



Economic Research KOMPAKT

Notenbanken warten ab

10. Januar 2024

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

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

Weltwirtschaft im Griff
geopolitischer Dissonanzen

Zäher Rückgang von Inflations-
raten weiter im Blick, ...

... der eine vorerst passive
Rolle an Notenbanken vergibt

US-Vorwahlen: Viel Aufregung
um wenig

Die jüngsten Daten stützen unsere defensive Wachstumssicht. Markante Konjunkturrisiken sehen wir weiter für Deutschland. Der Inflationsrückzug ist zuletzt zwar ins Stocken geraten, er dürfte sich ab Februar aber fortsetzen. Da hierüber zunächst eine nennenswerte Unsicherheit bestehen wird, werden Notenbanken wohl weiter Geduld üben. Leitzinssenkungen erwarten wir für das zweite Halbjahr 2024.

Die in unserem Kapitalmarkt-Ausblick 2024 vom 01.12.2023 enthaltenen Prognosen haben wir zu Wochenbeginn auf den Prüfstand gestellt. Dabei sahen wir vor allem aufgrund der seither berichteten Konjunkturdaten allen Grund, an unserem defensiven Wachstumsbild festzuhalten. BIP-Prognosen haben wir nicht verändert. Wir betonen weiter die hohen Abwärtsrisiken für die deutsche Wirtschaft, die unseres Erachtens auch wegen des noch ungeklärten Staatshaushalts für 2024 bestehen. Für unsere BIP-Prognose von 0,3 % für 2024 behalten wir auch deshalb gedankliche Abstriche um 0,5 Prozentpunkte und mehr bei. Weiterhin sieht es so aus, dass Deutschland das große Sorgenkind im Euroraum bleiben wird. Allgemeine Konjunktursorgen verbinden wir zudem mit der offenbar zunehmenden militärischen Aufrüstung im südchinesischen Meer. Die dort von China angestrebten Hoheitsansprüche kollidieren nicht nur mit Ländern wie den Philippinen und Taiwan, sondern auch mit den USA. Die international seit Jahren wachsende Blockbildung scheint daher derzeit weiteren Schub zu erfahren, wozu ebenso der Nahost-Konflikt beiträgt. Negative Ausstrahlungseffekte auf andere Länder ergeben sich dadurch wohl automatisch – und somit noch mehr Sand im Getriebe der Weltkonjunktur. Vor diesem Hintergrund dürften Lieferketten vor allem weiter nach sicherheitspolitischen Erwägungen gestaltet werden. Aus Kostensicht bestehen damit voraussichtlich oft Nachteile.

Inflation lässt sich bitten

Gemessen an 2%-Preiszielen bleibt die Inflationslage angespannt. In den USA wird die Inflationsrate im Dezember wohl leicht auf 3,2 % steigen. Wegen eines Basiseffekts kletterte sie im Euroraum bereits von 2,4 auf 2,9 %. Für Januar drohen hier negative Inflationsüberraschungen, vor allem wegen Deutschland. Ein träger Inflationsrückgang bleibt für beide Währungsräume zwar vorgezeichnet und ein zumindest zeitweises Erreichen der 2%-Preisziele steht aus unserer Sicht für die zweite Jahreshälfte 2024 weiter bevor. Mit Blick auf neue administrierte Preiserhöhungen in Deutschland, die unseres Erachtens weitere Überwälzungen kreieren werden, ist dies aber etwas weniger wahrscheinlich geworden. Auch hinsichtlich der vorerst noch hoch bleibenden Kernraten der Verbraucherpreise wird eine beständige Inflationsentspannung noch länger auf sich warten lassen. Wir können daher nachvollziehen, dass Notenbanken den Inflationssieg nicht zu früh erklären möchten.

Spätestens mit den in der nächsten Woche beginnenden Vorwahlen erhält die US-Präsidentenwahl im November mehr mediale Aufmerksamkeit. Das diesbezüglich mitunter stattfindende Tamtam können wir jedoch nur bedingt nachvollziehen, da die Zusammensetzung des Kongresses und somit der künftige Politikkurs noch länger offenbleiben. Wichtiger als die personelle Besetzung des Präsidentenamtes ist für uns ohnehin, ob das künftige Staatsoberhaupt auch Rückenwind durch Mehrheiten im Kongress erhalten wird. Nur dann stünde ein breites wirtschaftspolitisches Handlungsspektrum zur Verfügung, mit dem der neugewählte Präsident eigene Akzente setzen könnte. Anderenfalls würde er eher einer lahmen Ente gleichen.

