



Economic Research KOMPAKT

Eine Prise Hoffnung

3. November 2022

Dr. Alexander Krüger
+49 211 4952-187
alexander.krueger@hal-privatbank.com

Dr. Bastian Hepperle
+49 211 4952-615
bastian.hepperle@hal-privatbank.com

Sonderfaktoren begünstigen
das BIP-Wachstum zuletzt
vielerorts

Global lasten viele Unwägbar-
keiten auf dem Konjunktur-
geschehen

Trotz kleinerer Lichtblicke halten wir unsere Konjunkturskepsis aufrecht. Für das Winterhalbjahr 2022/23 stehen weiter rezessive Tendenzen auf dem Zettel. Wegen der sich zuletzt zögerlich gebenden EZB haben wir Renditeprognosen für 10-jährige Bunds leicht gesenkt.

In unserer monatlichen Prognoserunde haben wir vereinzelte Lichtblicke für unser Konjunkturbild festgehalten. So lagen vor allem in den Problemzonen Lieferketten und Energiepreise zuletzt erfreuliche Entwicklungen vor, etwa weniger Staus vor wichtigen Seehäfen in China und den USA sowie merkliche Preisrückgänge bei Gas und Strom in Europa. Es ist aber zu früh, hier eine nachhaltige Trendwende schon auszurufen. Insbesondere das bereits teuer eingekaufte Gas wird in Europa auch zum Einkaufspreis verkauft werden, sodass der Verbraucherblick ins Portmonee wohl noch lange Schmerzen dürfte. Die Zeit, prognoseseitig weniger pessimistisch für den Privatkonsum zu sein, ist unseres Erachtens nicht gekommen.

Lage besser als Stimmung?

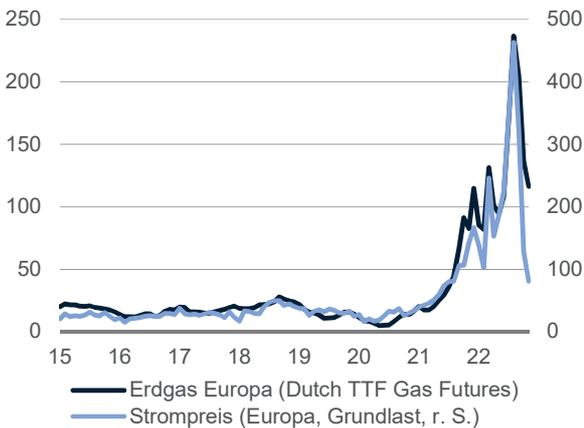
Erstmals seit Langem bestimmte unsere Runde die Frage, ob die aktuelle Lage nicht besser als die Stimmung ist. Viele Stimmungsindikatoren lagen zwar auch im Oktober auf tiefen Niveaus, Hoffnungssignale für die Konjunktur senden sie von dort weiter nicht. Ferner deuten die Einkaufsmanagerindizes für die Volksrepublik China auf mehr Sand im Konjunkturgetriebe hin. Trotz mieser Stimmung ist das BIP in den drei großen Währungsräumen China, Euroraum und USA im dritten Quartal 2022 aber gewachsen. Davon, dass die Lage deshalb besser als die Stimmung sein soll, sind wir aufgrund von Sondereffekten jedoch nicht überzeugt. In China ging es vor allem wegen des Endes strenger Lockdowns aufwärts, und in den USA schoben rückläufige Importe und über ihren Verhältnissen lebende Verbraucher das BIP-Wachstum an. Hier wurde Konsum aus Ersparnissen und über Kredite finanziert. Beides dürfte sich so nicht wiederholen. Für den Euroraum ist dagegen schon jetzt eine gemessen an Stimmungsindikatoren besser als erwartet ausgefallene Entwicklung festzustellen, die in Deutschland vor allem auf die Privathaushalte zurückgeht. Der Euroraum könnte sich also in einer negativen Stimmungsblase befinden. Unsere Erwartungen an die Tiefe der von uns für das Winterhalbjahr 2022/23 prognostizierten Rezession haben wir deshalb etwas zurückgeschraubt. In konjunktureller Hinsicht scheint das positive Überraschungspotenzial im Euroraum größer zu sein als anderswo.

