



Economic Research KOMPAKT

Höhere Leitzinsgipfel

4. Oktober 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

Höhere Leitzinsgipfel für
EZB und Fed erwartet

US-Wirtschaft noch recht
robust, milde Rezession
steht aber bevor

Wegen der scharfen Inflationsrhetorik führender Notenbanken haben wir Leitzinsprognosen deutlich erhöht. Dies hat weitere Abstriche an unseren schon tiefen BIP-Prognosen und merklich höhere Renditeprognosen für 10-jährige Bundesanleihen und US-Treasuries zur Folge. EUR-USD erwarten wir auf 6M-Sicht weiter unter der Parität.

Ein Ergebnis unserer monatlichen Prognoserunde ist, dass die bereits recht düsteren Konjunkturaussichten für die Weltwirtschaft in den vergangenen Wochen nunmehr finster geworden sind. Viele der bislang auf das Wirtschaftsgeschehen wirkenden Belastungen bestehen fort, etwa die Lieferkettenthematik und der Inflationsgallopp. Mit der Annexion besetzter ukrainischer Gebiete und der Teilmobilisierung seiner Streitkräfte hat Russland die geopolitische Lage jetzt aber weiter eskaliert, von atomaren Erstschlagdrohungen einmal ganz abgesehen. Dies verschärft die Energiekrise in Europa und treibt den Inflationsanstieg weiter an. Insbesondere für Europa ist die Wahrscheinlichkeit weiter gestiegen, dass es im Winter zu Engpässen bei der Gasversorgung oder sogar zu Rationierungen kommt. Aber auch ohne dies dürfte der Druck auf Regierungen groß bleiben, private Haushalte weiter zu entlasten. Wir rechnen allerdings damit, dass die von uns für viele Länder erwarteten Rezessionen dadurch lediglich gemildert, nicht aber verhindert werden.

Neben der Geopolitik ist es aus unserer Sicht vor allem die Geldpolitik, die zu einer verschärften Rezessionsthematik führt. Inzwischen ist bei ihr die letzte Halbherzigkeit bei Leitzinsanhebungen verschwunden, der Kreis derjenigen Notenbanken, die sich klipp und klar der Inflationsbekämpfung verschrieben haben, ist größer geworden. Hierzu zählen jetzt insbesondere auch die EZB und die SNB. Alle Notenbanken eint, dass ein Kontrollverlust über den Inflationsprozess als schwerwiegender angesehen wird als eine wirtschaftliche Rezession, ungeachtet dessen, dass sich die Risiken aus der weltweit enormen Verschuldung dadurch erhöhen. Unsere Leitzinsprognosen haben wir daher hochgeschraubt: Die Fed dürfte den Leitzinsgipfel nun bei 5,00 % im März 2023 erreichen, die EZB mit Blick auf ihre nunmehr scharfe Rhetorik bei 3,75 % im April (vorher 4,50 bzw. 2,50 %). Im Zuge der von uns erwarteten globalen Rezession und 2023 voraussichtlich nachgebender Inflationsraten wird sich der Blick danach wohl langsam wieder auf Zinssenkungen richten. Diese werden sich unserer Einschätzung nach aber frühestens ab Herbst 2023 einstellen. Vom Umfang her dürften sie zudem überschaubar bleiben, sodass ein höheres Leitzinsniveau grundsätzlich erhalten bleiben wird. Bei steigenden Gefahren für die Finanzmarktstabilität kann der Zinserhöhungszyklus jedoch früher gestoppt werden und Notenbanken im Zuge von Stabilisierungsmaßnahmen rasch zu neuen Wertpapierkäufen zurückkehren. Wie das geht, hat die Bank of England bereits gezeigt.

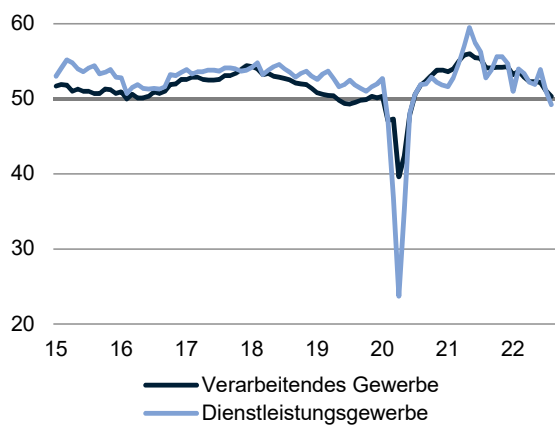
Notenbanken befördern Rezessionen

Für die USA bedeutet dies, dass die Wirtschaftsleistung trotz inflationsbedingter massiver Kaufkraftverluste im dritten Quartal 2022 zwar noch nahezu stagniert haben dürfte. Aufgrund der von uns erwarteten nun deutlich kräftigeren geldpolitischen Straffung der Fed und der weiterhin sehr miesen Konsumstimmung bei den privaten Haushalten rechnen wir jetzt aber damit, dass das BIP ab dem Winterhalbjahr etwas stärker schrumpfen wird als bislang angenommen. Die Rezession ist noch als milde zu bezeichnen, sie wird wohl bis in die zweite Jahreshälfte 2023 reichen. Unsere BIP-Prognose für 2023 haben wir von -0,5 auf -0,8 % gesenkt.

