



- [Auf dem Radar](#)
- [Deutschland: Handlungsbedarf](#)
- [EZB demonstriert Entschlossenheit – Anleger zeigen Gelassenheit](#)
- [Großbritannien: Schwierig, aber besser als erwartet](#)

- [Finanzmarktkalender](#)
- [Prognosetabelle: BIP und Inflation](#)
- [Kapitalmarktprognosen](#)
- [Neues von Research & Advisory](#)



Auf dem Radar

cw/ Für die Kapitalmarktakteure ist das Ergebnis der geldpolitischen Mammut-Woche eindeutig: Ein Großteil der Zinsstrecke, den die Notenbanken im Kampf gegen die Inflation nehmen mussten, ist geschafft. Das Ende des globalen Zinserhöhungszyklus ist nahe – oder?

Die US-Notenbank hat ihr Leitzinsintervall um 25 Basispunkte auf 4,50 % bis 4,75 % angehoben. Zwar blieb im Statement der Hinweis auf die Notwendigkeit weiterer Zinserhöhungen erhalten, doch zeigte sich Fed-Chef Powell in der Pressekonferenz verhalten optimistisch. Der an den Finanzmärkten gehandelte Erwartung einer Zinswende im zweiten Halbjahr ist er nicht wirklich kraftvoll entgegengetreten. Zugleich wies er mehrfach auf den aktuellen Rückgang der Inflation hin. An den Märkten ist eine weitere Anhebung im März längst nicht ausgemacht.




Etwas forscher trat die Bank of England (S. 4) auf, die eine Zinspause in Aussicht stellte bzw. weitere Erhöhungen nur für den Fall einer Inflationsspirale signalisierte. Selbst die EZB (S. 3) schaffte es mit ihrem Zinsschritt von 50 Basispunkten, Zinseuphorie zu verbreiten. Obwohl sie viel später als Fed und BoE den Kampf gegen die Inflation aufgenommen hat, konnte sie den Bondmarkt nicht überzeugen, dass sie diesen Kampf auch nun länger ausfechten wird.

Die Zinsen dies- und jenseits des Atlantiks gaben kräftig nach. An den Aktienmärkten mündeten die geldpolitischen Entscheidungen in einem Kursfeuerwerk. Der deutsche Leitindex DAX schaffte temporär den Sprung über 15.500 Punkte – so hoch wie seit einem Jahr nicht mehr. Am US-Markt profitierten vor allem die zuletzt stark gebeutelten Technologiewerte. Der Nasdaq Composite Index legte seit seinem Tief Ende Dezember gut 20 % zu. Dabei ist der Startschuss von der Fed noch längst nicht gefallen.

Die Anleger setzen derzeit auf die beste aller Welten, ein Goldilock-Szenario. Darin gelingt es den Notenbanken mit ihren Zinserhöhungen, die Inflation zu bekämpfen, ohne die Volkswirtschaften in eine tiefe Rezession zu stürzen. Die jüngsten BIP-Daten aus den USA und Deutschland weisen zwar auf eine Schwächephase hin, die aber bei

Kapitalmärkte im Wochenrückblick



Zinsen/Renten in %: aktueller Stand*, Bp. gg. Vw

3M Euribor	2,54			7
10j. Bundesanleih.	2,08	-14		
10j. US-Treasuries	3,39	-10		





Aktien in Landeswährung: aktueller Stand*, % gg. Vw

DAX	15.509			2,5
Euro Stoxx 50	4.241			1,6
Dow Jones	34.054			0,3
Nikkei 225	27.402			0,1

Rohstoffe/Gold: aktueller Stand*, % gg. Vw

Gold \$/oz	1.912	-0,8		
Brentöl \$/bbl	82	-6,1		

Devisen jeweils gg. Euro: aktueller Stand*, % gg. Vw

US-Dollar	1,09	-0,4		
Jap. Yen	140			1,0
Brit. Pfund	0,89	-1,5		
Schw. Franken	1,00			0,5