Die weltwirtschaftlichen Risiken bleiben groß, nicht nur geopolitisch. So hat der Parteitag in China nicht die erhoffte Lockerung bei der Null-COVID-Strategie gebracht. Bei erneuten Corona-Ausbrüchen drohen damit neue Produktionsrückschläge rund um den Globus. Die Lieferung von Material und Vorprodukten bleibt also unzuverlässig. Zudem besteht die Gefahr, dass sich die Preisüberwälzungsspirale schon in der kurzen Frist stärker dreht als wir das erwarten. In Deutschland lässt sich für private Haushalte und Unternehmen zudem weiterhin schwer abschätzen, wie kräftig sich geplante Entlastungsmaßnahmen wie die Gas- und Strompreisbremse tatsächlich auswirken. Für den Moment halten wir es für wahrscheinlich, dass Mittel von privaten Haushalten erst einmal zurückgelegt werden und eine erhöhte Unsicherheit auf Investitionsplänen von Unternehmen lasten wird. Risiken drohen zudem aus den Schwellenländern: Das mittlerweile auch dort höhere allgemeine Zinsniveau und die US-\$-Stärke könnten deren Schuldentragfähigkeit stärker in Mitleidenschaft ziehen als angenommen. Da wir für die globale Konjunkturlage ohnehin bereits rezessive

Tendenzen erwarten, steht die Weltwirtschaft weiterhin unter keinem guten Stern. Ohne die Materialisierung der genannten Risiken rechnen wir ebenso mit einer zunehmenden Wachstumsdynamik erst für das zweite Halbjahr 2023.

Kurzes Intermezzo oder Trendwende?

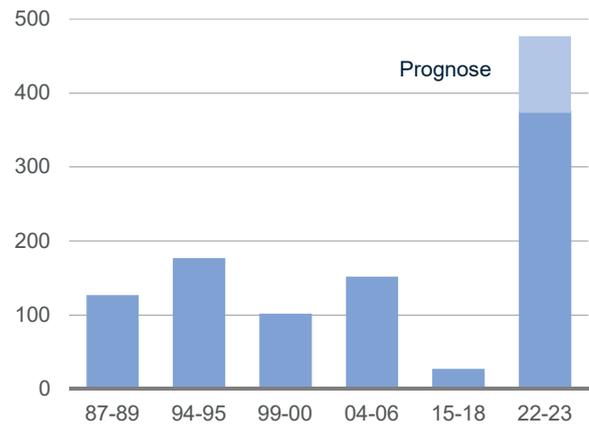
Energiepreise (Europa, EUR/MWh)



Quelle: Refinitiv Datastream

US-Leitzins wird noch weiter steigen

Leitzinserhöhungen (USA, kumuliert, Basispunkte)



Quelle: Refinitiv Datastream. Prognose Hauk Aufhäuser Lampe

3M-Renditeprognose für
10-jährige Bundesanleihen
leicht gesenkt

Staatsanleihen bleiben unter Druck

Wenngleich für die USA vorsichtige Anzeichen für einen überwundenen Inflationsgipfel bestehen, scheint es im Euroraum nach oben weiter kein Halten zu geben. Für diesen erwarten wir unverändert eine weiter steigende Kerninflation. Dass die EZB jüngst gerade vor diesem Hintergrund hinsichtlich einer strengen Inflationsbekämpfung zurückgerudert ist und die Konjunkturaussichten stärker gewichtet, ist daher kaum verständlich. Auch wenn wir weiter Leitzinserhöhungen nach der Vorschlaghammer-Methode für notwendig halten, hatten wir unsere Erwartung an den Leitzinsgipfel hier bereits auf 3,00 % für März 2023 gesenkt.¹ Für den Staatsanleihe Markt erzeugt dies weniger Druck, weshalb unsere Renditeprognose für 10-jährige Bundesanleihen auf 3M-Sicht nun etwas tiefer ist. Da die Fed leitzinsseitig unbeirrt ihren Weg gehen dürfte und negative Vorgaben vom Treasury-Markt in der Regel auf EWU-Staatsanleihen ausstrahlen, sind unsere Anpassungen geringer ausgefallen, als sie es eigentlich hätten sein können. In jedem Fall aber verbleiben die Renditen im Prognosezeitraum auf höheren Niveaus, auch, weil die EZB ab dem Frühjahr 2023 ihre Bilanz wohl schrumpfen wird. Nach der Beruhigung des Politik-Chaos in Großbritannien haben wir unsere Prognose für 10-jährige Gilts deutlich gesenkt.