US-Staatshaushalt gerät zunehmend unter die Räder

Investorenzweifel geben Raum für steigende Risikoprämien

Als derzeit weitaus beachtenswerter als die US-Wahlen sehen wir die aus dem ungebrochenen Anstieg der US-Staatsschulden resultierenden hohen Risiken an. Für den laufenden Haushalt bestehen wackelige Überbrückungsfinanzierungen, die beständig das Risiko einer Schließung von Regierungsbehörden tragen. Angesichts eines Schuldenbergs des Zentralstaates von schon jetzt 34 Bio. US-\$ könnten Finanzmarktakteure daher beginnen, die Vertrauensfrage lauter zu stellen. Dies befördern aus unserer Sicht auch die kräftig gestiegenen Zinsausgaben (siehe Grafik unten rechts), die innerhalb eines Jahres von rund 20 auf 32 % der Steuereinnahmen gestiegen sind. Da der US-Dollar gemeinhin als Weltwährung angesehen wird, genießen die USA zwar einen hohen Schutz bezüglich ihrer Schuldentragfähigkeit. Die alles andere als reibungslos verlaufene Emission von Staatstiteln im Jahresabschlussquartal 2023 hat unseres Erachtens aber gezeigt, dass das Vertrauen nicht grenzenlos ist. Hierauf hatten wir bereits 2023 hingewiesen¹, auch Rating-Agenturen schlagen in diese Kerbe. Für uns steht damit fest, dass die automatisch erfolgende Anhebung der Schuldenobergrenze Anfang 2025 nicht zu einer höheren Sicherheit führen wird. Immerhin ist über den dann bestehenden Schuldenstand hinaus noch finanzieller Spielraum notwendig, den der Kongress zu beschließen hat. Für uns ist das kein Selbstläufer. So oder so wären wir nicht überrascht, wenn Risikoprämien stiegen, weil Investoren den Schuldenstand als zu hoch ansehen.

Die Richtung stimmt

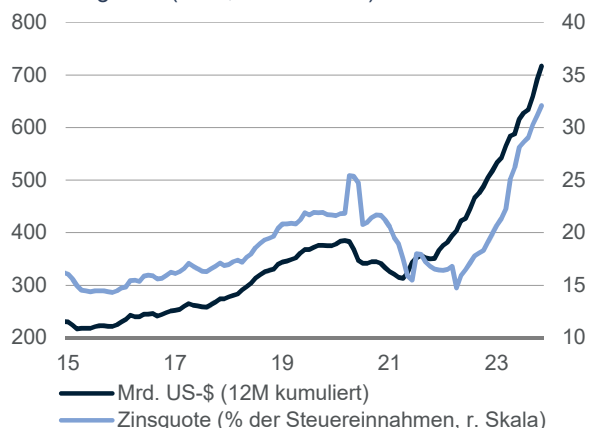
Verbraucherpreise (% zum Vorjahr)



Quelle: LSEG Datastream
01/2024–12/2024: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe

Zinsen strapazieren US-Staatshaushalt

Zinsausgaben (USA, Zentralstaat)



Quelle: LSEG Datastream

Die Fed diskutiert über Zinssenkungen – lediglich perspektivisch, nicht unmittelbar