*02.02.2023

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

weitem nicht den im vergangenen Jahr vorherrschenden Horrorszenarien entsprechen. Doch liegt in dieser Momentaufnahme auch das eigentliche Risiko. Die nachhaltige Bekämpfung der Inflation ist kein Kurzstrecken-, sondern ein Langstreckenlauf, dessen schwierigster Teil noch bevorsteht. Derzeit zeigt sich zwar ein gewisser Trend zur Disinflation, was insbesondere mit den rückläufigen Energiepreisen zusammenhängt. Doch was ist, wenn die Inflation wieder eine Kehrtwende macht? Insbesondere die Lohndynamik und den Preisdruck in der Kernrate gilt es im Auge zu behalten.

In der Berichtswoche ist Zeit für eine Atempause, nicht nur für Aktien, sondern auch für die Rentenmärkte. Deutschland veröffentlicht mit Verspätung die Verbraucherpreise für Januar. Ähnlich wie im Euroraum dürften hier die Preisbremsen bei Gas und Strom Wirkung zeigen. Für eine Entwarnung insbesondere mit Blick auf die Dynamik in der Kernrate ist es zu früh. Darüber hinaus gibt es auch mit den deutschen Auftragseingängen sowie der Industrieproduktion (S. 2) im Januar noch keinen Grund für eine konjunkturelle Entwarnung.



Deutschland: Handlungsbedarf

smü/ Die deutsche Industrie leidet unter einer massiven Wettbewerbsschwäche. Die Dezemberwerte für Aufträge und Produktion sollten immerhin positiv ausfallen.

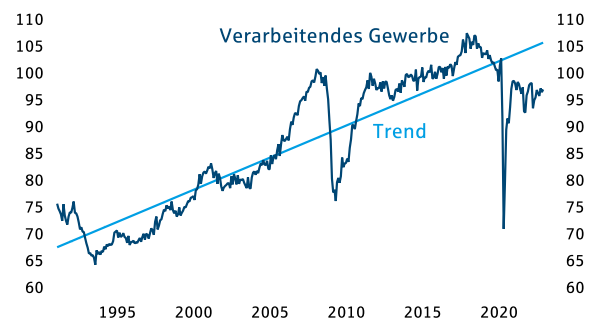
Das deutsche Verarbeitende Gewerbe hat seine Wertschöpfung am Beginn der Pandemie im Frühjahr 2020 drastisch einschränken müssen. Zwar kam es danach zu einem Aufholen. Trotzdem hat die Nettoproduktion das Vor-Corona-Niveau bislang nicht erreicht.

Ein Zeichen der Wettbewerbsschwäche des hiesigen Standortes: Die Energiekosten sind trotz jüngster Preisrückgänge immer noch deutlich höher als beispielsweise in den USA. Energieintensive Produktgruppen, z.B. Stahl, einzelne chemische Erzeugnisse, Zement oder Papier, weisen Produktionsrückgänge auf, die allein mit der schwachen Konjunktur nicht zu erklären sind. Auch bremsen bürokratische Hemmnisse, die es so in anderen Teilen der Welt nicht gibt. Der Arbeitskräftemangel aufgrund demografischer Faktoren dürfte künftig das Produktionspotenzial der deutschen Wirtschaft zusätzlich verringern.

Die Wirtschaftspolitik ist also in vielerlei Hinsicht gefordert. Konjunkturell besteht das Problem, dass die hohen Auftragsbestände allmählich abgebaut werden und gleichzeitig die Auftragseingänge deutlich zurückgegangen sind. Im Durchschnitt der Monate Oktober und November lagen sie um rund 11 % niedriger als im ersten Quartal 2022. Im Dezember sollte es allerdings nach dem starken Minus im November (-5,3 % gg. Vm.) zu einer Gegenbewegung kommen. Die Produktion wurde am Jahresende durch eine leicht gestiegene Automobilerzeugung gestützt. Auch vom Bau ist nach dem schwachen Vormonat mit einem Impuls zu rechnen, so dass die Erzeugung im produzierenden Gewerbe insgesamt leicht gestiegen sein sollte.

Beunruhigend!

