



Economic Research KOMPAKT

# Rezessionsängste nehmen ab

18. Januar 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

Allen Widrigkeiten zum Trotz:  
Die Konjunktur hält sich  
erstaunlich gut

Euroraum: Aufwärtsschancen  
für unsere bisher ohnehin schon  
optimistische Konjunktursicht

China: Erst ab dem Frühjahr  
mehr Schwung in der Wirtschaft

Bei der Inflation geht es  
in die richtige Richtung

**Zu Jahresbeginn hat sich manche Rezessionsangst verflüchtigt. Wegen zahlreicher Belastungen sehen wir die Weltwirtschaft aber nicht über den Berg. Vorerst hochbleibende Inflationsraten dürften Notenbanken weiter auf Trab halten. Das gilt besonders für die EZB.**

Unsere BIP-Prognosen haben wir in dieser Woche überprüft. Da sich Rezessionsängste bisher kaum bestätigt haben, sieht es für viele Länder derzeit nach einem besser als erwartet ausgefallenen Schlussquartal aus. Dazu zählen unter anderem die USA: Die Wirtschaft ist hier auf Wachstumskurs geblieben, weil der private Konsum durch eine ansprechende Beschäftigungsdynamik weiter spürbar gestützt wurde. Das alles ändert jedoch nichts daran, dass die Privathaushalte ihre Ausgaben schon länger stärker ausweiten als ihre verfügbaren Realeinkommen steigen. Beim Rückgriff auf Ersparnisse ist die Sparquote nun aber so kräftig gesunken, dass sie kaum noch Spielraum nach unten hat. Für künftige Konsumzuwächse bestehen daher Grenzen. Die Wirkungsverzögerungen der deutlich gestrafften US-Geldpolitik dürften die Wirtschaftstätigkeit überdies zusehends belasten. Statt einer milden Rezession sieht es für den Jahresbeginn 2023 dennoch nur nach einem Wachstumshänger aus. Unsere US-BIP-Prognose haben wir von -0,5 auf 0,7 % angehoben.

Im Euroraum lösen sich mehrere Stimmungsindikatoren von ihren Tiefständen. Gleichwohl liegen sie oftmals weiter auf Niveaus, die eine Rezession signalisieren. Da ein Einbruch der realen Daten bislang ausgeblieben ist, scheint es zurzeit, als sei die Stimmung erheblich schlechter (gewesen) als die tatsächliche Lage. Hinweise darauf gehen auch aus der Vorabmeldung des Statistischen Bundesamtes zum 2022er-BIP-Wachstum in Deutschland hervor, wonach die Wirtschaftsleistung im Schlussquartal offenbar stagniert hat. Für unsere seit längerem bestehende 2023er-BIP-Prognose von 0,0 % sehen wir deshalb Aufwärtsschancen bis zu einem halben Prozentpunkt – Ähnliches gilt für den Euroraum. Diese sind aber deutlich kleiner, als sie zum Aufholen der pandemie- und kriegsseitig entstandenen Wohlstandsverluste erforderlich wären. Das dürfte auch weit über 2023 hinaus so bleiben.

In China ist die 2022er-Wachstumsdynamik von der Null-COVID-Politik und vom Abschwung am Immobilienmarkt ausgebremst worden. Mittlerweile ist von ersterer Abstand genommen worden. Das wird wohl dazu beitragen, dass die Reisewelle im Zuge des ab dem 22.01. anstehenden Neujahrsfestes in der gesamten Volksrepublik für viele Neuinfektionen sorgen wird. Dadurch bestehen weltweit Rückschlaggefahren für Produktion und Lieferketten. Für uns ist dies aber nur ein kurzes Intermezzo: Wir erwarten, dass die Infektionswelle Ende Februar abebben und den Boden für eine temporär kräftige Konjunkturerholung bereiten wird.<sup>1</sup> Unsere 2023er-BIP-Prognose für China von 4,5 % halten wir aufrecht. Neue Stimulierungsmaßnahmen zur Stärkung der Binnennachfrage könnten einen BIP-Zuwachs bis zu 6,0 % bewirken.

