



# Weniger Konjunkturdramatik

15. Februar 2023

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

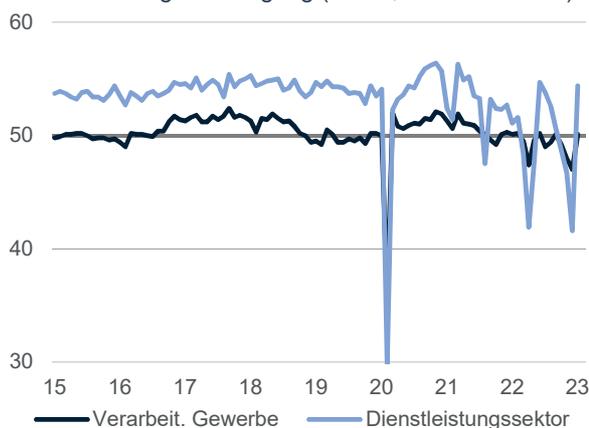
Dr. Bastian Hepperle  
+49 211 4952-615  
bastian.hepperle@hal-privatbank.com

**Dank der Schwergewichte China und USA wird eine globale Rezession aus unserer Sicht immer weniger wahrscheinlich. Auch deshalb werden Notenbanken leitzinsseitig wohl eher mehr als weniger tun. Für Staatsanleihe- und Aktienmärkte gilt es daher, vorsichtig zu sein.**

Trotz der schwierigen geopolitischen Lage tragen wir seit Längerem einen moderaten Konjunkturoptimismus vor, der auch nach unserer dieswöchigen Prognoserunde anhält. Wichtige Daten zeigen, dass sich die Weltwirtschaft von der Corona-Pandemie und vom Lieferkettenstress langsam erholt. Die Wahrscheinlichkeit für einen harten Konjunkturreinbruch ist aus unserer Sicht deshalb weiter gesunken. Das heißt nicht, dass konjunkturell rasch alles besser wird: Für manche Länder, etwa Deutschland<sup>1</sup> und die USA, rechnen wir in der kurzen Frist unverändert mit einer Rezession. Diese wird aber wohl, und das ist die gute Nachricht, einen eher technischen Charakter haben und somit mild ausfallen. Wirtschaftlich setzen wir weiter auf die zweite Jahreshälfte 2023, in der sich Erholungstendenzen vermehrt durchsetzen dürften.

## Wachsende Zuversicht nach Wiederöffnung

Einkaufsmanager-Befragung (China, offizieller Index)



Quelle: Refinitiv Datastream

## Bessere Stimmung auch in den USA

Stimmungsindikator (USA, Index)



Quelle: Refinitiv Datastream

Vorsicht beim US-Konjunkturausblick bleibt wegen der Wirkungsverzögerungen der Geldpolitik weiter angezeigt

## USA halten sich, Schub in China

Für die Weltwirtschaft stellen wir gestiegene Aufwärtsschancen fest. Diese resultieren aus den USA, deren Wirtschaft sich trotz des anhaltenden Missverhältnisses von Einnahmen und Ausgaben der Privathaushalte und deutlich gesteigener Zinsen bisher erstaunlich robust zeigt. Die rückläufige Inflationsrate und der nach wie vor enge Arbeitsmarkt haben die Aussicht auf eine weiche Konjunkturlandung zudem erhöht. Dies belegt unter anderem der kräftige Anstieg des ISM-Einkaufsmanagerindex für den Dienstleistungssektor. Unsere BIP-Prognose von 0,7 % für 2023 sehen wir deshalb nach unten als abgesichert an. Klar ist für uns aber auch, dass nach oben Limitierungen bestehen: Vor allem wegen der Wirkungsverzögerungen der Geldpolitik kommt bis dato erst der Beginn des Leitzinserhöhungszyklus in der Wirtschaft an. Die davon ausgehenden Belastungen werden im Jahresverlauf also steigen. Der von der US-Regierung bewilligte Inflation Reduction Act, mit dem die hohe Inflation

<sup>1</sup> Vgl. unser Economic Research AKTUELL „Keine Spur von Rezession“ vom 26.01.2023. Gewachsene Strukturhemmnisse belasten hier den langfristigen Wachstumsausblick.