Nettoproduktion, Index: 2015 = 100



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory



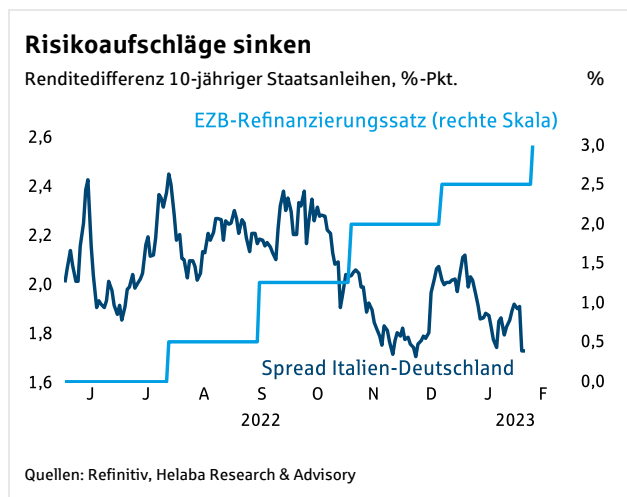
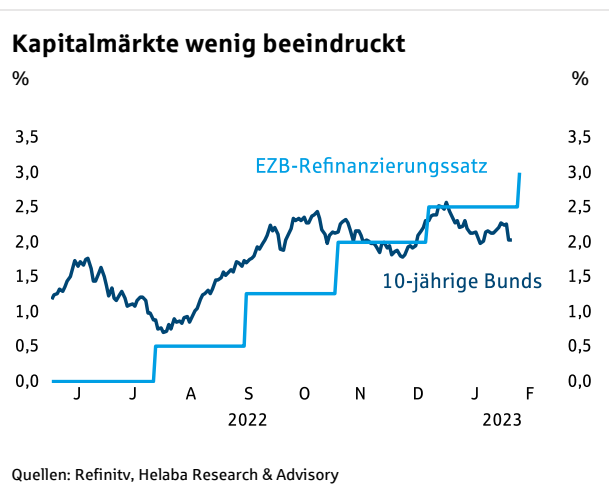
EZB demonstriert Entschlossenheit – Anleger zeigen Gelassenheit

Wie erwartet hat die EZB ihre Leitzinsen um 50 Basispunkte angehoben. Etwas überraschend war hingegen die klare Aussage, im März nochmals 50 Basispunkte nachzulegen.

Wie es dann im Zinszyklus weitergeht, wird ebenfalls in der März-Sitzung bekanntgegeben. Nimmt man aber die Reaktion der Kapitalmärkte als Indikator, sollte die Bewertung des EZB-Rats – insbesondere die Einschätzung der Inflationsentwicklung – eher freundlich ausfallen und die Notenbank eine Pause einlegen. Unter dem Eindruck des reduzierten Zinserhöhungstempos in den USA waren die Kapitalmarktzinsen bereits im Vorfeld der EZB-Entscheidung deutlich gesunken. Während der Pressekonzferenz von Christine Lagarde nahm die Abwärtsbewegung weiter an Fahrt auf. 10-jährige Bunds rutschten insgesamt von 2,3 % auf 2,1 %. Damit wächst die Differenz zwischen den Geldmarktsätzen und den Anleiherenditen weiter.

Die Hinweise von EZB-Chefin Christine Lagarde, die Leitzinsen für längere Zeit auf einem erhöhten Niveau zu halten, passt eigentlich nicht zu dieser Spreadsverengung. An den Märkten wird offenbar eher früher als später mit einem Richtungswechsel der großen Notenbanken gerechnet. Möglicherweise setzen die Investoren darauf, dass die EZB den Zinserhöhungskurs nicht zu weit treibt.

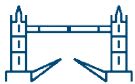
Im März soll der weitere geldpolitische Pfad vom EZB-Rat diskutiert und kommuniziert werden. Dabei dürfte den Beteiligten klar sein, dass sich ein Zinsniveau von 4 % vermutlich nicht so lange durchhalten lässt wie ein niedrigeres Zinsniveau.



