



# Leitzinsen im Stand-by-Modus

22. September 2023

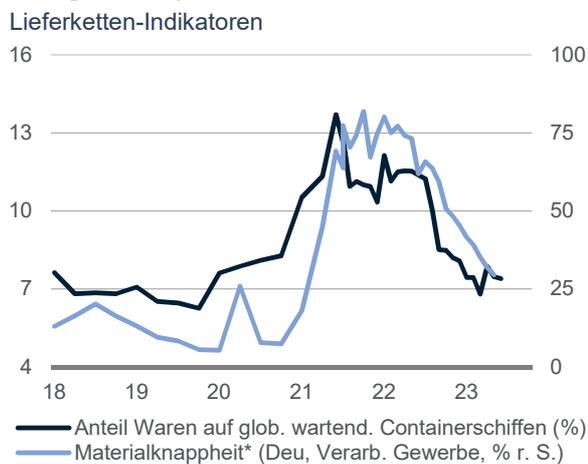
Dr. Alexander Krüger  
+49 211 4952-187  
alexander.krueger@hal-privatbank.com

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

**Unsere Sorge hinsichtlich der globalen Wachstumsaussicht hat weiter Bestand. Dagegen dürfte sich das Inflationsumfeld noch 2023 weiter und deutlich entspannen. Leitzinserhöhungen werden vorerst wohl in der Luft liegen, die aktuellen Leitzinsstände aber dennoch länger bestehen bleiben. EUR-USD erwarten wir auf 3M-Sicht unter 1,10.**

In unserer Prognosesitzung in dieser Woche haben wir unsere makroökonomischen Prognosen weitgehend unverändert belassen. So erwarten wir für die Weltwirtschaft für 2023 und bis weit ins kommende Jahr hinein weiterhin eine schwache Wachstumsdynamik. In vielen Ländern haben sich die konjunkturellen Bremswirkungen geldpolitischer Straffungen noch nicht vollständig entfaltet und die Belastungen aus oft noch hohen, wenngleich rückläufigen Inflationsraten sind nicht ausgestanden. Aus verschiedenen Haushalts- und Unternehmensbefragungen leiten wir zudem eine anhaltend hohe Zukunftsunsicherheit ab, die wie Mehltau auf Konsum- und Investitionsentscheidungen liegt. Dies ist derzeit vor allem für China und den Euroraum von Bedeutung, weshalb die dortigen konjunkturellen Durststrecken anhalten dürften. Beständig besser funktionierende Lieferketten sichern die globale Wirtschaftstätigkeit unseres Erachtens zwar nach unten ab. Global steigende Corona-Neuinfektionen könnten hier aber bereits auf kurze Sicht zu Dambrüchen führen.

## Entspannung bei Lieferketten



Quelle: Institut für Weltwirtschaft Kiel, ifo Institut. \* ifo-Umfrage bei Unternehmen (Produktionsbehinderung durch Materialknappheit)

## China: Disinflation statt Deflation



Quelle: LSEG Datastream

## China: Wirtschaftsflaute hält an, keine Deflation

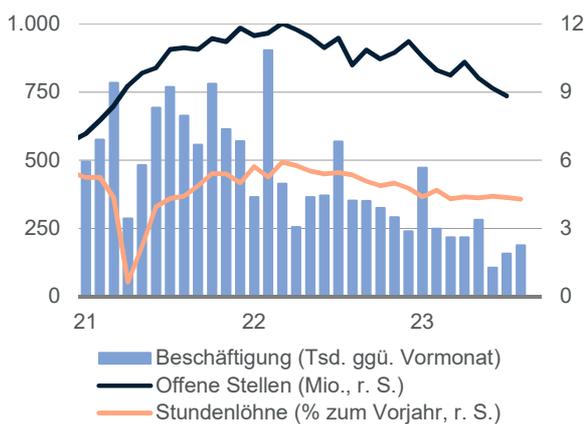
Für die Volksrepublik China erwarten wir, dass die Wachstumsdynamik trotz der Stimulierungsmaßnahmen von Regierung und PBoC verhalten bleiben wird. Der schwache Außenhandel und der weiter kriselnde Immobiliensektor belasten die dortige Produktion. Damit fällt das Land als globales Zugpferd vorerst weiter aus. Sorge bereitet uns die hohe und weiter gestiegene Verschuldung der Unternehmen, weshalb das Risiko konjunktureller Rückschläge höher ist als sonst. Für die kommenden Wochen rechnen wir daher mit weiteren Stimulierungsmaßnahmen, die mit einer Konjunkturstabilisierung einhergehen dürften. Zu einer kräftigen Belebung der Inlandsnachfrage wird es aber kaum kommen, sodass sich ein Inflationsdruck auf absehbare Zeit nicht aufbauen wird. Unsere Deflations Sorgen sind gering, zumal eine fortschreitende Schrumpfung von Krediten und Einkommen nicht zu erkennen ist.