Britische Regierung stemmt sich mit vielen neuen Schulden gegen die Wirtschaftskrise

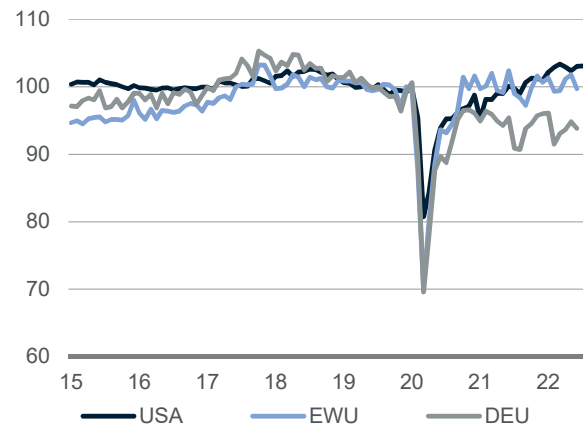
In China bleibt die Wirtschaft durch die Schwäche des heimischen Immobilienmarktes, die strengen COVID-19-Regeln und die schwächere Auslandsnachfrage stark belastet. Die jüngste Einkaufsmanager-Befragung unterstützt diese Sicht. Trotz in Aussicht stehender weiterer Stützmaßnahmen veranschlagen wir den BIP-Zuwachs für 2022 auf nur noch 3,0 % (2023: 4,5 %). In Großbritannien bringt die Regierung unter der neuen Premierministerin Liz Truss zurzeit ein massives Fiskalpaket auf den Weg (unter anderem Steuersenkungen, Energiepreisdeckel), um den Energiepreisschock abzufedern. Das hat zur Folge, dass die von uns bisher für 2023 erwartete BIP-Schrumpfung wohl ausbleiben wird. Zudem dürfte die Inflationsrate temporär zwar sinken, die durch die Entlastungen angefachte Nachfrage den von uns bisher für 2023 erwarteten Inflationsrückgang aber bremsen.

Konjunkturlichter gehen langsam aus
Einkaufsmanager-Befragung (Index)



Quelle: Bloomberg

Deutschlands Produktion leidet besonders
Produktion (Verarbeitendes Gewerbe, 2019=100)



Quelle: Refinitiv Datastream

Rezession im Euroraum zeichnet sich weiter ab

Für den Euroraum stehen die Signale aus unserer Sicht unverändert auf Rezession. Die Unsicherheit bei der Energieversorgung und die dadurch immer höher werdenden Kosten beeinträchtigen die Wirtschaftsaktivität zusehends. Vor allem der private Konsum leidet, da der Kaufkraftverlust aufgrund der Preisschocks bei Energie und Nahrungsmitteln trotz staatlicher Transfers und Steuerentlastungen nicht kompensiert wird. Unserer Ansicht nach lässt sich der Rezessionsgang nicht aufhalten. In dieser Lage, in der Unternehmen schon lange Überlebenskämpfe führen, besteht aus unserer Sicht kein nennenswerter Spielraum für kräftige Lohnsteigerungen. Alles in allem erwarten wir für Deutschland und den Euroraum für das dritte Quartal 2022 eine leichte BIP-Schrumpfung, die im Winterhalbjahr größer wird. Unsere BIP-Prognosen für 2022/23 haben wir leicht gesenkt. Wegen seines energiepolitischen Sonderwegs entwickelt sich Deutschland schwächer als andere große Euro-Länder.

Höhere Leitzinsen bewirken höhere Staatsanleiherenditen

Staatsanleihen unter Druck

Auch abseits angebotsseitigen Preisdrucks dürften Inflationsraten vorerst sehr hoch bleiben, zumal Zweitrundeneffekte immer akuter werden.¹ Für erstklassige Staatsanleihen bleibt ein wichtiger Belastungsfaktor damit bestehen. Unsere Renditeprognosen für 10-jährige Staatsanleihen haben wir dennoch deutlich erhöht. Hierfür sprach unser neues Leitzinsbild, in dem der Gipfel höher liegt und nun erst im

¹ Aufgrund des von der deutschen Bundesregierung geplanten und hinsichtlich seiner Details noch nicht feststehenden Abwehrrschirms für den Energiepreisschock haben wir unsere Inflationsprognose für Deutschland nahezu unverändert belassen. Sollten Energieversorger ihre Preise Anfang 2023 deutlich anheben und staatliche Entlastungen zu gering ausfallen, kann sich der jahresdurchschnittliche Preisanstieg für 2023 auf bis zu 9,0 % erhöhen.

