



Economic Research KOMPAKT

# Inflationsbekämpfung geht weiter

18. April 2023

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

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

Manche Wirkung der restriktiven  
Geldpolitik kommt erst noch

Finanzstabilität ist zentrale  
Voraussetzung für weitere  
Leitzinserhöhungen

China kommt in Schwung, USA  
geht Wachstumspuste aus

US-Gewerbeimmobilien steigern  
Rezessionswahrscheinlichkeit

**Nachdem sich der (US-)Bankenstress gelegt hat, steht die Inflationsbekämpfung wieder klarer auf der Agenda. Kerninflationen steigen, weshalb Leitzinsgipfel erst noch bevorstehen. Für die EZB gibt es hier mehr zu tun als für die Fed. Die restriktive Geldpolitik dürfte wegen ihrer Wirkungsverzögerung noch lange für Verspannungen sorgen.**

Der vom (US-)Bankenstress im März 2023 ausgelöste Sturm hat sich gelegt. Oder ist das nur die Ruhe vor dem nächsten Sturm? Diese Frage haben wir während unserer monatlichen Prognoserunde zu Wochenbeginn intensiv diskutiert. Abschließend beantworten lässt sie sich nicht. Unseres Erachtens stehen die Ereignisse vielmehr exemplarisch für vielseitige Nebenwirkungen, die sich durch die restriktive Geldpolitik vieler Notenbanken einstellen können. Neben Geschäftsbanken stehen hier vor allem auch die Konjunktur und die allgemein hohe Verschuldung im Fokus.

Gerade das ist es, was wir in diesem Monat hervorheben möchten: Die Wahrscheinlichkeit, dass die Inflationsbekämpfung führender Notenbanken mit steigenden Leitzinsen letztlich geräuschlos ablaufen wird, ist eher gering. Dazu ist die globale Unordnung unseres Erachtens zu groß. Der Umstand, dass Beeinträchtigungen für die Finanzstabilität und andere Bereiche bisher abgewehrt worden sind, heißt daher nicht, dass dies auch künftig so sein wird. Aufgrund der Wirkungsverzögerungen von Leitzinsanhebungen von mindestens sechs Monaten befindet sich ein nennenswerter monetärer Impuls erst noch in der Pipeline – und mit ihm eine hohe Gefahr für wirtschaftliche Rezessionen sowie Zahlungsprobleme von Staaten und Unternehmen, da Kreditkonditionen noch schärfer und die Kapitalbeschaffung schwerer werden dürften. Notenbanken werden daher auch künftig zwischen einer entschlossenen Inflationsbekämpfung und nachteiligen Ausstrahleffekten ihrer restriktiven Geldpolitik abzuwägen haben. Diesbezüglich bleiben wir überzeugt, dass Leitzinsen nur solange steigen werden, wie Letztere ausbleiben.

## Konjunktur läuft und auch nicht

Dies vor Augen, werden unsere Makro- und Finanzmarktprognosen mehr von einem Sack Sorgen statt nennenswerten Änderungen begleitet. Zu unserem Hauptszenario passt es, dass die chinesische Wirtschaft zu Jahresbeginn stärker in die Wachstumsspur zurückgefunden hat.<sup>1</sup> Sie dürfte auch im laufenden Quartal noch von Aufholeffekten profitieren, ab dem zweiten Halbjahr 2023 aber einen Wachstumsgang herunterschalten. Auf dem absteigenden Ast sehen wir dagegen weiterhin die USA: Hier mahnen die niedrigen Einkaufsmanagerindizes zur Vorsicht. Für das Sommerhalbjahr haben wir daher weiter eine milde Rezession auf dem Zettel, im Zuge derer auch das Beschäftigungswachstum stärker nachlassen dürfte. Die Probleme einiger US-Regionalbanken sind aus unserer Sicht zudem kaum ausgestanden, da diese vor allem in ihrer Heimatregion tätig und von lokalen Problemen besonders betroffen sind. Als Folge des allgemeinen Zinsanstiegs und der von uns erwarteten Rezession könnten sich die Institute deshalb mit steigenden Ausfallraten konfrontiert sehen, zumal ein erheblicher Teil ihrer Geschäftstätigkeit auf Gewerbeimmobilien entfällt. Die Rezessionswahrscheinlichkeit ist deshalb auch von dieser Seite her gestiegen. Baubeginne und Baugenehmigungen befinden sich schon länger unter ihrem jeweiligen Langfristtrend, was in der Vergangenheit meist ein Rezessionsvorläufer war.