## Inflationskampf nicht gewonnen

Inflationsseitig sehen wir den Gipfel in den USA als überschritten an. Auch im Euroraum befindet sich die Gesamtrate auf dem Rückzug, der jedoch später eingesetzt hat. In den USA dürfte die Kern-Inflationsrate ebenso ihren Hochpunkt erreicht haben. Im Euroraum wird sie dagegen wohl noch steigen. Inflationsentwarnung kann

<sup>1</sup> Vgl. hierzu unser Economic Research AKTUELL „Wachstumshänger in China“ vom 17.01.2023.

## Leitzinsgipfel werden im Frühjahr erreicht

generell noch nicht gegeben werden, denn insbesondere der Kern-Inflationsdruck dürfte aus Sicht vieler Notenbanken viel zu hoch sein. Grundsätzlich bleiben wir aber dabei, dass Gesamtinflationen in den kommenden Monaten deutlich sinken werden. Ursache hierfür sind fallende Vorjahresraten bei den Energiepreisen.

Wegen der aktuell aus Sicht von Fed und EZB zu hohen Inflation werden Leitzinsen von beiden Notenbanken Anfang Februar wohl weiter angehoben. Dabei ist die Wahrscheinlichkeit für einen Zinsschritt der Fed von 50 Basispunkten unter 50 % gesunken. Mehrere FOMC-Mitglieder, darunter auch nicht-stimmberechtigte, hatten sich zuletzt für eine weitere Drosselung bei den Zinsanhebungen ausgesprochen. Der Leitzinsgipfel dürfte bei 5,25 % liegen und bis spätestens Mai erreicht werden. Für die EZB rechnen wir für Februar dagegen weiterhin mit einem Zinsschritt von 50 Basispunkten. Da wir davon ausgehen, dass die Notenbank ihre Inflationsprojektion von 6,3 % für 2023 im März deutlich senken wird, werden weitere Zinsschritte dann wohl kleiner ausfallen. Für den Einlagesatz sehen wir den Gipfel bei 3,00 % im Mai.

### Von der Hoffnung getragen

Geschäftsklima (DEU, ifo)



Quelle: Refinitiv Datastream

### Kerninflation macht keine Freude

Verbraucherpreise (Kern, % zum Vorjahr)



Quelle: Refinitiv Datastream

## Etwas Fantasie für erstklassige 10-jährige Staatsanleihen

## Finanzmärkte im Leitzinsbann

Solange aus Investorensicht Unklarheit über die tatsächlichen Leitzinsgipfel und die Dauer des konjunkturrestriktiven Kurses bestehen, bleiben Staatsanleihemärkte unseres Erachtens belastet. Renditen 10-jähriger US-Treasuries und Bundesanleihen dürften somit vorerst auf ihren erhöhten Niveaus verbleiben. Hierbei sind die Rückschlaggefahren für den 3M-Horizont aus unserer Sicht am größten. Das betrifft insbesondere Bundesanleihen, bei denen der von uns erwartete EZB-Leitzinsgipfel noch nicht vollständig eingepreist sein dürfte. Im Zuge rückläufiger Inflationsraten und sich verstärkender US-Leitzinssenkungserwartungen in der zweiten Jahreshälfte sehen wir aber unverändert Potenzial für dann tiefere Renditestände. Einen typischen Zinssenkungszyklus erachten wir weiterhin als wenig wahrscheinlich.