Vielleicht gab es auch einen erneuten Kompromiss zwischen den Tauben und den Falken im EZB-Rat, so wie im Dezember. Damals wurde der von einigen Mitgliedern geforderte zweite große Zinsschritt um 75 Basispunkte abgewendet und zu 50er Schritten übergegangen. Als Gegenleistung gab es eine Garantie, diesen Weg länger durchzuhalten.

Vielleicht sieht der jüngste Ausgleich so aus: Die EZB hält weiter konsequent Kurs, um Entschlossenheit zu demonstrieren und größtmögliche geldpolitische Wirkung zu entfalten. Dies würde auch die jüngste Quasi-Zinsanhebung insgesamt um einen Prozentpunkt erklären. Im Gegenzug wird der Zinserhöhungskurs dann aus Sicht der Tauben rechtzeitig gestoppt, bevor die Risiken Überhand nehmen. Der sprunghafte Rückgang

der Renditen 10-jähriger italienischer Staatsanleihen um rund 40 Basispunkte im Zusammenhang mit der jüngsten Zinsentscheidung spricht ebenfalls für diese Annahme.



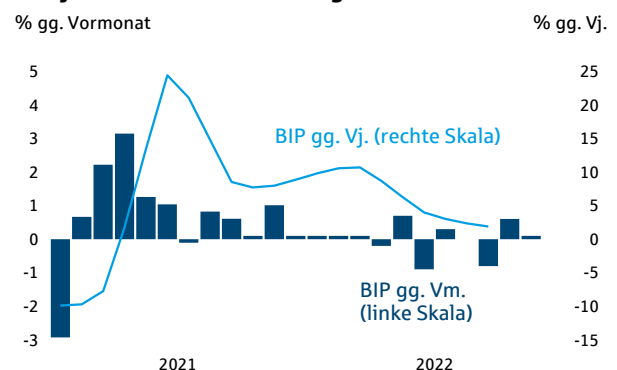
Großbritannien: Schwierig, aber besser als erwartet

ca/ Trotz einer prekären Lage zeigt sich die britische Konjunktur nicht so schlimm wie befürchtet. Ungeachtet ihres Pessimismus wird die Bank of England den Leitzins noch etwas anheben.

Im abgelaufenen Jahr wuchs die britische Wirtschaft um voraussichtlich 4,0 %, also mit einer vergleichsweise großen Rate. Dennoch war die Stimmung ziemlich mies – nicht nur wegen des Todes der Queen, anderer royaler Eskapaden, des Rücktritts von zwei Premierministern inklusive Regierungschao und der am Ende zweistelligen Inflation. Denn auch die konjunkturelle Dynamik zeigte steil nach unten. Nach einem sehr robusten Start brach das Wachstum ein, das dritte Quartal war bereits negativ. Die Sorgen vor einer tiefen Rezession wurden immer größer.

Ganz so schlimm kommt es aber vielleicht doch nicht. Das anstehende Bruttoinlandsprodukt für das vierte Quartal fällt keinesfalls katastrophal aus. Vermutlich hat die Wirtschaft stagniert, die Bank of England erwartet sogar ein marginales Plus. Darauf deuten die monatlichen BIP-Daten hin. Allerdings ist der Wert leicht nach oben verzerrt, da es im Vorquartal zusätzliche Feiertage wegen des Staatsbegräbnisses gab. Zudem stützten die staatlichen Hilfen (Gas- und Strompreisdeckel). Grundsätzlich geht der Trend schon nach unten, was u.a. rückläufige Einzelhandelsumsätze untermauern. So dürfte die britische Wirtschaft im aktuellen Quartal schrumpfen, zumal die laufenden Streiks im öffentlichen Dienst einen negativen Effekt haben. Die Stimmungsindikatoren bei den Unternehmen deuten jedoch nicht auf kräftige Rückgänge, manche drehten sogar bereits nach oben. Daher scheint die mutmaßliche Rezession weniger tief als befürchtet auszufallen. Unsere Prognose eines BIP-Rückgangs für 2023 von 1 % steht daher auf dem Prüfstand.