<sup>1</sup> Vgl. hierzu unser Economic Research AKTUELL „Wachstumsschub in China“ vom 18.04.2023.

## Kaum noch Stress an Finanzmärkten

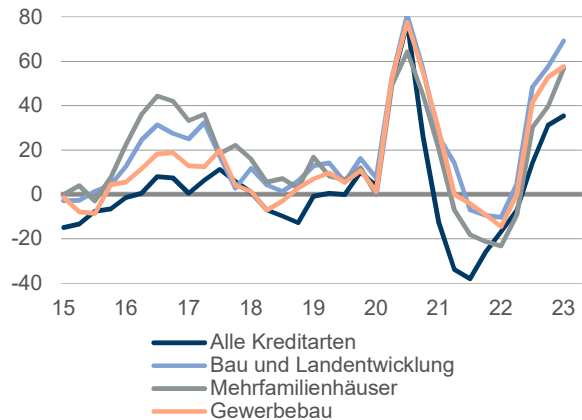
Finanzmarktstress-Indikator (USA, Fed St. Louis)



Quelle: Refinitiv Datastream. Anmerkung: Werte über null deuten auf überdurchschnittlich belastete Finanzmärkte hin

## Kredite sind deutlich teuer geworden

Kreditvergabebedingungen (USA, Saldo)



Quelle: Refinitiv Datastream

Deutsche Produktion macht zu Jahresbeginn einen Satz nach vorn

In unserer BIP-Prognose für Deutschland rechnen wir schon länger damit, dass sich die Wirtschaftsleistung trotz der vor allem seitens der Energiepreise bestehenden Belastungen einigermaßen halten wird. Diese Sicht ist von wichtigen Konjunkturdaten für Februar unterstrichen worden. Insbesondere die Produktion im Produzierenden Gewerbe scheint die Kurve bekommen zu haben, auch wenn das Produktionsniveau noch niedrig ist. Für unsere BIP-Prognose von 0,0 % für 2023 sehen wir daher leichte Aufwärtsschancen. Bei ihrem Eintritt werden diese aber nicht ausreichen, um die seit Ausbruch der Corona-Pandemie entstandenen Wohlstandsverluste annähernd auszugleichen. Der Entwicklung im Euroraum dürfte die deutsche Wirtschaft dann weiter hinterherhinken, ebenso wie die Weltwirtschaft einer dynamischen Wirtschaftsaktivität. Für dieses und das nächste Jahr erwarten wir das globale BIP jeweils unverändert unter 3,0 %. Damit bliebe es anhaltend schwach. Für diese Entwicklung spricht auch die wachsende Blockbildung zwischen den Großmächten.

Weltwirtschaft in trüber Verfassung

Großes Inflationsrisiko durch Preis-Lohn-Spirale

## Inflationsentspannung geht weiter

Inflationsraten sehen wir global weiter auf dem Rückzug, ohne dass dabei preisstabile Gefilde erreicht werden. Vor allem die Kerninflation wird noch Kopferbrechen bereiten, obwohl Preisüberwälzungen tendenziell abnehmen dürften. Hier sind es aus unserer Sicht die Löhne, die in Zeiten von Inflation und Arbeitskräftemangel auch im nächsten Jahr wohl noch stärker steigen werden. Vollends selbst dürften Arbeitgeber diese Zusatzkosten aber kaum tragen. Die Sorge vieler Notenbanken vor einer Preis-Lohn-Spirale halten wir daher für berechtigt. In einem stabilen Finanzmarktumfeld sind Leitzinsanhebungen damit weiterhin das Gebot der Stunde.