## USD-Stärke verblasst

EUR–USD ist in den vergangenen Wochen stärker gestiegen als von uns erwartet. Hierzu beigetragen haben schwindende Rezessionsorgen für den Euroraum und Erwartungen an höhere EZB-Leitzinsen. Diese Gemengelage dürfte vorerst anhalten, weshalb wir unsere 3M-Prognose auf 1,10 angehoben haben. Für uns ist dies weiter nicht Ausdruck einer grundlegend aufkommenden EUR-Stärke, da politische EWU-Dissensen weiter auf der Währung lasten. Der Rezessionsabgesang stützt Gewinnprognosen für Unternehmen und reduziert die DAX-Rückschlaggefahr.

# Prognosen

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

Quelle: Refinitiv Datastream. 2022P/2023P/2024P: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe

Zinsen und Renditen (%)	17.01.2023	+3 Monate	+6 Monate	+12 Monate
<b>USA</b>				
Federal Funds Rate (oberer Zielspannenwert)	4,50	5,00	5,25	4,75
3-Monats-Libor*	4,79	5,20	4,90	4,40
10-jährige Treasury	3,54	3,40	3,20	3,00
<b>Euroraum</b>				
Hauptrefinanzierungssatz	2,50	3,25	3,50	3,25
Einlagesatz	2,00	2,75	3,00	2,75
3-Monats-Euribor	2,34	3,10	3,25	3,00
10-jährige Bundesanleihe	2,09	2,00	1,80	1,60
<b>Großbritannien</b>				
Reposatz	3,50	4,50	5,00	4,50
3-Monats-Libor	4,00	5,00	4,80	4,30
10-jährige Gilt	3,33	2,80	2,60	2,50
<b>Schweiz</b>				
Zielsatz 3-Monats-Libor	1,00	1,50	2,00	1,75
SARON-Tagesgeldsatz	0,94	1,40	1,90	1,60
10-jährige Eidgenössische	1,09	1,10	1,00	0,80

Quelle: Refinitiv Datastream. Monate: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe

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

Aktienmarkt	17.01.2023	31.12.2023
DAX	15.187	15.500

Quelle: Refinitiv Datastream. 31.12.2023: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe

Währungen	17.01.2023	+3 Monate	+6 Monate	+12 Monate
EUR-USD	1,08	1,10	1,07	1,12
EUR-GBP	0,89	0,88	0,86	0,85
EUR-CHF	1,00	1,00	1,05	1,05
EUR-JPY	139,50	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	FOMC	Federal Open Market Committee (Offenmarktausschuss)
BIP	Bruttoinlandsprodukt	GBP	Britisches Pfund
CHF	Schweizer Franken	HVPI	Harmonisierter Verbraucherpreisindex
DAX	Deutscher Aktienindex	ifo	ifo Institut – Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung
DEU, ESP u. a.	Abkürzungen nach Ländercodeliste DIN ISO 3166	JPY	Japanischer Yen
EUR	Euro als Währung	PBoC	People's Bank of China (Notenbank der Volksrepublik China)
EWU	Europäische Währungsunion	PCE	Personal Consumption Expenditures (Konsumausgaben der privaten Haushalte)
EZB	Europäische Zentralbank	SARON	Swiss Average Rate Overnight
Fed	Federal Reserve Bank (US-Notenbank)	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	Sämtliche Maßnahmen einer Notenbank zur Erreichung ihrer Ziele
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
Langfristender	Länger laufendes Refinanzierungsgeschäft zwischen Noten- und Geschäftsbanken
Leitzins	Zentrales Element, mit dem eine Notenbank ihre Geldpolitik steuert.
Libor	London Interbank Offered Rate. Wichtiger Referenzzinssatz im internationalen Interbankengeschäft
Notenbank	Eigenständige Institution, die mit der Durchführung der Geldpolitik betraut ist. Bei unterschiedlichen staatlichen Abhängigkeitsgraden zielt ihr Wirken meist auf die Höhe eines bestimmten Beschäftigungsgrades und/oder auf die Wahrung einer festgelegten Preisniveaustabilität ab
Offenmarktausschuss	Das für die Festlegung des geldpolitischen Kurses zuständige Gremium der US-Notenbank
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