## USA trotz einer Rezession

USA: "soft landing" – oder sogar "no landing"?

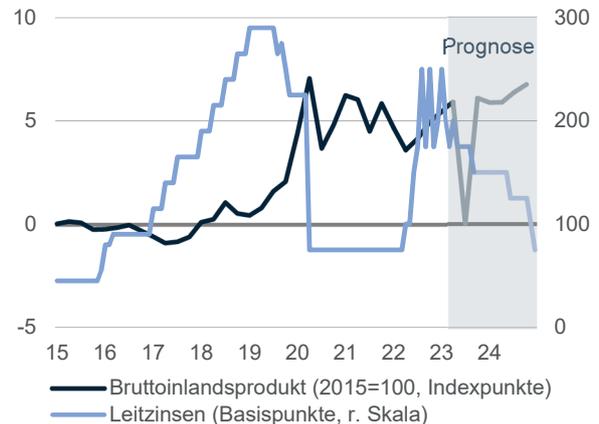
Bezüglich der USA haben uns die jüngsten Daten in der Sicht einer sanften Konjunkturlandung bestärkt. Der Beschäftigungsanstieg schwächt sich langsam ab und der Inflationsweg geht, mitunter holprig, nach unten. Weiterhin bremst die restriktive Geldpolitik. Demgegenüber zeigt die Wirtschaft jedoch auch im laufenden Quartal eine hohe Resilienz: Das BIP wird wohl erneut zunehmen, wenngleich mit niedriger Rate. Ähnlich dürfte das Jahresschlussquartal verlaufen. Die aus unserer Sicht weiter unter dem Teppich schlummernden Probleme bei US-Regionalbanken mahnen aber zu konjunktureller Vorsicht. Zudem bahnt sich Streit bei den Budgetplanungen für den Zentralstaat an. Dort setzt die Republikanische Partei alles daran, weitere Ausgabenkürzungen durchzusetzen. Wenn die Finanzierungsbefugnis für die Bundesausgaben Ende September ausläuft, kann eine Blockadepolitik zu einem Regierungsstillstand führen. Womöglich werden dann auch wichtige Konjunkturdaten nicht mehr veröffentlicht, wodurch eine konjunkturelle Lagebeurteilung erschwert wird.

US-Arbeitsmarkt kühlt sich ab  
Arbeitsmarkt (USA)



Quelle: LSEG Datastream

Mittelfristig kratzt der Zinsabstand an USD  
Divergenz (USA minus EWU)



Quelle: LSEG Datastream  
Okt 2023–Dez 2024: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe

Euroraum: Wirtschaftslage bleibt schwierig

Für den Euroraum und Deutschland im Besonderen zeichnet sich unverändert eine schwache Konjunktorentwicklung ab. Der Start ins laufende Quartal ist seitens wichtiger realer Daten alles andere als gelungen, zentrale Stimmungskindikatoren vermitteln für die nahe Zukunft überdies kaum Zuversicht. Dabei ist und bleibt die Industrie ein Sorgenkind, sie spürt die schwache globale Nachfrage, insbesondere aus China. Besonders betroffen ist Deutschland, da der Exportfokus hierzulande größer ist als anderswo. Wettbewerbsnachteile wegen hoher Energiepreise kommen hinzu. Wir rechnen mit anhaltenden Stagnationstendenzen, etwas mehr als eine schwarze Null beim BIP-Wachstum stellt für uns eine absolute Obergrenze für das zweite Halbjahr 2023 dar. Damit festigte sich der Wachstumsrückstand gegenüber den USA.