Ein Zinsschritt noch von der Fed, US-Bankensektor verhindert wohl mehr

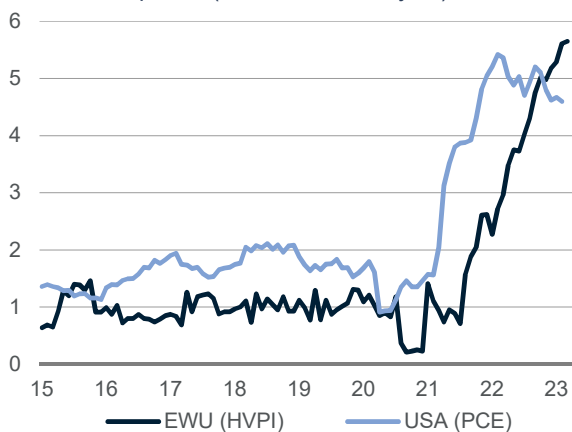
Dennoch stehen Leitzinsgipfel unseres Erachtens mancherorts bevor. Dies sehen wir etwa für die US-Notenbank, die mit Leitzinserhöhungen schon früh begonnen hatte und damit weit gekommen ist. Schien die Fed vor einigen Wochen noch auf dem Weg zu 6,00 % zu sein, dürfte der jüngste Bankenstress mit Blick auf die nachteiligen Nebenwirkungen der restriktiven Geldpolitik aber zu einem Umdenken geführt haben. Auch wegen der bescheidenen US-Konjunkturaussichten rechnen wir daher weiter damit, dass es im Mai eine finale Zinsanhebung auf 5,25 % geben wird. Ähnlich dürfte die Bank of England agieren, für die im Mai dann bei 4,50 % Schluss wäre. Ein Umdenken vom Umdenken behalten wir für beide Notenbanken im Blick. In einem stabilen Finanzmarktumfeld werden beide wohl mindestens sechs Monate geradeaus steuern, bevor es zu moderaten Zinssenkungen kommt.

Den EZB-Einlagesatz erwarten wir weiter auf 4,00 % steigen

Anders liegt der Fall unseres Erachtens bei der EZB: Die Notenbank hat erst spät begonnen, ihre Geldpolitik zu straffen. Für eine entschlossene Inflationsbekämpfung fehlt ihr somit noch mancher Basispunkt. Der bis dato resiliente europäische Bankensektor und die sich haltende EWU-Wirtschaft geben der EZB reichlich Spielraum, um weiter an der Zinsschraube zu drehen. Den Einlagesatz sehen wir daher unverändert bei 4,00 % bis September. Um das Leitzinsthema schneller vom Tisch zu bekommen, wären wir über einen großen Zinsschritt im Mai nicht überrascht.

### Kerninflationen setzen sich oben fest

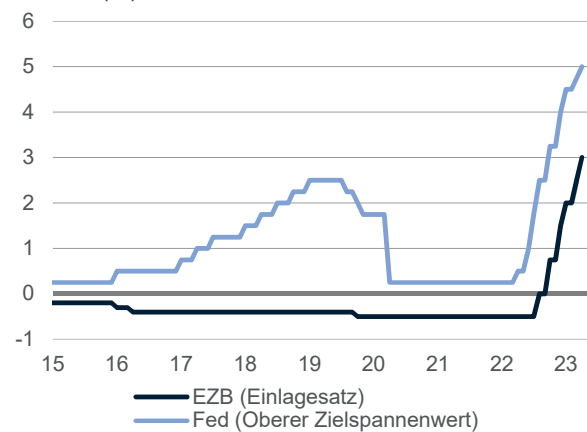
Verbraucherpreise (Kern, % zum Vorjahr)



Quelle: Refinitiv Datastream

### Noch nicht das Ende der Fahnenstange

Leitzins (%)



