



# Zinsplateau voraus

14. August 2023

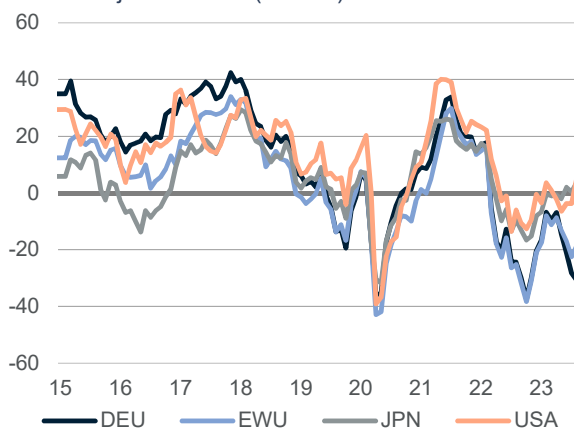
Dr. Alexander Krüger  
+49 211 4952-187  
alexander.krueger@hal-privatbank.com

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

**Den Trend einer schwach bleibenden Weltwirtschaft und eines rückläufigen Inflationsdrucks sehen wir weiter als intakt an. Im Zuge dessen dürfte sich das Zinsplateau immer weiter ausbreiten. Die aktuellen Rating-Störgeräusche aus den USA bewerten wir dabei ebenso als temporär wie den jüngsten Rücksetzer beim DAX.**

Bei der turnusmäßigen Überprüfung unserer makroökonomischen Prognosen in dieser Woche haben wir lediglich kosmetische Änderungen vorgenommen. Letztlich rechnen wir unverändert mit einer sich schwach entfaltenden Weltwirtschaft, die von mehreren Regionen gebremst wird. Zu nennen sind hier zuvorderst die USA, für deren Wirtschaft wir aufgrund des starken Anstiegs des allgemeinen Zinsniveaus eine Abschwächung erwarten. Die anstehenden Konjunkturdaten dürften also eher mau ausfallen. Dabei gehen wir aber weiter von einer sanften Landung aus.<sup>1</sup> Nach wie vor sehen wir den robusten Arbeitsmarkt als Versicherung gegen eine Rezession an, die mehr als technischer Natur ist. Auch die Stabilisierungsanzeichen am Immobilienmarkt sowie die jüngst in der sentix-Befragung deutlich verbesserte Lageeinschätzung und gestiegenen Erwartungen stützen diese Sicht.

Schere statt Gleichlauf  
sentix Konjunkturindex (Punkte)



Quelle: Refinitiv Datastream

Stabilisierung am US-Wohnungsmarkt  
Wohnimmobilien (USA)



Quelle: Refinitiv Datastream

Euroraum weiterhin nicht  
in einer Rezession

Auch China sorgt dafür, dass  
die Weltwirtschaft stottert

## Stagnative Tendenzen setzen sich fest

Stagnationssignale senden Japan und der Euroraum. Letzterer hält sich unter anderem wegen statistischer Aufwärtsrevisionen, was unseres Erachtens einen kleinen Lichtblick darstellt. Für Deutschland bleibt das Wachstumslicht aber ausgeknipst.<sup>2</sup> Moderat aufwärts geht es in Asien, auch wenn es China an einer echten Wachstumsdynamik fehlt. Das Politikbüro hat deshalb bereits gezielte Konjunkturlösungen auf den Weg gebracht, um dem privaten Konsum und der Geschäftstätigkeit der Unternehmen mehr Schwung zu verleihen. Steuern und Wohnungsmieten werden gesenkt und der Kauf von Elektroautos gefördert. Eine weitere Abschwächung der Inlandsnachfrage dürfte damit verhindert werden. Zu einer über unsere 2023er-

<sup>1</sup> Vgl. auch unser Economic Research AKTUELL „US-BIP wächst stabil“ vom 27.07.2023.

<sup>2</sup> Vgl. auch unsere Economic Research AKTUELL „Im Wachstumssumpf“ vom 27.07.2023 und „Wirtschaft gibt Raum für EZB-Zinsanhebung“ vom 31.07.2023.