Wachstumschancengesetz wird frühestens auf mittlere Sicht helfen

Die deutsche Bundesregierung hat jüngst ein Wachstumschancengesetz auf den Weg gebracht. Dieses geht unseres Erachtens in die richtige Richtung. Die vorgesehenen Steuerentlastungen und Abschreibungsmöglichkeiten für Unternehmen und Privathaushalte erhöhen zunächst jedoch nur die Chance auf mehr BIP-Wachstum. Damit es zum Wachstumsbeschleuniger wird, müssen aber auch andere Rahmenbedingungen passen. Dazu gehört für uns vor allem eine bürokratische Entlastung, für die es bisher lediglich Eckpunkte für ein Gesetz gibt. Bis das umgesetzt und gelebt wird, werden wohl einige Quartale verstreichen. Da das Wachstumschancengesetz ebenfalls nicht in trockenen Tüchern ist, weil Länder und Kommunen

Bedenken haben, sind wir wachstumsseitig weniger optimistisch als die Bundesregierung. Mehr als die Hoffnung auf künftiges Wachstum besteht aktuell nicht.

## Am Zinsgipfel

Inflationsrückgang ruckelt, ...

Im Euroraum und in den USA konvergierten Inflationsraten zuletzt bestenfalls langsam zu 2%-Zielwerten. Hierbei hat es vor allem für den Euroraum einen Rückschlag gegeben, weshalb wir unsere 2023/24er-Inflationsprognose von 5,3 auf 5,5 % und von 2,6 auf 2,8 % angehoben haben. Sie beinhalten, dass bei den Vorjahresraten bis etwa Mitte 2024 fast durchgängig die Drei vor dem Komma stehen wird. Hierzu trägt auch der für Anfang 2024 anstehende Preisschub einer höheren CO<sub>2</sub>-Bepreisung bei. Besser sieht der US-Inflationsausblick aus. Nach wie vor rechnen wir für beide Währungsräume mit einem schwerfälligen Rückgang der Kerninflationen. Neuer Tatendrang von EZB und der Fed ist aus unserer Sicht grundsätzlich möglich, aber wenig wahrscheinlich. Beide Notenbanken scheinen das gestiegene Zinsniveau nun wirken zu lassen. Damit ist erst einmal leitzinsseitiges Stillhalten angesagt, dem sich die Bank of England und die SNB unseres Erachtens angeschlossen haben. Mit Blick auf unser Wachstums- und Inflationsbild rücken frühestens für den Frühsommer 2024 erste moderate Leitzinssenkungen auf die Agenda.

... Leitzinsanstieg dürfte aber beendet sein

Vorerst anhaltende Belastungen für 10-jährige Staatsanleihen

Unsere Prognosetabelle zeigt für erstklassige 10-jährige Staatsanleihen weiter perspektivisch sinkende Renditen an. Bis dieser Trend in Gang kommt, dürfte es aber noch dauern. Führende Notenbanken werden aus unserer Sicht vorerst eine Leitzinserhöhungsneigung für den Fall behalten, dass sich der Inflationsanstieg weniger deutlich zurückbildet.<sup>1</sup> Erst wenn klar ist, dass Leitzinsen nicht mehr erhöht werden, dürften Markterwartungen in Richtung Leitzinssenkungen und damit fallende Renditen kippen. Wahrscheinlich wird sich dies ab Anfang 2024 durchsetzen. Vorher wird aber zunächst noch die Emissionsflut an US-Treasuries belasten, ein Regierungsstillstand in den USA bleibt zudem ein Risiko. Zunehmende Sorgen etwa hinsichtlich eines Verlustes des AAA-Ratings für Deutschland könnten wir wegen der schwachen Wirtschaft und hoher Schattenhaushalte nachvollziehen. Auf 3M-Sicht besteht daher das Risiko höherer als prognostizierter Staatsanleiherenditen.

USD mit Rückenwind

USD befindet sich weiter im Aufwind. Dies geht auch darauf zurück, dass die US-Wirtschaftsleistung trotz der restriktiven Geldpolitik weiter zunimmt. Der Euroraum, und das scheinen Marktteilnehmer immer mehr zu realisieren, steht hingegen auf sehr wackeligen Wachstumsfüßen. USD-positiv wirkt zudem der große US-Zinsvorsprung: Fed und EZB behalten sich vor, Leitzinsen weiter anzuheben und erteilen baldigen Leitzinssenkungserwartungen eine klare Absage. Damit wird der nennenswerte US-Zinsvorteil vorerst anhalten und USD weiter unterstützen. Auf 3M-Sicht erwarten wir EUR–USD daher um 1,08. Der unseres Erachtens perspektivisch abschmelzende Zinsabstand spricht auf mittlere Sicht für etwas höhere Kurse.