Konjunktureller Abschwung, aber kein Absturz

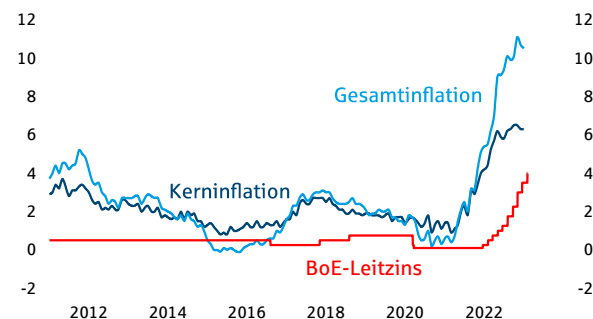


Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Die Bank of England hat nun ihre zuvor sehr pessimistische Prognose nach oben revidiert. Gleichwohl bleibt ihr Ton in Moll. Sie geht von fünf negativen BIP-Quartalen in Folge aus und im Anschluss gibt es zunächst keine nennenswerte Erholung. Ob dies realistisch ist, kann mit einem Fragezeichen versehen werden. So sollten sich die Realeinkommen der privaten Haushalte im zweiten Halbjahr erholen. Schließlich hat die Inflation ihren Zenit wohl erreicht und wird 2023 zurückgehen.

Inflation am Zenit, aber der Leitzins noch nicht

% bzw. % gg. Vorjahr



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Gemäß den Projektionen der Notenbank fällt die Teuerung in den Folgejahren sogar stärker als gewünscht, was eigentlich für Zinssenkungen spräche. Aber so ganz trauen die Währungshüter anscheinend ihren eigenen Prognosen nicht. Nach der Anhebung des Leitzinses um 50 Basispunkte auf 4,0 % wird die Bank of England wohl noch mindestens einen kleinen Schritt vornehmen. Vermutlich erhöht sie sogar auf 4,5 %, wenn die konjunkturelle Lage sich besser als von ihr erwartet entwickelt.

Das Britische Pfund hat gerade in den letzten Tagen nachgegeben, der Euro-Pfund-Kurs notiert über 0,89. Sollte die britische Notenbank ihren Ton in den nächsten Monaten anpassen, dürfte sich das Pfund aber fangen. Wenn die britische Wirtschaft im zweiten Halbjahr wieder wächst, könnte der Euro-Pfund-Kurs sogar bis auf 0,85 fallen.



Finanzmarktkalender

Zeit	Land	Periode	Indikator	Helaba-Prognose	Bloomberg Consensus	Vorperiode
Montag, 06.02.2023						
08:00	DE	Dez	Auftragseingänge		2,3	-5,3
			% gg. Vm., sb	2,0	k.A.	-11,1
			% gg. Vj., sb	-11,4		
11:00	EZ	Dez	Einzelhandelsumsätze		k.A.	0,8
			% gg. Vm., sb	-2,5	k.A.	-2,8
			% gg. Vj., sb	-2,6		
Dienstag, 07.02.2023						
08:00	DE	Dez	Industrieproduktion		-1,5	0,2
			% gg. Vm., sb	0,5	k.A.	-0,5
			% gg. Vj., sb	-0,6		
14:30	US	Dez	Handelsbilanzsaldo, Mrd. \$	-70,0	-68,5	-61,5
18:00	US		Fed-Präsident Powell			
20:00	US		Fed-Vize Barr			
Mittwoch, 08.02.2023						
15:15	US		New-York-Fed-Präsident Williams			
15:30	US		Fed-Gouverneurin Cook			
16:00	US		Fed-Vize Barr und Atlanta-Fed-Präsident Bostic			
18:30	US		Minneapolis-Fed-Präsident Kashkari			
19:45	US		Fed-Gouverneur Waller			
Donnerstag, 09.02.2023						
08:00	DE	Jan	Konsumentenpreise		1,2	-0,8
			% gg. Vm.	9,5	9,4	8,6
			% gg. Vm.			
14:30	US	04. Feb	Erstanträge auf Arbeitslosenunterstützung, Tsd	200	k.A.	183
Freitag, 10.02.2023						
08:00	DE	Dez	Leistungsbilanz, Mrd. €	19,0	k.A.	16,9
08:00	UK	Q4	BIP 1. Schätzung, % gg. Vq.	0,0	0,0	-0,3
16:00	US	Feb	Verbrauchervertrauen (UoM); vorl. Index	65,0	64,9	64,9
18:30	US		Fed-Gouverneur Waller			
22:00	US		Philadelphia-Fed-Präsident Harker			