Leitzinssenkungen dauern noch

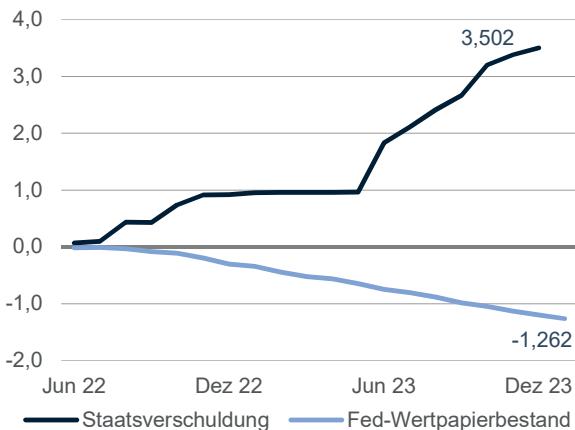
Für führende Notenbanken stehen die Signale weiter auf Inflationsbekämpfung. Die Fed hat im Dezember zwar über Zinssenkungen diskutiert, woraufhin die Erwartung eines ersten Zinsschritts an den Finanzmärkten deutlich vorgeholt wurde. Mehrere FOMC-Mitglieder haben unisono aber sofort erklärt, dass baldige Zinssenkungen nicht bevorstehen. Festzuhalten ist, dass die Fed zunächst mehr Belege für einen nachhaltigen Inflationsrückgang sehen möchte und bis dahin einen unveränderten Restriktionskurs für notwendig hält. Der solide US-Arbeitsmarktbericht für Dezember dürfte das FOMC in seiner Haltung bestätigt haben, mindert er doch die Aussicht auf eine zügige Entspannung beim Lohnanstieg. Mit einer Zinssenkung rechnen wir daher weiter für Juli, eventuell kommt es auch schon im Juni dazu. Für unsere Prognose sehen wir die Zinserwartungen der FOMC-Mitglieder (Dots) nicht als relevant an, weil sie sich oft als unzuverlässig erwiesen haben. Da ein unveränderter Liquidi-

¹ Vgl. unser Economic Research AKTUELL „US-Staatsschuld wieder am Limit“ vom 11.05.2023.

tätsentzug etwaige Zinssenkungen konterkarierte, hat bei der Fed zudem die Beratung über eine Tempodrosselung bei der Bilanzschrumpfung begonnen. Es überraschte uns daher nicht, wenn sie hier demnächst langsamer zu Werke ginge.

Emissionsflut überragt Liquiditätsentzug

Wertpapiere (kumuliert seit Juni 2022, Bio. US-\$)



Quelle: LSEG Datastream

Inflationserwartungen belasten Anleihen

Langfristige marktbasierende Inflationserwartungen (5x5, %)



Quelle: LSEG Datastream

Eine Zinssenkungsdiskussion ist in Notenbanken bisher nicht entbrannt, ...

... auch nicht bei der EZB

Die Renditefantasie bei Staatsanleihen ist gekommen, um zu bleiben

DAX-Ziel für Mitte 2024 weiter bei 16.700 Punkten

Andere führende Notenbanken haben bisher nicht über Zinssenkungen diskutiert. Dazu gehört ebenso die EZB, deren Präsidentin Christine Lagarde dies klipp und klar erklärt hat. Markterwartungen an baldige EZB-Zinssenkungen sind für uns daher übereilt. Für die EZB, aber auch für andere Notenbanken gilt aus unserer Sicht jedenfalls, dass über einen weitergehenden Inflationsrückzug noch einige Monate Unsicherheit bestehen wird. Sie dürfte(n) die Entwicklung daher geduldig abwarten. Da die Wirtschaftsleistung derzeit nicht einbricht und die Schuldentragfähigkeit nicht direkt bedroht ist, besteht hierfür Zeit. Mit Blick auf unsere Inflationsprognosen haben wir Zinssenkungen weiter erst für das zweite Halbjahr 2024 auf dem Zettel.

Realismus kehrt zurück

Die Renditeeuphorie bei Staatsanleihen hat sich zuletzt etwas zurückgebildet. Investoren scheinen zu erkennen, es mit Leitzinssenkungserwartungen übertrieben zu haben. Dass Renditen zu ihren Ausgangsniveaus zurückkehren, halten wir auch wegen gesunkener langfristiger Inflationserwartungen jedoch für wenig wahrscheinlich. Ein gewisses Maß der aus unserer Sicht für 2024 bevorstehenden Zinssenkungen dürfte eingepreist bleiben. Unsere Renditeprognosen für 2- und 10-jährige Bundesanleihen und US-Treasuries haben wir daher um 10–20 Basispunkte gesenkt. Für Ende 2024 behalten wir für Treasuries belastende US-Haushaltseffekte im Blick. Die Renditefantasie wird dies wohl nur vorübergehend dämpfen, da Notenbanken aus unserer Sicht auch im ersten Halbjahr 2025 noch im Lockerungsmodus sein werden.

