in den USA. In der Eurozone sind bis dato keine Notlagen aufgetreten. Allerdings hätte ein – nun abgewendeter – Ausfall der Credit Suisse in Europa womöglich den größeren Schaden angerichtet. Die Sorgen um den Finanzsektor haben insbesondere in den USA die Zinserhöhungserwartungen gedämpft. Per saldo haben sie sich und damit die **Renditen zugunsten des Euro verschoben**, selbst wenn in der Eurozone die Renditen trotz einer weiteren EZB-Anhebung gesunken sind. Angesichts der zurzeit sehr hohen Volatilität müssen jüngste Zinsentwicklungen jedoch mit einer gewissen Vorsicht betrachtet werden.

Dollar als sicherer Hafen nicht gefragt – wie 2007?



* errechnet aus VIX, High-Yield Spreads, Gold-Kupfer-Verhältnis
Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Robuster Euro-Dollar-Kurs



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

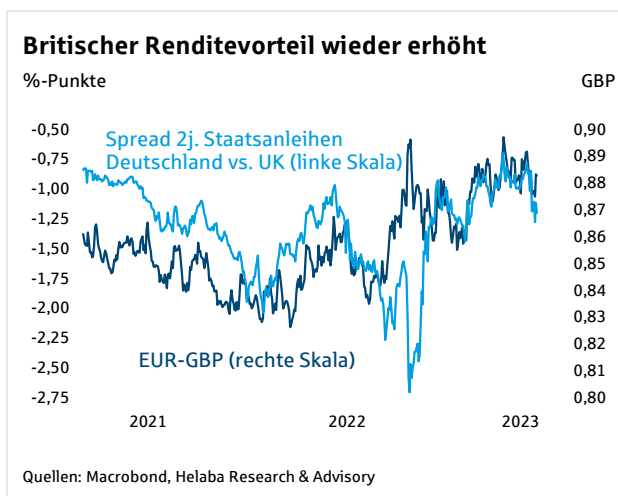
Der Konjunkturverlauf könnte eine nicht unwesentliche Rolle spielen. Denn die Anfang 2023 unerwartet robuste US-Wirtschaft hatte dem Dollar geholfen. Allerdings deuten einige gesunkene Stimmungsindikatoren auf eine **kommende Schwäche in den USA** hin. In der Eurozone, in der das Wachstum im Winterhalbjahr gelitten hat, dürfte es hingegen in den kommenden Monaten freundlicher werden. Dass die gestiegenen Zinsen die Wirtschaft in den USA stärker als in der Eurozone belasten, wäre keine Überraschung. Das große Problem in Europa, die hohen Energiepreise, mildert sich an den Terminmärkten immer weiter ab.

Damit spricht letztlich auch die Konjunktur dafür, dass der **US-Zinsvorteil geringer ausfallen** wird, was den

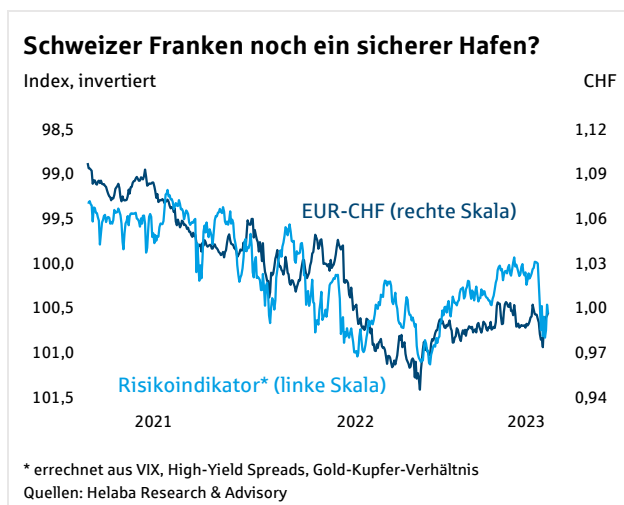
Dollar belasten dürfte. Sollte sich die Unsicherheit an den Märkten noch erheblich verschärfen, wäre es durchaus möglich, dass der US-Dollar temporär wieder als Fluchtwährung gefragt ist, weil z.B. Dollar-Schulden schleunigst beglichen werden müssen. Kurzfristig könnte auch eine straffere Fed-Politik noch helfen. Insgesamt dürfte aber auf Dauer der **Euro die Oberhand behalten** und der Euro-Dollar-Kurs im zweiten Halbjahr um 1,10 notieren.

Das **Britische Pfund neigte zuletzt zur Stärke**, was vor dem Hintergrund von Problemen im Finanzsektor zunächst einmal überrascht. Allerdings ließen die Gewinne wieder etwas nach. Zum einen sind britische Banken, jenseits von kleinen Auslandstöchtern in Großbritannien, nicht im Feuer. Zum anderen haben sich die geldpolitischen Erwartungen überall verschoben.