Quelle: Refinitiv Datastream

Staatsanleihen: Leitzinssenkungserwartungen übernehmen bald das Ruder

Die für 2023 zuletzt kolportierten Leitzinssenkungserwartungen haben sich ein Stück weit zurückgebildet. Demzufolge sind die Renditen erstklassiger 10-jähriger Staatsanleihen etwas gestiegen. Im Zuge sich abzeichnender Leitzinngipfel dürften Anleger bald wieder auf Leitzinssenkungen setzen. Hierfür sprechen vor allem die von uns erwarteten fallenden Inflationsraten. Wir rechnen aber damit, dass sich dies in den Renditen auf 3M-Sicht nur wenig zeigen wird, da Notenbanken zunächst wohl einige Monate an der Seitenlinie stehen werden. Als Profiteur von Leitzinssenkungsspekulationen sehen wir US-Treasuries an, auch wenn die Anhebung der US-Schuldenobergrenze im Sommer noch nicht sicher ist. Bei Bundesanleihen dominieren unseres Erachtens zunächst negative Impulse, da die Leitzinssmesse der EZB noch nicht gelesen ist. Für EUR-USD behalten wir weiter Kurse um 1,10 im Visier.<sup>2</sup>

Bleiben systemische Risiken unter der Decke, wird sich das Umfeld für Unternehmen aufhellen

### Etwas mehr DAX-Optimismus

Die freundliche DAX-Entwicklung seit Ende März geht vor allem auf die Beruhigung im US-Bankensektor zurück. Solange dies anhält, dürfte von aktuell 15.790 Punkten aus ein Sicherheitsnetz bestehen, das bis 15.000 Punkte reicht. Auch wenn die Belastung der Wirtschaftsaktivität durch die restriktive Geldpolitik in den kommenden Quartalen global noch zunehmen wird, ist unser Optimismus hinsichtlich der nächsten Wochen gewachsen. Abseits von sich wohl weiter bessernden konjunkturellen Frühindikatoren erwarten wir vor allem Profitabilitätssteigerungen, die sich im Zuge tieferer Energiepreise und sinkender Materialengpässe einstellen werden. Sich abzeichnende Leitzinngipfel sprechen zudem dafür, dass das bewertungsseitig bestehende Aufholpotenzial gehoben wird. Unser DAX-Ziel für Mitte 2023 haben wir deshalb von 15.500 auf 15.800 Punkte angehoben. Ohne die anfälligen US-Regionalbanken und die baldige milde Rezession wäre der Anstieg größer ausgefallen.

<sup>2</sup> Eine ausführliche Analyse enthält unser Währungskompass vom 06.04.2023.

# Prognosen

Wachstum und Inflation % zum Vorjahr	Bruttoinlandsprodukt				Verbraucherpreise			
	2021	2022	2023P	2024P	2021	2022	2023P	2024P
Welt	6,3	3,1	2,6	2,8				
Euroraum*	5,3	3,5	0,6	1,4	2,6	8,4	5,3	2,5
Deutschland	2,6	1,8	0,0	1,5	3,1	6,9	5,9	2,6
Frankreich	6,8	2,6	0,7	1,4	2,1	5,9	5,1	2,0
Italien	7,0	3,8	0,8	0,9	1,9	8,7	5,5	2,6
Spanien	5,5	5,5	1,3	1,5	3,0	8,3	3,3	2,3
Großbritannien	7,6	4,1	0,5	1,0	2,6	9,1	6,5	2,3
Schweiz	4,2	2,1	0,6	1,0	0,6	2,8	2,3	0,8
USA	5,9	2,1	1,5	-0,1	4,7	8,0	3,8	2,1
China	8,1	3,0	5,5	4,5	0,9	2,0	0,7	1,9
Japan	2,1	1,0	1,0	1,7	-0,2	2,5	2,3	0,8
Indien	8,9	6,7	5,6	6,5	5,1	6,7	5,5	5,3