DAX-Investoren scheinen sich von raschen Leitzinssenkungen ebenfalls zu verabschieden. Selbst wenn unseres Erachtens bereits viel „Gutes“ vorweggenommen und das Kurspotenzial schon deshalb weitgehend ausgereizt ist, deutet derzeit trotz anhaltend schwacher Konjunkturdaten wenig auf einen markanten Rücksetzer hin. Das erscheint uns auch deshalb plausibel, da sich ein Rezessionsszenario für die USA bislang nicht durchsetzt. Durch stabile Unternehmensgewinne und Ausschüttungen, höhere Dividendenrenditen sowie moderate Bewertungsniveaus besteht für uns ohnehin ein Sicherheitsnetz. An unserem Kursziel von 16.700 Punkten zur Jahresmitte 2024 halten wir erst einmal fest. Für deutlich höhere Indexstände bräuchte es aus unserer Sicht positiv überraschende Unternehmensgewinne.

Prognosen

Wachstum und Inflation % zum Vorjahr	Bruttoinlandsprodukt				Verbraucherpreise			
	2022	2023P	2024P	2025P	2022	2023P	2024P	2025P
Welt	3,6	2,9	2,7	2,9				
Euroraum*	3,4	0,5	0,5	0,9	8,4	5,4	2,5	2,3
Deutschland**	1,8	-0,3	0,3	0,8	6,9	5,9	2,7	2,3
Frankreich	2,5	0,8	0,8	1,0	5,9	5,7	2,6	2,0
Italien	3,9	0,7	0,3	0,6	8,7	5,9	2,0	2,3
Spanien	5,8	2,3	1,0	1,0	8,3	3,4	2,6	2,4
Großbritannien	4,3	0,5	0,5	1,2	9,1	7,4	2,5	2,1
Schweiz	2,7	0,7	0,6	0,8	2,8	2,1	0,9	0,9
USA	1,9	2,5	1,7	2,2	8,0	4,1	2,6	2,2
China	3,0	5,0	4,5	4,3	2,0	0,3	0,9	2,2
Japan	0,9	1,7	1,0	1,3	2,5	3,3	1,9	0,9
Indien	6,7	6,3	6,4	6,5	6,7	5,7	5,0	4,5

Quelle: LSEG Datastream. 2023P/24P/25P: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe

* Verbraucherpreise: HVPI ** Bruttoinlandsprodukt: Arbeitstageeffekt berücksichtigt; Verbraucherpreise: Nationaler Index

Zinsen und Renditen (%)	09.01.2024	Q1 2024	Q2 2024	Q3 2024	Q4 2024
USA					
Federal Funds Rate (oberer Zielspannenwert)	5,50	5,50	5,50	5,00	4,50
2-jährige Treasury	4,43	4,40	4,20	3,80	3,50
10-jährige Treasury	4,02	4,10	3,80	3,50	3,80
Euroraum					
Hauptrefinanzierungssatz	4,50	4,50	4,50	4,25	4,00
Einlagesatz	4,00	4,00	4,00	3,75	3,50
2-jährige Bundesanleihe	2,61	2,70	2,60	2,40	2,30
10-jährige Bundesanleihe	2,14	2,40	2,30	2,30	2,40
Großbritannien					
Bank Rate	5,25	5,25	5,00	4,75	4,25
2-jährige Gilt	4,21	4,40	4,10	3,80	3,40
10-jährige Gilt	3,87	4,00	3,60	3,30	3,60
Schweiz					
SNB-Leitzins	1,75	1,75	1,50	1,25	1,25
2-jährige Eidgenössische	1,19	1,30	1,10	0,90	0,80
10-jährige Eidgenössische	0,87	1,00	1,00	1,10	1,10

Quelle: LSEG Datastream. Quartale: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe; Daten bezogen auf das jeweilige Quartalsende

Aktienmarkt	09.01.2024	Q2 2024	Q4 2024
DAX (Index)	16.688	16.700	17.000

Quelle: LSEG Datastream. Quartale: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe; Daten bezogen auf das jeweilige Quartalsende