EUR–USD weiter bei der Parität

Der prognoseseitig gestiegene Zinsvorteil der USA gegenüber dem Euroraum festigt unsere Sicht, dass ein nachhaltiger Ausbruch von EUR–USD über die Parität vorerst wenig wahrscheinlich ist. Erst mit dem für das Frühjahr in Aussicht stehenden US-Leitzinsgipfel wird voraussichtlich ein wichtiger Impuls für den Wechselkurs entfallen. Auch das höhere konjunkturelle Aufholpotenzial des Euroraums ermöglicht dann den Blick auf höhere Kurse. Da das hohe Sicherheitsbedürfnis vieler Investoren jedoch anhalten dürfte, trauen wir EUR aber allenfalls eine vorübergehend bessere Entwicklung zu. So ist der Mangel an innerer Währungsstärke von der Parlamentswahl in Italien weiter unterstrichen worden. Wachsende politische Spannungen sehen wir für die nächsten Monate zudem auf der Berlin-Paris-Achse. Dass die Uneinigkeit hier gerade in Krisenzeiten zunimmt, ist ein schlechtes Zeichen.

¹ Vgl. unser Economic Research AKTUELL „EZB bekommt kalte Füße“ vom 27.10.2022.

Prognosen

Wachstum und Inflation	Bruttoinlandsprodukt				Verbraucherpreise				
	% zum Vorjahr	2020	2021	2022P	2023P	2020	2021	2022P	2023P
Welt	-3,0	6,1	2,8	2,0					
Euroraum	-6,3	5,3	3,2	0,3	0,3	2,6	8,6	7,0	
Deutschland	-4,1	2,6	1,7	0,0	0,5	3,1	8,2	6,5	
Frankreich	-7,9	6,8	2,5	0,4	0,5	2,1	6,0	4,7	
Italien	-9,1	6,7	3,8	0,5	-0,1	1,9	8,7	8,6	
Spanien	-11,3	5,5	4,6	0,8	-0,3	3,0	8,5	5,1	
Großbritannien	-11,0	7,5	4,4	0,0	0,9	2,6	9,3	7,3	
Schweiz	-2,5	4,2	2,1	0,5	-0,7	0,6	3,0	1,8	
USA	-2,8	5,9	1,7	-0,6	1,3	4,7	8,0	3,5	
China	2,2	8,1	3,0	4,5	2,5	0,9	2,1	2,3	
Japan	-4,6	1,7	1,6	1,3	0,0	-0,2	2,4	1,8	

Quelle: Refinitiv Datastream. 2022P/23P: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe

Zinsen und Renditen (%)	02.11.2022	+3 Monate	+6 Monate	+12 Monate
USA				
Federal Funds Rate (oberer Zielspannenwert)	4,00	4,75	5,00	4,50
3-Monats-Libor*	4,46	4,90	5,10	4,30
10-jährige Treasury	4,06	4,50	4,30	3,80
Euroraum				
Hauptrefinanzierungssatz	2,00	2,75	3,00	3,00
Einlagesatz	1,50	2,25	2,50	2,50
3-Monats-Euribor	1,73	2,50	2,75	2,75
10-jährige Bundesanleihe	2,14	2,30	2,30	2,00
Großbritannien				
Reposatz (Stand 03.11.2022)	3,00	4,00	4,25	4,00
3-Monats-Libor	3,36	4,40	4,30	4,10
10-jährige Gilt	3,40	4,00	3,70	3,20
Schweiz				
Zielsatz 3-Monats-Libor	0,50	1,25	2,00	2,00
SARON-Tagesgeldsatz	0,47	1,10	1,90	1,90
10-jährige Eidgenössische	1,15	1,40	1,50	1,30

Quelle: Refinitiv Datastream. Monate: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe

* Zu beachten ist der ICE-Disclaimer im Abschnitt „Wichtige Hinweise“

Aktienmarkt	02.11.2022	31.12.2022
DAX	13.257	12.800

Quelle: Refinitiv Datastream. 31.12.2022: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe

Währungen	02.11.2022	+3 Monate	+6 Monate	+12 Monate
EUR-USD	0,99	0,97	0,97	1,00
EUR-GBP	0,86	0,87	0,85	0,85
EUR-CHF	0,99	0,97	0,99	1,02
EUR-JPY	145,75	140,00	135,00	135,00

Quelle: Refinitiv Datastream. Monate: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe

Erläuterungen

Abkürzung	Erklärung	Abkürzung	Erklärung
3M, 6M, 12M	3 Monate, 6 Monate, 12 Monate	GBP	Britisches Pfund
BIP	Bruttoinlandsprodukt	HVPI	Harmonisierter Verbraucherpreisindex
CHF	Schweizer Franken	JPY	Japanischer Yen
DAX	Deutscher Aktienindex	MWh	Megawatt-Stunde
EUR	Euro als Währung	R. Skala / r. S.	Rechte Skala
EWU	Europäische Währungsunion	SARON	Swiss Average Rate Overnight
EZB	Europäische Zentralbank	USD	US-Dollar als Währung
Fed	Federal Reserve Bank (US-Notenbank)		