Das Pfund hatte zuvor abgewertet, da Fed und EZB die Zinserhöhungsperspektiven forcierten, während die Bank of England zögerlich reagierte. Letztere betonte eher die Konjunktursorgen, weshalb die Zinserwartungen in Großbritannien weniger stiegen. Mit den Marktturbulenzen wurde umgekehrt aber auch weniger ausgepreist, so dass **der Renditevorteil des Pfund gegenüber dem Euro zunahm**. Dies erklärt die Pfund-Gewinne, die jedoch mit wieder höheren EZB-Zinserwartungen unter Druck geraten. Allerdings gibt es für die Bank of England Grund, noch etwas mehr nachzulegen. Schließlich scheint die Rezession glimpflicher als befürchtet abzulaufen, der Arbeitsmarkt blieb bislang robust. Selbst der Inflationsrückgang war nur vorläufig. Dies könnte das Pfund auch mittelfristig stärken und der Euro-Pfund-Kurs auf 0,85 zurückgehen.



Krisenzeiten sind eigentlich das perfekte Umfeld für den Schweizer Franken, zumal wenn die Kapitalmarktrenditen wie zuletzt unter Druck geraten. Der Euro-Franken-Kurs notierte aber knapp unterhalb der Parität seitwärts, also nichts Halbes und nichts Ganzes. **Ob allerdings der Franken der perfekte sichere Hafen ist**, wenn eines der



Hauptprobleme aus der Schweiz kommt, **ist eine andere Frage**. Die Rettungspakete für die Credit Suisse bzw. dann UBS – in erster Linie staatliche Garantien – sind in dem Umfang wohl zu verkraften. Dass die fusionierte Bank mehr als doppelt so groß wie die Schweizer Wirtschaftsleistung sein wird, könnte aber manchen vorsichtig stimmen, denn eine schwere Notlage der Bank würde auch die reiche Schweiz allein überfordern. Der überdimensionierte Finanzsektor der Schweiz ist aber grundsätzlich nichts Neues.

Womöglich wird die Schweizer Notenbank angesichts der Bankprobleme behutsamer agieren, selbst wenn die Inflation jüngst etwas anzog. Auch wenn die SNB nach der Anhebung auf 1,50 % noch einen Schritt machen könnte, ist der **Renditenachteil gegenüber dem**

Euro so groß wie lange nicht mehr – bei zweijährigen Staatsanleihen wie zuletzt 2008. Selbst wenn die Notenbank den Franken durch den Abbau von Devisenreserven womöglich leicht stützt, spricht mittelfristig mehr für **Kurse oberhalb der Parität**.

Der **Japanischen Yen** war zuletzt der große Gewinner, gewissermaßen **als sicherster Hafen**. Die Währung war aber 2022 trotz hoher Nervosität lange Zeit der große Verlierer. Da diesmal die Probleme mit rückläufigen Renditen einhergingen, konnte die japanische Niedrigzinswährung aber aufwerten. Mit einer Normalisierung wird der Yen vermutlich erst einmal wieder unter Druck geraten, da sich dann der Zinsnachteil wieder ausweitet. Wichtig wird aber die japanische Geldpolitik. Unter dem neuen Notenbankchef Ueda könnte **die Zinskurvensteuerung gelockert oder sogar aufgehoben werden**. Dies würde dem Yen auch ohne die Fluchtwährungsfunktion helfen. Er dürfte dann gegenüber dem Euro und vor allem dem US-Dollar aufwerten.

gg. Euro	aktuell*	Q2/23	Q3/23	Q4/23	Q1/24
US-Dollar	1,09	1,05	1,10	1,10	1,10
Jap. Yen	143	142	142	140	140
Brit. Pfund	0,88	0,87	0,85	0,85	0,85
Schw. Franken	1,00	1,02	1,04	1,05	1,05