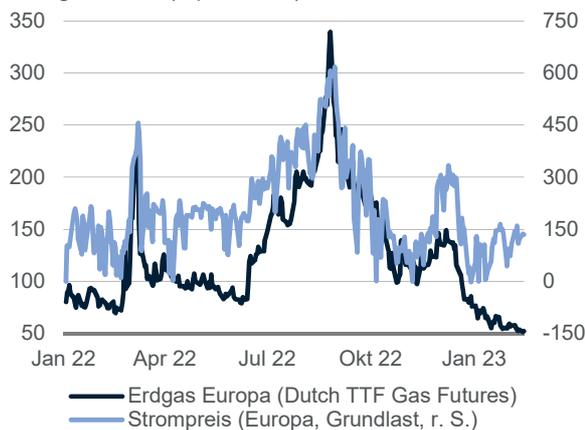
China: Weniger Corona-Pandemie, mehr BIP-Wachstum – so einfach ist das

gesenkt und die Klimatransformation der Wirtschaft forciert werden soll, dürfte die Konjunktur zudem stabilisieren.<sup>2</sup>

Überdies sieht es zurzeit nach einer heller werdenden Konjunkturlage in China aus. Nach dem Ende der Corona-Restriktionen scheint der Scheitelpunkt der aktuellen Neuinfektionswelle hier früher erreicht zu werden. Sollte sich das Neujahresfest tatsächlich weniger negativ auf das Infektionsgeschehen auswirken, wird die von uns erwartete Konjunkturbelebung wohl früher und kräftiger einsetzen. Aufgrund der diesbezüglich bestehenden hohen Unsicherheit haben wir von einer Anhebung unserer BIP-Prognose für 2023 von 4,5 auf 5,0 % aber abgesehen. Hierzu benötigen wir eine höhere Evidenz durch bessere Produktions- und Außenhandelsdaten. Für die Weltwirtschaft halten wir damit fest: Die Wachstumsaussicht für 2023 bleibt verhalten. Sie hat sich zuletzt aber etwas aufgehellt und steht auf stabilerem Fundament. Die Vor-Corona-Dynamik dürfte dennoch sobald kaum zurückkehren.

### So kann es bleiben

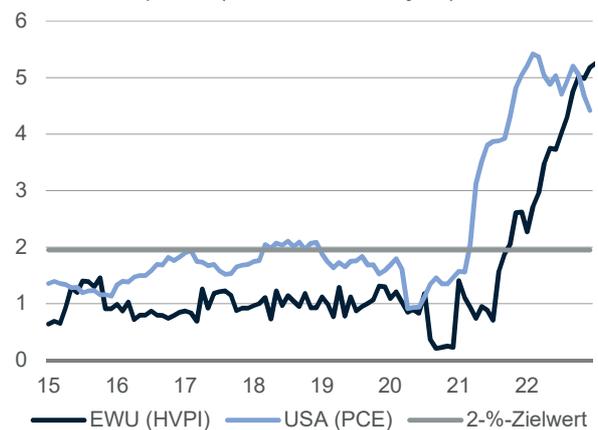
Energiekosten (€ pro MWh)



Quelle: Refinitiv Datastream

### Kern-Inflation weit über dem 2%-Zielwert

Verbraucherpreise (Kern, % zum Vorjahr)



Quelle: Refinitiv Datastream

Inflationsentspannung in den nächsten Monaten

## Notenbanken machen weiter

Die Inflationsdaten für Januar haben unsere Sicht gefestigt, dass der Inflationsgipfel hinter uns liegt. Vor allem im Euroraum und in den USA dürfte die Inflationsrate zudem weiter fallen. Bleiben Energiepreise auf ihren niedrigeren Niveaus, könnte sich der Rückgang sogar beschleunigen. Auch wenn der preisstabile Bereich bei 2,0 % für Ende 2023 wieder erreichbar erscheint, werden EZB und Fed ihre Hände aber nicht so schnell in den Leitzinsschoß legen. Das Gegenteil ist eher der Fall: Im Euroraum ist es die von erhöhtem Niveau wohl nur träge sinkende Kern-Inflationsrate, durch die die EZB in Bewegung gehalten wird. Hohe Lohnforderungen in Deutschland halten den Blick zudem auf eine Preis-Lohn-Spirale gerichtet. Für die nächsten drei Ratssitzungen (März, Mai, Juni) erwarten wir deshalb weiterhin noch Zinsanhebungen um insgesamt 100 Basispunkte. Der Einlagesatz gipfelte dann bei 3,50 %.

