



Economic Research KOMPAKT

Sorgenvolle Blicke in die USA

10. Mai 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

Konjunkturdaten für Deutschland enttäuschen im März auf ganzer Linie

Hoher Kerninflationsdruck fordert Notenbanken weiter

Großteil des Leitzinserhöhungs-jobs ist erledigt, ...

... EZB hat aber noch Rückstand

Aus globaler Sicht bleiben die Signale auf eine schwache globale Wirtschaftsaktivität und sinkende Inflationsraten gestellt. Die Fed dürfte ihren Zinserhöhungsjob erledigt, die EZB wird hingegen noch nachzulegen haben. Das zunehmende Theater um die Anhebung der US-Schuldenobergrenze droht neue Unsicherheiten hervorzurufen.

In unserer jüngsten Prognoserunde haben wir unsere bisherigen Erwartungen zum weltwirtschaftlichen Rahmen und Inflationsausblick bestätigt. Während das BIP-Wachstum in China auch dank wirtschaftspolitischer Unterstützung hochgehalten werden kann, schwächt sich die Wirtschaftsaktivität in den USA ab. Die kräftige geldpolitische Straffung der US-Notenbank kommt in der Wirtschaft langsam an, ein Großteil der konjunkturellen Bremswirkungen ist allerdings erst noch unterwegs. Für uns sind die Probleme im US-Regionalbankensektor deshalb nicht ausgestanden: Es drohen weitere Kreditausfälle und eine noch höhere Risikovorsorge seitens dieser Banken, die in eine nochmals zurückhaltendere Kreditvergabe münden dürfte. Überraschend gut hält sich bisher noch der US-Arbeitsmarkt. Er wird wohl erst dann deutlich defensiver reagieren, wenn sich die von uns für die zweite Jahreshälfte 2023 erwartete milde Rezession zeigt. Dagegen dürfte das stagflationäre Umfeld im Euroraum vorerst anhalten. Unsere 2023er-Prognose eines mageren BIP-Anstiegs haben wir bestätigt, zumal die für Deutschland für März berichteten Konjunkturdaten auf breiter Linie enttäuschten. Dort bleibt die Konsumaktivität schwach und über den Außenhandel werden Impulse noch verloren gehen, weil dem wichtigen Handelspartner USA die Wachstumspuste ausgeht. Wir halten aber an unserer Sicht fest, dass es am Ende doch noch zu einer schwarzen Null für 2023 reichen wird.

Unverändert bleibt auch unsere Einschätzung zum Inflationsausblick. Der unterliegende Preisdruck ist wohl über 2023 hinaus noch hoch, wenngleich Kerninflationen im Trend leicht sinken dürften. Notenbanken werden Leitzinsen daher noch anheben oder hoch halten, zumal höhere Lohnzuwächse neue Preisüberwälzungen heraufbeschwören. Zentrale Aufgabe bleibt es, diesen Aufwärtstrend zu brechen.

EZB beginnt zu zaudern

Bislang hat die US-Notenbank das Leitzinsniveau in zehn Schritten um satte 500 Basispunkte erhöht, die EZB in sieben Schritten um 375 Basispunkte. Mittlerweile stellt sich die Frage, ob die inzwischen erreichten Leitzinsniveaus ausreichend restriktiv sind, oder ob es zinspolitisch noch mehr zu tun gibt. Neben dem bisherigen Ausmaß des Zinsanstiegs spielen bei der Beurteilung auch Wirkungsverzögerungen eine wichtige Rolle, mit denen geldpolitische Straffungen auf die Realwirtschaft durchwirken. Für die Fed, die den Zinserhöhungszyklus deutlich früher begonnen und kräftiger ausgestaltet hat als die EZB, können wir deshalb gut nachvollziehen, dass sie den geldpolitischen Warteraum schon betreten hat: Sie hält sich die Tür für weitere Leitzinserhöhungen zwar offen, unseres Erachtens ist der Leitzinsgipfel wegen der Probleme bei US-Regionalbanken aber bereits erreicht.¹

Kritischer sehen wir die Situation bei der EZB: Unserer Einschätzung nach würde der Einlagesatz erst bei 4,00 % ein ausreichend restriktives Niveau erreichen, um die Inflation nachhaltig in Richtung 2,0 % zurückzuführen.² Die jüngste Ratssitzung

¹ Vgl. unser Economic Research AKTUELL „Fed hat vorerst genug“ vom 04.05.2023.

² Vgl. unser Economic Research AKTUELL „EZB geht es langsamer an“ vom 04.05.2023.

hat unseres Erachtens aber gezeigt, dass sich die EZB dieses Niveau eher doch nicht zutrauen wird. Zu ihrer Verunsicherung beigetragen haben dürfte auch die jüngste Umfrage unter Banken, die strengere Kreditvergabebedingungen ans Licht gebracht hat. Die unserer Prognose zufolge bis zur Ratssitzung im September vorliegende tiefere Inflationsrate scheint zudem gerade diejenigen Ratsmitgliedern in die Karten zu spielen, die Anzahl und Ausmaß von Zinsstraffungen ohnehin als eher begrenzt ansehen. Mehr als zwei kleine Zinsschritte werden es deshalb wohl nicht mehr. Unsere Leitzinsprognose für den Einlagesatz haben wir daher von 4,00 auf 3,75 % gesenkt, es bestehen weiter Aufwärtsrisiken. Sowohl für die Fed als auch die EZB erwarten wir, dass das jeweilige Leitzinsgipfelniveau für mindestens sechs Monate beibehalten wird. Leitzinssenkungen sind ein echtes Thema erst für 2024.