Frühjahr 2023 erreicht wird. Zusätzlich belastend wirkt, dass die Staatsverschuldung nicht nur in Großbritannien stärker zunehmen dürfte als bislang erwartet, da Regierungen höhere Entlastungen wegen der Energiekrise erwägen. Für EWU-Staatsanleihen kommt die EZB-Bilanzverkürzung hinzu, über das die Notenbank bis zum Jahresende entscheiden dürfte. Unter dem Strich rechnen wir für den Prognosehorizont nun für Bundesanleihen und US-Treasuries mit höheren Renditen, die merklich über unseren bisherigen Prognosen liegen. Wegen unseres Rezessionsbildes liegen die Renditeprognosen auf 6M-Sicht tiefer als auf 3M-Sicht.

Anhaltende USD-Stärke, EUR und GBP schwach

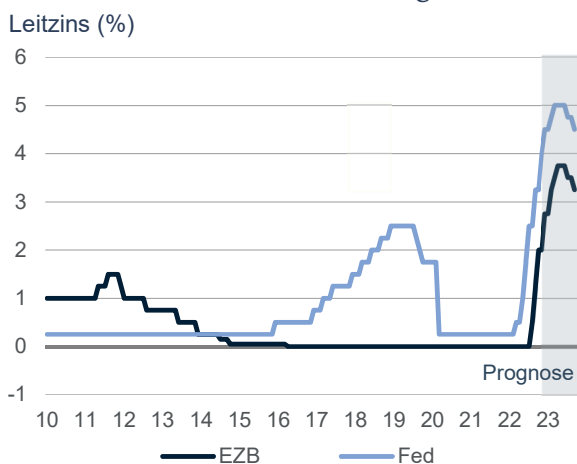
Die USD-Stärke wird unseres Erachtens nach andauern und EUR–USD nunmehr sogar auf 6M-Sicht unter der Parität halten. Hierin spiegeln sich die aggressiveren Leitzinserhöhungen der Fed, die aus Nettosicht bestehende US-Energieunabhängigkeit und „robustere“ US-Konjunktur sowie das hohe Sicherheitsbedürfnis vieler Investoren wider. Dem hat der Euroraum wenig entgegenzusetzen, auch wenn die EZB nun stärkere Leitzinserhöhungen beabsichtigt. Einmal mehr macht sich hier dessen mangelnde innere Stärke negativ bemerkbar, wie die jüngste Parlamentswahl in Italien bestätigt. Sie wird die politischen Risse in der EU unseres Erachtens vergrößern. EUR–USD erwarten wir deshalb auf 3M- und 6M-Sicht bei 0,95 (vorher 1,00). Unsere Prognose für EUR–GBP haben wir wegen der erheblich expansiver werdenden Fiskalpolitik der britischen Regierung auf 3M-Sicht auf 0,87 erhöht.

DAX-Ziel für Ende 2022 auf 12.800 Punkte gesenkt

Weiter Vorsicht bei Aktien

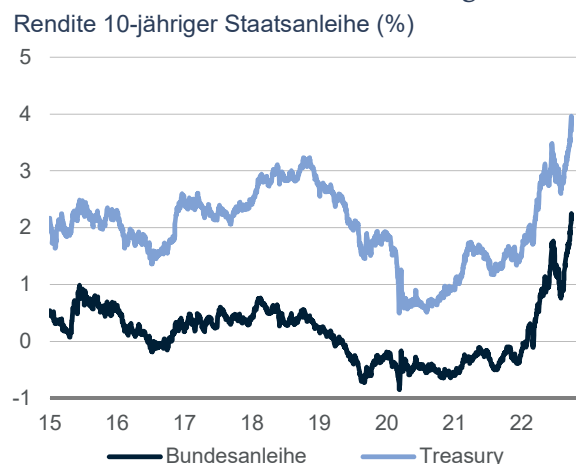
„Kriegszeiten sind keine Aktienzeiten“: Unter diesem Motto hatten wir in unserem Economic Research KOMPAKT vom 07.07.2022 unsere Skepsis für das künftige Aktienmarktgeschehen zum Ausdruck gebracht. Durch die seither eingetretenen Ereignisse insbesondere bei den Energiepreisen sehen wir unsere defensive Sicht als noch gefestigter an, weshalb wir unser DAX-Ziel für Ende 2022 von 13.500 auf 12.800 Punkte gesenkt haben. Aktienmärkte dürften auch wegen des für sie jetzt noch ungünstigeren Wachstums- und Zinsausblicks vorerst nachdrücklich belastet bleiben. Da hilft es unseres Erachtens wenig, wenn manche Bewertungsrelation, wie etwa das Kurs-Gewinn-Verhältnis, vielerorts günstig aussieht. Bis zum Jahresende dürften starke Kursschwankungen und ein unterschwellig bestehender Abgabedruck jedenfalls erhalten bleiben. Nachhaltiger aufhellen dürfte sich die Aktienmarktlage erst, wenn sich Energiepreiserückgänge einstellen und Leitzinsgipfel abzeichnen.