DAX: Jahresendspurt weiter im Blick

Wenngleich die jüngste Konsolidierung noch anhält, bleiben wir für den DAX zuversichtlich gestimmt. Viele Stimmungsindikatoren dürften einen Boden gebildet haben, auch wegen der voraussichtlich erreichten Leitzinsgipfel. Zudem ist das Bewertungsniveau nur moderat hoch. Für die Investorenstimmung sehen wir für die nächsten Monate deshalb Aufwärtspotenzial. Zu diesem dürfte ebenso der Blick auf 2024 beitragen, für das wir bei etwas mehr globalem Wirtschaftswachstum entsprechend höhere Unternehmensgewinne sehen. Für Erleichterung sorgen unseres Erachtens auch der von uns erwartete Inflationsrückgang und perspektivische Leitzinslockierungen. Unser DAX-Ziel für Ende 2023 liegt weiter bei 16.700 Punkten.

<sup>1</sup> Unseres Erachtens steigert der höhere Rohölpreis die inflationäre Rückschlaggefahr auf kurze Sicht. Klimabedingt höhere Nahrungsmittelpreise sorgen uns für die längere Sicht.

# Prognosen

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

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

\* HVPI \*\*Deutschland: nationaler Index

Zinsen und Renditen (%)	21.09.2023	+3 Monate	+6 Monate	+12 Monate
<b>USA</b>				
Federal Funds Rate (oberer Zielspannenwert)	5,50	5,50	5,50	4,75
2-jährige Treasury	5,18	4,80	4,50	4,00
10-jährige Treasury	4,48	4,10	3,80	3,50
<b>Euroraum</b>				
Hauptrefinanzierungssatz	4,50	4,50	4,50	4,00
Einlagesatz	4,00	4,00	4,00	3,50
2-jährige Bundesanleihe	3,26	3,20	3,00	2,80
10-jährige Bundesanleihe	2,75	2,50	2,30	2,20
<b>Großbritannien</b>				
Bank Rate	5,25	5,25	5,25	4,75
2-jährige Gilt	4,85	4,75	4,60	4,30
10-jährige Gilt	4,31	4,00	3,70	3,30
<b>Schweiz</b>				
SNB-Leitzins	1,75	1,75	1,75	1,50
2-jährige Eidgenössische	1,26	1,30	1,30	1,10
10-jährige Eidgenössische	1,08	1,00	1,00	1,00

Quelle: LSEG Datastream. Monate: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe

Aktienmarkt	21.09.2023	31.12.2023
DAX	15.572	16.700

Quelle: LSEG Datastream. 31.12.2023: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe

Währungen	21.09.2023	+3 Monate	+6 Monate	+12 Monate
EUR-USD	1,06	1,08	1,10	1,12
EUR-GBP	0,87	0,85	0,85	0,84
EUR-CHF	0,96	1,00	1,02	1,02
EUR-PLN	4,63	4,60	4,50	4,50

Quelle: LSEG Datastream. Monate: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe

# Erläuterungen

Abkürzung	Erklärung	Abkürzung	Erklärung
3M, 6M, 12M	3 Monate, 6 Monate, 12 Monate	GGÜ.	Gegenüber
BIP	Bruttoinlandsprodukt	HVPI	Harmonisierter Verbraucherpreisindex
BoE	Bank of England (Notenbank von Großbritannien)	PBoC	People's Bank of China (Notenbank der Volksrepublik China)
CHF	Schweizer Franken	PLN	Polnischer Zloty als Währung
DAX	Deutscher Aktienindex	O. Lebensmittel	Ohne Lebensmittel
DEU, ESP, FRA u. a.	Abkürzungen nach Ländercodeliste DIN ISO 3166	R. Skala / r. S.	Rechte Skala
EZB	Europäische Zentralbank	SNB	Schweizerische Nationalbank
Fed	Federal Reserve Bank (US-Notenbank)	USD	US-Dollar als Währung
GBP	Britisches Pfund	Verarb.	Verarbeitendes

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
Deflation	Beschreibt einen signifikanten und anhaltenden Rückgang des allgemeinen Preisniveaus für Waren und Dienstleistungen, der mit einem schrumpfenden Kredit- und Einkommensprozess einhergeht
Disinflation	Längere Phase mit abnehmendem/geringem Preisniveauanstieg
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	Zentraler Leitzins der US-Notenbank
Geldpolitik	Sämtliche Maßnahmen einer Notenbank zur Erreichung ihrer Ziele
Harmonisierter Verbraucherpreisindex	Einheitlicher Maßstab zur Messung der Inflation in den EWU-Mitgliedstaaten
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
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
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
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. 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

Der schnellste Weg zu uns?  
 Nutzen Sie diesen QR-Code!