Restriktivere Kreditvergabe der Banken

Kreditvergabebedingungen (EWU, Saldo, %)



Quelle: Refinitiv Datastream

US-Regierung droht das Geld auszugehen

Kassenbestand bei Fed (US-Regierung, Mrd. US-\$)



Quelle: Refinitiv Datastream

Staatsanleihen: Streit um US-Schuldenobergrenze potenzieller Belastungsfaktor

Ereignisrisiko US-Zahlungsausfall

Leitzinserwartungen und die Tragfähigkeit von Staatsschulden bleiben aus unserer Sicht für 2023 wesentliche Treiber für die Renditen erstklassiger 10-jähriger Staatsanleihen. Fallende Inflationsraten und der US-Konjunkturabschwung sprechen dem Grunde nach zwar für tiefere Renditestände. Manche Anlegererwartung auf baldige (US-)Leitzinssenkungen wird sich unseres Erachtens aber nicht so rasch erfüllen. Wegen des politischen Gezerres um die US-Schuldenobergrenze besteht auf 3M-Sicht sogar ein erhöhtes Renditerisiko nach oben. Ohne eine Aussetzung oder Anhebung der Grenze droht möglicherweise schon Anfang Juni die Zahlungsunfähigkeit der USA, da die außergewöhnlichen Maßnahmen langsam ausgeschöpft sind, mit denen das US-Schatzamt seit Mitte Januar 2023 einen Zahlungsstopp abwenden konnte. Wir setzen auch dieses Mal auf einen politischen Kompromiss, da die potenziellen Folgen für die Wirtschaft und internationalen Finanzmärkte gravierend wären. Wird die Schuldengrenze zunächst lediglich für einige Monate ausgesetzt, kehrt die Verunsicherung dann voraussichtlich später wieder zurück.

Perspektiv tiefere Renditestände und EUR-USD um 1,10

Abgesehen vom Gezerre um die US-Schuldenobergrenze sehen wir über die 3M-Sicht hinaus, dass sich der Weg für etwas tiefere Staatsanleiherenditen öffnet. Vor allem US-Treasuries dürften dann von sich verstärkenden Leitzinssenkungsspekulationen stärker profitieren als Bundesanleihen. Für EUR-USD behalten wir Kurse um 1,10 weiter im Blick, auch wegen der von uns erwarteten milden US-Rezession. Temporär höhere Kurse überraschten uns nicht. Unser DAX-Ziel von 15.800 Punkten für Mitte 2023 halten wir wegen des unsicheren Makroumfeldes aufrecht.

Prognosen

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

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

* HVPI, Ausnahme Deutschland: nationaler Index

Zinsen und Renditen (%)	09.05.2023	+3 Monate	+6 Monate	+12 Monate
USA				
Federal Funds Rate (oberer Zielspannenwert)	5,25	5,25	5,25	4,75
2-jährige Treasury	4,10	4,00	3,80	3,50
10-jährige Treasury	3,53	3,30	3,20	3,00
Euroraum				
Hauptrefinanzierungssatz	3,75	4,25	4,25	4,00
Einlagesatz	3,25	3,75	3,75	3,50
2-jährige Bundesanleihe	2,67	2,80	2,50	2,20
10-jährige Bundesanleihe	2,34	2,50	2,20	2,00
Großbritannien				
Bank Rate	4,25	4,50	4,50	4,00
2-jährige Gilt	3,86	3,70	3,20	3,00
10-jährige Gilt	3,86	3,50	3,20	3,00
Schweiz				
SNB-Leitzins	1,50	2,00	2,00	2,00
2-jährige Eidgenössische	1,12	1,65	1,60	1,50
10-jährige Eidgenössische	1,11	1,50	1,40	1,10

Quelle: Refinitiv Datastream. Monate: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe

Aktienmarkt	09.05.2023	30.06.2023	31.12.2023
DAX	15.955	15.800	16.300

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

Währungen	09.05.2023	+3 Monate	+6 Monate	+12 Monate
EUR-USD	1,10	1,12	1,12	1,15
EUR-GBP	0,87	0,88	0,86	0,85
EUR-CHF	0,98	1,00	1,05	1,05
EUR-PLN	4,57	4,70	4,50	4,50

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	PLN	Polnischer Zloty als Währung
EUR	Euro als Währung	SNB	Schweizerische Nationalbank (Notenbank der Schweiz)
EWU	Europäische Währungsunion	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
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
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
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.
Notenbank	Eine Notenbank ist eine eigenständige Institution, die mit der Durchführung der Geldpolitik betraut ist
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
Stagflation	Gleichzeitiges Auftreten einer wirtschaftlichen Stagnation (geringes bzw. ausbleibendes Wirtschaftswachstum) und höherer Inflationsraten
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