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory



Prognosetabelle: BIP und Inflation

	Bruttoinlandsprodukt				Verbraucherpreise			
	reale Veränderung gg. Vorjahr, %				Veränderung gg. Vorjahr, %			
	2021	2022s	2023p	2024p	2021	2022s	2023p	2024p
Eurozone	5,3	3,5	0,6	1,4	2,6	8,4	6,0	3,5
Deutschland	2,6	1,9	0,0	1,3	3,1	7,9	6,0	3,5
Frankreich	6,8	2,6	0,5	1,5	2,1	5,9	4,8	3,0
Italien	6,7	3,9	0,7	1,7	1,9	8,7	6,9	3,5
Spanien	5,5	5,5	1,0	2,0	3,0	8,3	3,7	3,5
Niederlande	4,9	4,3	-0,3	1,9	2,8	12,0	10,0	5,0
Österreich	4,7	4,8	0,4	1,5	2,8	8,6	6,5	3,3
Schweden	4,8	2,4	-0,8	1,4	2,2	8,4	8,8	2,8
Polen	6,7	4,9	0,5	3,0	5,1	14,4	13,5	5,0
Tschechien	3,5	2,5	-0,5	2,7	3,8	15,1	9,4	3,6
Ungarn	7,1	4,7	0,2	3,6	5,1	14,5	17,2	4,3
Großbritannien	7,6	4,0	-1,0	1,5	2,6	9,0	6,5	3,7
Schweiz	4,2	2,0	0,5	1,6	0,6	2,8	2,0	1,3
USA	5,9	2,1	0,5	1,8	4,7	8,0	3,7	2,5
Japan	2,2	1,1	0,7	1,0	-0,2	2,5	1,9	1,0
Asien ohne Japan	7,0	3,9	4,6	5,6	2,4	3,7	3,0	2,6
China	8,4	3,0	4,5	6,5	0,9	1,9	2,0	2,5
Indien*	8,9	6,9	5,6	5,5	5,1	6,9	5,0	4,5
Russland	4,7	-3,8	-2,0	2,2	6,7	15,0	8,5	5,0
Türkei	11,1	3,5	3,0	2,8	19,6	48,0	20,0	13,0
Lateinamerika**	7,0	3,3	1,1	2,3	10,3	14,4	12,0	7,9
Brasilien	4,6	3,1	1,2	2,3	8,3	9,0	5,0	3,5
Welt	6,2	3,1	2,4	3,6	3,8	7,2	5,0	3,3

*Indien: Financial Year; ** Lateinamerika wegen Hyperinflation ohne Venezuela; p=Prognose, s=Schätzung; BIP-Wachstum soweit verfügbar kalenderbereinigt
 Quellen: Macrobond, Refinitiv, Helaba Research & Advisory