Zinsschraube dreht sich kräftig



Quelle: Refinitiv Datastream.
Okt 2022–Sep 2023: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe

Staatsanleihe-Renditen nachhaltig höher



Quelle: Refinitiv Datastream

Prognosen

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

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

Zinsen und Renditen (%)	03.10.2022	+3 Monate	+6 Monate	+12 Monate
USA				
Federal Funds Rate (oberer Zielspannenwert)	3,25	4,50	5,00	4,50
3-Monats-Libor*	3,75	4,70	5,10	4,20
10-jährige Treasury	3,65	4,50	4,00	3,50
Euroraum				
Hauptrefinanzierungssatz	1,25	2,75	3,50	3,25
Einlagesatz	0,75	2,25	3,00	2,75
3-Monats-Euribor	1,19	2,60	3,10	2,60
10-jährige Bundesanleihe	1,89	2,50	2,30	2,00
Großbritannien				
Reposatz	2,25	3,25	3,75	3,50
3-Monats-Libor	3,34	3,80	4,10	3,80
10-jährige Gilt	3,94	5,00	4,40	3,70
Schweiz				
Zielsatz 3-Monats-Libor	0,50	1,25	2,00	2,00
SARON-Tagesgeldsatz	0,44	1,00	1,80	1,80
10-jährige Eidgenössische	1,03	1,60	1,50	1,40

Quelle: Refinitiv Datastream. Monate: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe

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

Aktienmarkt	03.10.2022	31.12.2022
DAX	12.209	12.800

Quelle: Refinitiv Datastream. 31.12.2022: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe

Währungen	03.10.2022	+3 Monate	+6 Monate	+12 Monate
EUR-USD	0,98	0,95	0,95	1,00
EUR-GBP	0,87	0,87	0,85	0,85
EUR-CHF	0,97	0,95	0,98	1,00
EUR-JPY	141,49	135,00	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	EZB	Europäische Zentralbank
BIP	Bruttoinlandsprodukt	Fed	Federal Reserve Bank (US-Notenbank)
CHF	Schweizer Franken	GBP	Britisches Pfund
DAX	Deutscher Aktienindex	JPY	Japanischer Yen
DEU, ESP, FRA u. a.	Abkürzungen nach Ländercodeliste DIN ISO 3166	SARON	Swiss Average Rate Overnight
EUR	Euro als Währung	SNB	Schweizerische Nationalbank (Notenbank)
EWU	Europäische Währungsunion	USD	US-Dollar als Währung

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
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
Geldpolitik	Umfasst sämtliche Maßnahmen, die eine Notenbank zur Verwirklichung ihrer Ziele ergreifen kann
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
Inflationsrate	Veränderung der Verbraucherpreise, die in der Regel gegenüber dem Vormonat und dem Vorjahr ermittelt wird
Kurs-Gewinn-Verhältnis	Relation zwischen dem Aktienkurs eines Unternehmens und dem tatsächlichen bzw. vom Konsensus der Analysten geschätzten künftigen Gewinn pro Aktie. Ein wichtiges Bewertungskriterium für Aktien
Leitzins	Zentrales Element, mit dem eine Notenbank ihre Geldpolitik steuert. Es beinhaltet den Spitzenrefinanzierungssatz, den Hauptrefinanzierungssatz und den Einlagesatz
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
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 Gilt, 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
Zweitrundeneffekte	Entstehen mit Blick auf die Inflation, wenn die Löhne aufgrund einer höheren Inflationsrate steigen. Falls die Firmen die gestiegenen Lohnkosten über höhere Verkaufspreise weitergeben, wird der Preisauftrieb weiter angefacht

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, HRA-Nr. HRB 108617, Amtsgericht Frankfurt.

Verantwortlicher Redakteur und Ansprechpartner ist:

Dr. Alexander Krüger

Hauck Aufhäuser Lampe Economic Research

Schwannstraße 10

40476 Düsseldorf

alexander.krueger@hal-privatbank.com

Telefon +49 211 4952-187

Telefax +49 211 4952-494