EZB hat noch genügend Pulver

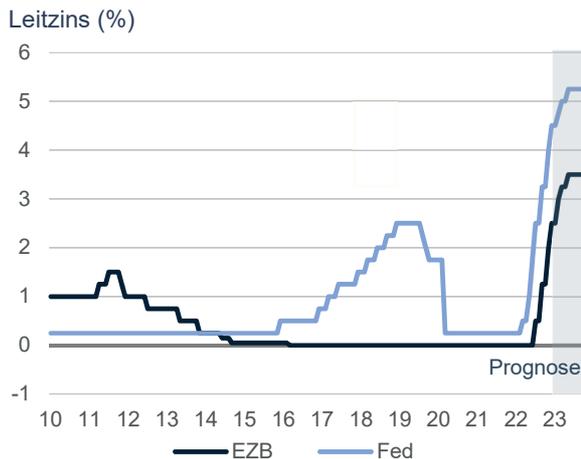
Steigt der US-Leitzins sogar über 5,25 %?

Hinsichtlich der Fed rechnen wir mit noch zwei kleinen Zinsschritten und einem Leitzinsschritt von 5,25 %. Hier verschiebt sich die Perspektive unseres Erachtens zurzeit nach oben, da sich das Beschäftigungswachstum bislang nicht in der von der Fed gewünschten Weise abschwächt. An dieser Sicht ändert auch der jüngste

<sup>2</sup> Im Inflation Reduction Act sind Ausgaben von 430 Mrd. US-\$ über zehn Jahre geplant. Gefördert werden Produkte, die überwiegend in den USA hergestellt werden.

Hinweis von Fed-Chef Jerome Powell bezüglich beginnender disinflationärer Tendenzen nichts. Für uns wächst vielmehr die Gefahr einer geldpolitischen Übersteuerung, die mittels schwächerer Gesamtnachfrage auf eine nachhaltig zum Zielwert fallende Inflationsrate abzielt. Dieses Risiko besteht für uns auch für die EZB. Strukturelle Preiseinflüsse dürften den Notenbankjob über 2023 hinaus erschweren.

### Leitzinsgipfel bald erreicht



Quelle: Refinitiv Datastream

### Rezessionssignal? Eher Dis-Inflationssignal!



Quelle: Refinitiv Datastream

### Weiter Risiken bei erstklassigen 10-jährigen Staatsanleihen

## Nervosität wird bleiben

An den Finanzmärkten hat die Unsicherheit über die Höhe der Leitzinsgipfel zuletzt für Kursvolatilitäten gesorgt. Das wird wohl auch in den nächsten Wochen so sein, zumal Notenbanken selbst im Unklaren über ihr weiteres Vorgehen sein dürften. Für den Moment halten wir daher an unserer Einschätzung fest, dass sich die Renditen erstklassiger 10-jähriger Staatsanleihen auf 3M-Sicht auf ihren höheren Niveaus halten werden. Da es für uns zurzeit aber danach aussieht, dass EZB und Fed leitzinsseitig eventuell mehr als von uns erwartet ins Kalkül ziehen könnten, dominieren dort die Rückschlaggefahren. Insbesondere Fed-Chef Powell haben wir nicht so verstanden, dass er das Ende des Inflationenkampfes einläuten wollte. Erwartungen von Investoren an baldige Leitzinssenkungen sehen wir auch deshalb als vorschnell an.

### US-Schuldenobergrenze nicht aus den Augen verlieren

Auf 3- bis 6-Monatszeit konzentriert sich die Rückschlaggefahr dann wohl hauptsächlich auf US-Treasuries, da das US-Schatzamt im Streit um die Schuldenobergrenze bis dahin diejenigen Maßnahmen ausgeschöpft haben dürfte, die einen US-Zahlungsausfall abwenden. Auch unter Risikoaspekten sieht es also danach aus, dass die inverse Renditestruktur bestehen bleibt. Wir leiten aus dieser in erster Linie eine Vorfreude der Marktteilnehmer auf eine disinflationäre Entwicklung ab und nur geringe Hinweise auf eine bevorstehende Rezession. Die Inversion durch Unsicherheit temporär verstärken könnte eine Militäroffensive Russlands in der Ukraine.

### Vorsicht mit der DAX-Euphorie

Wegen US-Leitzinserhöhungserwartungen ist EUR-USD zuletzt auf 1,06 gesunken. Mittlerweile hat sich das korrigiert. Wir gehen weiter von einer inhärenten USD-Stärke aus, die 2023 lediglich Kraft verliert. Kurse bei 1,10 haben wir weiter im Blick. Die bisherige DAX-Entwicklung in diesem Jahr sehen wir mit einer großen Portion Skepsis, da sie unseres Erachtens auf überhöhten Konjunkturoffnungen und unberücksichtigten Leitzinssorgen fußt. Bis zur Jahresmitte ist das DAX-Potenzial aus unserer Sicht daher limitiert. Vom Ukraine-Krieg gehen hohe Rückschlagrisiken aus.