Währungen	09.01.2024	Q1 2024	Q2 2024	Q3 2024	Q4 2024
EUR–USD	1,09	1,07	1,10	1,12	1,12
EUR–GBP	0,86	0,86	0,86	0,88	0,87
EUR–CHF	0,93	0,96	1,00	1,02	1,02
EUR–PLN	4,34	4,40	4,60	4,50	4,50

Quelle: LSEG Datastream. Quartale: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe; Daten bezogen auf das jeweilige Quartalsende

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	P	Prognose
DAX	Deutscher Aktienindex	PLN	Polnischer Zloty als Währung
EUR	Euro als Währung	R. Skala / r. S.	Rechte Skala
EWU	Europäische Währungsunion	SNB	Schweizerische Nationalbank
EZB	Europäische Zentralbank	US-\$	US-Dollar als Volumenangaben
Fed	Federal Reserve Bank (US-Notenbank)	USD	US-Dollar als Währung
FOMC	Federal Open Market Committee		

Begriff	Erklärung
5x5	Maß für die in fünf Jahren für die darauf folgenden fünf Jahre bestehende Inflationserwartung
Arbeitstageeffekt	Berücksichtigt, ob in einem Jahr mehr oder weniger Arbeitstage zur Verfügung stehen, weil Feiertage etwa auf ein Wochenende fallen. Die Wachstumsrate des BIP wird um diesen Effekt bereinigt
Bank Rate	Hier als Leitzins der Notenbank von Großbritannien
Basiseffekt	Spielt bei Veränderungsraten eine Rolle, meist bezogen auf das Vorjahr. Die Höhe z. B. der Inflationsrate eines bestimmten Jahres hängt nicht nur von der aktuellen monatlichen Preisentwicklung ab, sondern auch von der Höhe der Ausgangsbasis der Vorperiode
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
Einlagesatz	Geldpolitisches Instrument. Er bezieht sich auf die von einer Notenbank gezahlte Verzinsung für Guthaben, die von Geschäftsbanken bei ihr angelegt werden
Emission	Ausgabe von Wertpapieren, z. B. Staatsanleihen
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
FOMC	Das für die Festlegung des geldpolitischen Kurses zuständige Gremium der US-Notenbank
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
HVPI	Einheitlicher Maßstab zur Messung der Inflation in den EWU-Mitgliedstaaten
Inflation	Allgemeine und anhaltende Steigerung des Preisniveaus bei Gütern und Dienstleistungen
Inflationsrate	Veränderung der Verbraucherpreise, die meist gegenüber dem Vormonat / Vorjahr ermittelt wird
Leitzins	Zentrales Element, mit dem eine Notenbank ihre Geldpolitik steuert
Notenbank	Eine Notenbank ist eine eigenständige Institution, die mit der Durchführung der Geldpolitik betraut ist
Preis- und saisonbereinigt	Berechnet zu konstanten Preisen eines bestimmten Bezugsjahres. Zudem ist die Datenreihe um regelmäßig wiederkehrende, für bestimmte Monate bzw. Quartale typische (Saison-)Muster bereinigt
Preisüberwälzung	Beschreibt den Prozess, durch den höhere Kosten und Preise von Unternehmen an die Kunden weitergegeben werden
Preisziel	Die von einer Notenbank angestrebte Höhe des nationalen Verbraucherpreisanstiegs
Rendite	Ertrag einer Kapitalanlage. Sie wird für ein Jahr für die Restlaufzeit einer z. B. 10-jährigen Anleihe berechnet und in Prozent ausgedrückt
Staatsanleihe/Staatstitel	Schuldverschreibungen des jeweiligen Staates mit unterschiedlichen Laufzeiten. Hierzu zählen u. a. deutsche Bundesanleihen, britische Gilts, US-amerikanische Treasuries und Eurobonds
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. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Studie und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. 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. Die Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG ist nicht dazu verpflichtet, diese Studie zu aktualisieren, abzuändern oder zu ergänzen oder deren Empfänger auf andere Weise zu informieren, wenn sich ein in dieser Studie genannter Umstand oder eine darin enthaltene Stellungnahme, Schätzung oder Prognose ändert oder unzutreffend wird.

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 weder als Rat oder Empfehlung noch 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.

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

Der schnellste Weg zu uns?
 Nutzen Sie diesen QR-Code!