Kapitalmarktprognosen

	Veränderung seit ...		aktueller Stand**	Helaba-Prognosen			
	31.12.2022	Vorwoche*		Q1/2023	Q2/2023	Q3/2023	Q4/2023
Zinsen	Basispunkte		%				
EZB Refi-Satz	50	50	3,00	3,50	3,50	3,50	3,50
EZB Einlagenzins	50	50	2,50	3,00	3,00	3,00	3,00
Tagesgeldsatz €STR	1	0	1,90	2,95	3,00	3,00	3,00
3M Euribor	41	7	2,54	3,25	3,25	3,25	3,20
6M Euribor	34	11	3,03	3,35	3,30	3,30	3,25
2j. Bundesanleihen	-27	-9	2,50	2,80	2,80	2,50	2,30
5j. Bundesanleihen	-48	-14	2,10	2,75	2,75	2,50	2,30
10j. Bundesanleihen	-49	-14	2,08	2,60	2,70	2,50	2,30
2j. Swapsatz	-25	-8	3,14	3,65	3,55	3,25	3,00
5j. Swapsatz	-52	-15	2,72	3,45	3,45	3,20	3,00
10j. Swapsatz	-55	-15	2,65	3,25	3,35	3,15	3,00
20j. Swapsatz	-40	-11	2,53	2,60	2,80	2,85	2,75
30j. Swapsatz	-33	-9	2,21	2,65	2,85	2,75	2,70
Fed Funds Target Rate	25	25	4,63	4,88	4,88	4,88	4,88
10j. US-Treasuries	-48	-10	3,39	3,90	4,00	3,90	3,70
Aktien	Landeswährung, %						
DAX	11,4	2,5	15.509	14.000	15.000	15.500	16.000
Euro Stoxx 50	11,8	1,6	4.241	3.850	4.100	4.150	4.200
Dow Jones	2,7	0,3	34.054	34.000	36.000	36.500	37.000
S&P 500	8,9	2,9	4.180	3.900	4.200	4.300	4.400
Nikkei 225	5,0	0,1	27.402	26.500	28.000	29.000	30.000
Gold und Brentöl	%						
Gold €/Unze	2,9	-1,1	1.753	1.714	1.714	1.727	1.727
Gold \$/Unze	4,8	-0,8	1.912	1.800	1.800	1.900	1.900
Brentöl \$/Barrel	-4,4	-6,1	82	78	83	87	89
Devisen	jeweils gg. Euro, %		jeweils gg. Euro				
US-Dollar	-1,9	-0,4	1,09	1,05	1,05	1,10	1,10
Japanischer Yen	0,2	1,0	140	145	142	142	140
Britisches Pfund	-0,6	-1,5	0,89	0,88	0,87	0,85	0,85
Schweizer Franken	-0,7	0,5	1,00	1,00	1,02	1,04	1,05

* 26.01.2023 ** 02.02.2023

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory



Neues von Research & Advisory

Links zu kürzlich erschienenen Analysen

→ [Im Fokus: Kanadischer Dollar - Kein Krisenprofiteur](#)

→ [Im Fokus: Corporate Schuldschein – Wachsende Vielfalt schafft neue Handlungsoptionen](#)

Wir sind für Sie da:

Themengebiete	Autoren/-innen	Durchwahl 069/9132-
Chefvolkswirtin/Head of Research & Advisory	Dr. Gertrud R. Traud (gt)	20 24
Rentenstrategie	Ulf Krauss (uk)	47 28
Aktienstrategie	Markus Reinwand (mr), CFA	47 23
Devisenstrategie, Großbritannien	Christian Apelt (ca), CFA	47 26
Gold	Claudia Windt (cw)	25 00
Immobilien	Dr. Stefan Mitropoulos (smi)	46 19
Rohöl	Ralf Umlauf (ru)	11 19
Pfandbriefe, Covered Bonds	Sabrina Miehs (sam), CESGA	48 90
	Christian Schmidt (cs)	23 88
Unternehmensanleihen	Ulrich Kirschner (uki), CFA	28 39
Bankanleihen	Dr. Susanne Knips (sk)	32 11
Deutschland, Eurozone, Branchen	Dr. Stefan Mütze (smü)	38 50
USA, China	Patrick Franke (pf)	47 38
Nordeuropa, Zentraleuropa	Marion Dezenter (md)	28 41
Emerging Markets	Patrick Heinisch (ph)	74 27
	Viola Julien (vj)	20 32
Finanzplatz Frankfurt	Ulrike Bischoff (ub)	52 56
Regionalanalyse, öffentl. Haushalte	Barbara Bahadori (bb)	24 46

Herausgeber und Redaktion

Helaba Research & Advisory

Redaktion:

Dr. Stefan Mitropoulos

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/>