# Prognosen

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

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

Zinsen und Renditen (%)	14.02.2023	+3 Monate	+6 Monate	+12 Monate
<b>USA</b>				
Federal Funds Rate (oberer Zielspannenwert)	4,75	5,25	5,25	4,75
3-Monats-Libor*	4,86	5,20	4,90	4,40
10-jährige Treasury	3,78	3,40	3,40	3,00
<b>Euroraum</b>				
Hauptrefinanzierungssatz	3,00	3,75	4,00	4,00
Einlagesatz	2,50	3,25	3,50	3,50
3-Monats-Euribor	2,66	3,40	3,65	3,50
10-jährige Bundesanleihe	2,45	2,20	1,90	1,70
<b>Großbritannien</b>				
Reposatz	4,00	4,50	4,50	4,00
3-Monats-Libor	4,20	4,50	4,50	3,90
10-jährige Gilt	3,52	3,10	2,80	2,50
<b>Schweiz</b>				
Zielsatz 3-Monats-Libor	1,00	1,50	2,00	2,00
SARON-Tagesgeldsatz	0,94	1,40	1,90	1,70
10-jährige Eidgenössische	1,39	1,30	1,10	0,90

Quelle: Refinitiv Datastream. Monate: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe

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

Aktienmarkt	14.02.2023	30.06.2023
DAX	15.381	15.500

Quelle: Refinitiv Datastream. 31.12.2023: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe

Währungen	14.02.2023	+3 Monate	+6 Monate	+12 Monate
EUR-USD	1,08	1,10	1,08	1,12
EUR-GBP	0,88	0,88	0,86	0,85
EUR-CHF	0,99	1,00	1,05	1,05
EUR-JPY	142,14	140,00	138,00	138,00

Quelle: Refinitiv Datastream. Monate: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe

# Erläuterungen

Abkürzung	Erklärung	Abkürzung	Erklärung
2j, 10j	2-jährige, 10-jährige	HVPI	Harmonisierter Verbraucherpreisindex
3M, 6M, 12M	3 Monate, 6 Monate, 12 Monate	ISM	Institute for Supply Management, USA
€	Euro als Volumenangabe	JPY	Japanischer Yen
BIP	Bruttoinlandsprodukt	MWh	Megawatt-Stunde
CHF	Schweizer Franken	NBER	National Bureau of Economic Research
DAX	Deutscher Aktienindex	PCE	Personal Consumption Expenditures (Konsumausgaben der privaten Haushalte)
Dutch TTF Gas Futures	Europäischer Terminmarkt-Gaspreis Dutch TTF	R. Skala / r. S.	Rechte Skala
EUR	Euro als Währung	SARON	Swiss Average Rate Overnight
EWU	Europäische Währungsunion	Verarbeit.	Verarbeitendes
EZB	Europäische Zentralbank	US-\$	US-Dollar als Volumenangaben
Fed	Federal Reserve Bank (US-Notenbank)	USD	US-Dollar als Währung
GBP	Britisches Pfund		

Begriff	Erklärung
5J 5J / 5x5	Maß für die in fünf Jahren für die darauf folgenden fünf Jahre bestehende Inflationserwartung
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
Conference Board	„The Conference Board“, unabhängiges US-Forschungsinstitut, New York
Disinflation	Längere Phase mit abnehmendem/geringem Preisniveauanstieg
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
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
Inversion	Beschreibt einen Zustand, bei dem die Zinssätze bzw. Renditen für kurzfristige Restlaufzeiten am Kapitalmarkt höher sind als diejenigen für langfristige
Kern-Inflationsrate	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.
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
Rendite	Ertrag einer Kapitalanlage. Sie wird für ein Jahr für die Restlaufzeit einer z. B. 10-jährigen Anleihe berechnet und in Prozent ausgedrückt
Renditestrukturkurve	Grafische Darstellung der jeweils geltenden Zinssätze/Renditen für unterschiedliche (Rest-)Laufzeiten einer bestimmten Anlageform (hier zumeist bezogen auf Staatsanleihen)
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
Spread	Abstand, oft zwischen zwei Zinssätzen, ausgedrückt in Prozentpunkten bzw. Basispunkten
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
Volatilität	Hier: preisliche Schwankungsbreite von Wertpapier- oder Devisenkursen

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