Zinsen und Renditen (%)	17.04.2023	+3 Monate	+6 Monate	+12 Monate
<b>USA</b>				
Federal Funds Rate (oberer Zielspannenwert)	5,00	5,25	5,25	4,75
2-jährige Treasury	4,19	4,20	3,90	3,50
10-jährige Treasury	3,60	3,40	3,20	3,00
<b>Euroraum</b>				
Hauptrefinanzierungssatz	3,50	4,00	4,50	4,25
Einlagesatz	3,00	3,50	4,00	3,75
2-jährige Bundesanleihe	2,87	3,40	3,90	3,40
10-jährige Bundesanleihe	2,48	2,60	2,30	2,00
<b>Großbritannien</b>				
Bank Rate	4,25	4,50	4,50	4,00
2-jährige Gilt	3,61	3,90	3,80	3,30
10-jährige Gilt	3,69	3,50	2,90	2,60
<b>Schweiz</b>				
SNB-Leitzins	1,50	2,00	2,00	2,00
2-jährige Eidgenössische	1,18	1,65	1,60	1,50
10-jährige Eidgenössische	1,16	1,60	1,40	1,10

Quelle: Refinitiv Datastream. Monate: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe

Aktienmarkt	17.04.2023	30.06.2023	31.12.2023
DAX	15.790	15.800	16.300

Quelle: Refinitiv Datastream. 30.06.2023 und 31.12.2023: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe

Währungen	17.04.2023	+3 Monate	+6 Monate	+12 Monate
EUR-USD	1,10	1,12	1,09	1,12
EUR-GBP	0,88	0,88	0,86	0,85
EUR-CHF	0,98	1,00	1,05	1,05
EUR-PLN	4,63	4,70	4,70	4,50

Quelle: Refinitiv Datastream. Monate: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe

# Erläuterungen

Abkürzung	Erklärung	Abkürzung	Erklärung
3M, 6M, 12M	3 Monate, 6 Monate, 12 Monate	Fed	Federal Reserve Bank (US-Notenbank)
BIP	Bruttoinlandsprodukt	GBP	Britisches Pfund
CHF	Schweizer Franken	HVPI	Harmonisierter Verbraucherpreisindex
DAX	Deutscher Aktienindex	PCE	Personal Consumption Expenditures (Konsumausgaben der privaten Haushalte)
EUR	Euro als Währung	PLN	Polnischer Zloty als Währung
EWU	Europäische Währungsunion	SNB	Schweizerische Nationalbank (Notenbank der Schweiz)
EZB	Europäische Zentralbank	USD	US-Dollar als Währung

Begriff	Erklärung
Bank Rate	Hier als Leitzins der Notenbank von Großbritannien
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
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
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
Frühindikatoren	Überwiegend aus Umfragen berechnet. Hierzu zählen insbesondere die Einschätzungen der Einkaufsmanager und der ifo-Geschäftsklimaindex
Geldpolitik	Sämtliche Maßnahmen einer Notenbank zur Erreichung ihrer Ziele
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
Harmonisierter Verbraucherpreisindex	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 in der Regel gegenüber dem Vormonat und dem Vorjahr ermittelt wird
Kerninflationsrate	Veränderung der Verbraucherpreise ohne die Berücksichtigung der Preise von Energie und Nahrungsmittel. Mitunter werden auch Alkohol und Tabak nicht berücksichtigt
Leitzins	Zentrales Element, mit dem eine Notenbank ihre Geldpolitik steuert.
Preisüberwälzung	Beschreibt den Prozess, durch den höhere Kosten und Preise von Unternehmen an die Kunden weitergegeben werden
Rendite	Ertrag einer Kapitalanlage. Sie wird für ein Jahr für die Restlaufzeit einer z. B. 10-jährigen Anleihe berechnet und in Prozent ausgedrückt
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 Gilt, 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](mailto:alexander.krueger@hal-privatbank.com)  
 Telefon +49 211 4952-187  
 Telefax +49 211 4952-494