Begriff	Erklärung
Basispunkt	Ein Hundertstel eines Prozentpunktes
Bruttoinlandsprodukt	Gesamtwert aller von einer Volkswirtschaft in einem bestimmten Zeitraum erstellten Waren und Dienstleistungen, soweit diese nicht als Vorleistungen für die Produktion anderer Waren und Dienstleistungen verwendet werden
Dutch TTF Gas Futures	Europäischer Terminmarkt-Gaspreis Dutch TTF
Einkaufsmanagerindex	Ein auf Basis der Befragung so genannter Einkaufsmanager gewonnener Konjunkturindikator, der einen Überblick über die wirtschaftliche Lage im Verarbeitenden bzw. Nicht-verarbeitenden Gewerbe (Dienstleistungssektor) gibt. Ein Wert von unter (über) 50 Punkten deutet auf eine schrumpfende (zunehmende) Geschäftstätigkeit hin
Einlagesatz	Geldpolitisches Instrument. Er bezieht sich auf die von einer Notenbank gezahlte Verzinsung für Guthaben, die von Geschäftsbanken bei ihr angelegt werden
Euribor	Referenzzinssatz für Termingelder am Euro-Geldmarkt, den Geschäftsbanken miteinander vereinbaren. Er bezieht sich auf Laufzeiten bis zu zwölf Monaten
Federal Funds (Target) Rate	Leitzins der US-Notenbank. Hier als oberer Rand des von der US-Notenbank angestrebten Zielkorridors für den Tageszinssatz verstanden, zu dem sich US-Banken untereinander Kredite zur Deckung der Mindestreserveverpflichtungen zur Verfügung stellen
Harmonisierter Verbraucherpreisindex	Einheitlicher Maßstab zur Messung der Inflation in den Mitgliedstaaten der Europäischen Währungsunion
Hauptrefinanzierungssatz	Zinssatz, den Geschäftsbanken zahlen, wenn sie sich Geld von der Europäischen Zentralbank leihen. Der Hauptrefinanzierungssatz ist der wichtigste Zinssatz zur Steuerung des geldpolitischen Kurses
Inflation	Allgemeine und anhaltende Steigerung des Preisniveaus bei Gütern und Dienstleistungen
Inflationsrate	Veränderung der Verbraucherpreise, die in der Regel gegenüber dem Vormonat und dem Vorjahr ermittelt wird
Kern-Inflationsrate	Veränderung der Verbraucherpreise ohne die Berücksichtigung der Preise von Energie und Nahrungsmittel. Mitunter werden auch Alkohol und Tabak nicht berücksichtigt
Kumulieren	Hier im Sinne von zusammengerechnet, summiert
Leitzins	Zentrales Element, mit dem eine Notenbank ihre Geldpolitik steuert.
Libor	London Interbank Offered Rate. Wichtiger Referenzzinssatz im internationalen Interbankengeschäft
Notenbank	Eine Notenbank ist eine eigenständige Institution, die mit der Durchführung der Geldpolitik betraut ist. Bei unterschiedlichen Unabhängigkeitsgraden gegenüber dem Staat zielt ihr Wirken zumeist auf die Höhe eines bestimmten Beschäftigungsgrades und/oder auf die Wahrung einer festgelegten Preisniveaustabilität ab
Parität	Hier als Austauschverhältnis zwischen zwei Währungen bei einem Wert von 1,0 verstanden
Rendite	Ertrag einer Kapitalanlage. Sie wird für ein Jahr für die Restlaufzeit einer z. B. 10-jährigen Anleihe berechnet und in Prozent ausgedrückt
Reposatz	Zinssatz bei einem Finanzierungsgeschäft, der beim Verkauf eines Wertpapiers und gleichzeitigem Rückkauf vereinbart wird

Rezession	Eine der vier Phasen im Konjunkturzyklus einer Volkswirtschaft, in der wichtige Konjunkturindikatoren sich stark zurückbilden und die gesamtwirtschaftliche Wirtschaftsleistung schrumpft
Staatsanleihe/Staatstitel	Schuldverschreibungen des jeweiligen Staates mit unterschiedlichen Laufzeiten. Hierzu zählen u. a. deutsche Bundesanleihen, britische Gilts, US-amerikanische Treasuries und Eurobonds
Stimmungsindikatoren	Überwiegend aus Umfragen berechnet. Hierzu zählen insbesondere die Einschätzungen der Einkaufsmanager und der ifo-Geschäftsklimaindex
Verbraucherpreisindex	Messung der durchschnittlichen Preisentwicklung von Waren und Dienstleistungen