* 22.03.2023
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

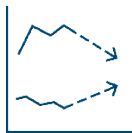


Prognosetabelle BIP und Inflation

	Bruttoinlandsprodukt				Verbraucherpreise			
	reale Veränderung gg. Vorjahr, %				Veränderung gg. Vorjahr, %			
	2021	2022	2023p	2024p	2021	2022	2023p	2024p
Eurozone	5,3	3,5	0,6	1,4	2,6	8,4	6,3	3,5
Deutschland	2,6	1,9	0,0	1,3	3,1	6,9	6,0	3,5
Frankreich	6,8	2,6	0,5	1,5	2,1	5,9	5,5	3,0
Italien	7,0	3,8	0,7	1,7	1,9	8,7	6,9	3,5
Spanien	5,5	5,5	1,0	2,0	3,0	8,3	4,3	3,5
Niederlande	4,9	4,3	-0,3	1,9	2,8	11,6	10,0	5,0
Österreich	4,7	5,0	0,7	1,5	2,8	8,6	7,3	3,0
Schweden	5,2	2,7	-0,8	1,4	2,2	8,4	8,8	2,8
Polen	6,7	5,2	0,7	3,0	5,1	14,4	12,6	5,5
Tschechien	3,5	2,4	-0,1	2,4	3,8	15,1	11,0	2,5
Ungarn	7,1	4,6	0,5	3,6	5,1	14,5	17,6	4,5
Großbritannien	7,6	4,0	-0,2	1,5	2,6	9,1	6,0	3,7
Schweiz	4,2	2,1	0,5	1,5	0,6	2,8	2,7	1,2
USA	5,9	2,1	1,0	1,5	4,7	8,0	4,0	2,8
Japan	2,2	1,0	0,7	1,0	-0,2	2,5	2,2	1,2
Asien ohne Japan	7,1	3,7	4,8	5,0	2,4	3,7	3,0	2,6
China	8,4	3,0	5,0	5,5	0,9	1,9	1,7	2,5
Indien*	8,9	6,9	5,6	5,5	5,1	6,7	5,7	4,5
Russland	5,6	-2,1	-2,0	2,2	6,7	15,0	8,5	6,0
Türkei	11,1	5,6	3,0	2,8	19,6	72,4	37,0	20,0
Lateinamerika**	7,0	3,7	1,1	2,4	10,3	14,9	14,3	8,9
Brasilien	4,6	2,9	1,0	2,3	8,3	9,0	5,0	3,5
Welt	6,3	3,1	2,6	3,3	3,8	7,2	5,4	3,5

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

Quellen: Macrobond, Refinitiv, Helaba Research & Advisory



Kapitalmarktprognosen

	Veränderung seit ...		aktueller Stand**	Helaba-Prognosen			
	31.12.2022	Vormonat*		Q2/2023	Q3/2023	Q4/2023	Q1/2024
Zinsen	Basispunkte		%				
EZB Refi-Satz	100	50	3,50	3,75	3,75	3,75	3,75
EZB Einlagenzins	100	50	3,00	3,25	3,25	3,25	3,25
Tagesgeldsatz €STR	101	50	2,90	3,25	3,25	3,25	3,25
3M Euribor	87	31	3,00	3,50	3,50	3,40	3,40
6M Euribor	52	2	3,21	3,55	3,55	3,45	3,45
2j. Bundesanleihen	-6	-21	2,71	3,00	2,80	2,80	2,50
5j. Bundesanleihen	-21	-18	2,37	2,75	2,65	2,55	2,45
10j. Bundesanleihen	-24	-15	2,33	2,70	2,50	2,30	2,30
2j. Swapsatz	0	-16	3,40	3,75	3,55	3,50	3,10
5j. Swapsatz	-14	-10	3,09	3,45	3,35	3,25	3,10
10j. Swapsatz	-22	-9	2,99	3,35	3,15	3,00	3,00
20j. Swapsatz	-15	-10	2,78	3,15	2,95	2,80	2,80
30j. Swapsatz	-10	-12	2,43	2,85	2,75	2,70	2,70
Fed Funds Target Rate	50	25	4,88	5,13	5,13	5,13	4,88
10j. US-Treasuries	-44	-44	3,43	4,00	3,90	3,70	3,70
Aktien	Landeswährung, %						
DAX	9,3	-1,7	15.216	16.000	16.500	16.000	16.100
Euro Stoxx 50	10,6	-1,5	4.196	4.350	4.450	4.350	4.380
Dow Jones	-3,4	-3,4	32.030	34.500	35.500	34.500	34.900
S&P 500	2,5	-1,9	3.937	4.200	4.300	4.200	4.240
Nikkei 225	5,3	1,3	27.467	28.500	29.000	28.500	28.800
Gold und Brentöl	%						
Gold €/Unze	6,5	5,5	1.815	1.714	1.727	1.727	1.818
Gold \$/Unze	8,0	8,1	1.970	1.800	1.900	1.900	2.000
Brentöl \$/Barrel	-10,7	-6,7	77	78	83	89	89
Devisen	jeweils gg. Euro, %		jeweils gg. Euro				
US-Dollar	-1,4	-2,4	1,09	1,05	1,10	1,10	1,10
Japanischer Yen	-1,6	0,0	143	142	142	140	140
Britisches Pfund	0,1	-0,3	0,88	0,87	0,85	0,85	0,85
Schweizer Franken	-0,6	-0,6	1,00	1,02	1,04	1,05	1,05

* 23.02.2023 ** 22.03.2023

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory



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

Wir sind für Sie da:

Themengebiete

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

Autoren/-innen

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

Durchwahl
069/9132-

Herausgeber und Redaktion

Helaba Research & Advisory

Redaktion:

Dr. Stefan Mitropoulos
Dr. Stefan Mütze

Verantwortlich:

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

Neue Mainzer Str. 52-58
60311 Frankfurt am Main
Tel. 069/91 32-20 24
Internet: <http://www.helaba.de>

Disclaimer

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



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