Quelle: Hauck Aufhäuser Lampe

Wichtige Hinweise

Haftungserklärung

Die Angaben in dieser Studie basieren auf öffentlichen Informationsquellen, die der Verfasser bzw. die Verfasser als zuverlässig erachtet / erachten. Weder die Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG noch ihre verbundenen Unternehmen noch die gesetzlichen Vertreter, Aufsichtsratsmitglieder und Mitarbeiter dieser Unternehmen übernehmen eine Gewähr für die Richtigkeit der Angaben, deren Vollständigkeit und Genauigkeit. Alle in dieser Studie geäußerten Meinungen und Bewertungen geben allein die Einschätzung desjenigen Verfassers / derjenigen Verfasser, der / die diese Studie erstellt hat / haben, zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder, die nicht notwendigerweise den Meinungen und Bewertungen anderer Geschäftsbereiche der Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG oder ihrer verbundenen Unternehmen entsprechen. Alle Meinungen und Bewertungen können jederzeit ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Sie können auch von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden.

Diese Studie richtet sich ausschließlich an Personen mit Geschäftssitz in der Europäischen Union sowie der Schweiz und Liechtenstein, denen die Bank sie willentlich zur Verfügung gestellt hat. Die Inhalte dienen ausschließlich Informationszwecken und sind nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten zu verstehen.

Die Erstellung und Verbreitung dieser Studie untersteht dem Recht der Bundesrepublik Deutschland. Ihre Verbreitung in anderen Jurisdiktionen kann durch dort geltende Gesetze oder sonstige rechtliche Bestimmungen beschränkt sein. Personen mit Sitz außerhalb der Bundesrepublik Deutschland, in deren Besitz diese Studie gelangt, müssen sich selbst über etwaige für sie gültige Beschränkungen unterrichten und diese befolgen. Ihnen wird empfohlen, mit den Stellen ihres Landes, die für die Überwachung von Finanzinstrumenten und von Märkten, an denen Finanzinstrumente gehandelt werden, zuständig sind, Kontakt aufzunehmen, um in Erfahrung zu bringen, ob Erwerbsbeschränkungen bezüglich der Finanzinstrumente, auf die sich diese Studie bezieht, für sie bestehen. Diese Studie darf weder vollständig noch teilweise nachgedruckt oder in ein Informationssystem übertragen oder auf irgendeine Weise gespeichert werden, und zwar weder elektronisch, mechanisch, per Fotokopie noch auf andere Weise, außer im Falle der vorherigen schriftlichen Genehmigung durch die Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG.

ICE Benchmark Administration Limited Disclaimer

ICE Benchmark Administration Limited makes no warranty, express or implied, either as to results to be obtained from the use of ICE Libor and / or the figure at which ICE Libor stands at any particular time on any particular day or otherwise. ICE Benchmark Administration Limited makes no express or implied warranties of merchantability or fitness for a particular purpose in respect of any use of ICE Libor.

Die folgende deutsche Fassung des ICE Benchmark Administration Limited Disclaimers dient nur der Information des Lesers. Im Falle von Abweichungen zwischen der englischen und der deutschen Fassung gilt daher nur die englische Fassung:

ICE Benchmark Administration Limited übernimmt weder ausdrücklich noch konkludent eine Garantie für die durch die Nutzung von ICE Libor erzielten Ergebnisse und/oder den Wert, den ICE Libor zu einem speziellen Zeitpunkt, einem speziellen Tag oder anderweitig aufweist. ICE Benchmark Administration Limited übernimmt hinsichtlich der Nutzung von ICE Libor weder ausdrücklich noch konkludent Garantien für die Marktfähigkeit oder Eignung zu einem speziellen Zweck.

Herausgeber dieser Studie ist die Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG, Kaiserstraße 24, 60311 Frankfurt am Main, eingetragen im Handelsregister bei dem Amtsgericht Frankfurt unter der Nummer HRB 108617. Die Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG verfügt über eine Erlaubnis zur Erbringung von Bankgeschäften und Finanzdienstleistungen und unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn, Marie-Curie-Straße 24–28, 60439 Frankfurt am Main, Deutschland.

Verantwortlicher Redakteur und Ansprechpartner ist:

Dr. Alexander Krüger
 Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG
 Economic Research
 Schwannstraße 10
 40476 Düsseldorf
 alexander.krueger@hal-privatbank.com
 Telefon +49 211 4952-187
 Telefax +49 211 4952-494