Inflation treibt Notenbanken  
eventuell noch dazu, bei  
Leitzinsen nachzulegen

Wachstumsprognose von 2,6 % hinausgehenden Belebung der Weltwirtschaft trägt dies jedoch ebenso wenig bei wie die aus Lateinamerika zurzeit hereinkommenden Abschwungssignale. Mit unserer Prognose von 2,8 % für 2024 bleiben wir überdies unverändert in der Defensive: Unseres Erachtens wird die globale Wirtschaftstätigkeit auch dann unter einer gewachsenen Politisierung der internationalen Wirtschaftsbeziehungen, höheren Energiepreisen und hohen Zinsen leiden.

Inflationsseitig bleibt der Weg für einen im Vorjahresvergleich weiter abnehmenden Preisdruck für die kommenden Monate grundsätzlich vorgezeichnet. Hierzu werden vor allem Basiseffekte beitragen, mancherorts besonders im Oktober. Dennoch bleiben wir dabei, dass ein Übergang in ein preisstabiles Umfeld aufgrund der sich vorerst weiterdrehenden Kerninflationsspirale wenig wahrscheinlich ist. Hinzu kommt, dass die Rückschlaggefahren wegen des höheren Rohölpreises, der zurzeit rund 20,0 % über seinem Tief vom 17.03.2023 liegt, bereits auf die kurze Frist zugenommen haben. Auch das Lohnwachstum gilt es im Auge zu behalten: Aktuell liegt es im Euroraum bei 4,9 %, in Großbritannien bei 7,0 % und in den USA bei 4,4 %. Obgleich es hier danach aussieht, dass der Deckel auf den Topf gesetzt ist, bleibt es noch immer hoch. Fallen Inflationsraten deshalb nicht wie erhofft, könnten Notenbanken leitzinsseitig noch nachlegen und sich bisher erreichte Leitzinshöhen als zu niedrig erweisen. Von den führenden Notenbanken haben wir hier besonders die Bank of England und die Fed im Visier. Die Unsicherheit über die tatsächliche Gipfelhöhe dürfte vor allem in diesem Jahr ein ständiger Begleiter bleiben.

Hohe Kerninflation ist ein Problem, ...  
Verbraucherpreise (Kern, % zum Vorjahr)



Quelle: Refinitiv Datastream

... hohe Inflationserwartungen auch  
Marktbasierte langfristige Inflationserwartungen (5x5, %)



Quelle: Refinitiv Datastream

## Auf der Suche nach dem Trend

Angesichts unseres weitgehend unveränderten Prognosetableaus möchten wir unsere Sicht der nachstehenden Themenbereiche detaillierter erläutern:

Geldpolitische Übersteuerung  
bei einem EZB-Einlagesatz  
von 4,00 %? Wohl kaum!

- **EZB:** Der Wachstumsoptimismus der Notenbank hat durch die jüngsten Konjunkturdaten nur wenige Kratzer erhalten. Eine deutliche Senkung der EZB-BIP-Projektion für 2023 im September dürfte damit vom Tisch sein. Abseits von Konjunktureenbruch und Rezession ermöglicht dies der Notenbank, die von ihr betonte entschlossene Inflationsbekämpfung fortzusetzen. Am Ende sehen wir sie daher weiterhin nicht: So wird die Kerninflationsrate bis zur Sitzung im September wohl bestenfalls auf 5,0 % sinken – zu hoch, um zinsseitig bereits die Hände in den Schoß zu legen. Und abgesehen davon, dass die EZB erst spät auf den

Inflationsanstieg reagiert und leitzinsseitig somit noch Nachholbedarf hat, befinden sich die langfristigen marktbasierenden Inflationserwartungen in einem fortwährenden Aufwärtstrend: Aktuell betragen sie 2,63 % (siehe Grafik oben rechts). Für September rechnen wir daher weiter mit einem Einlagesatz von 4,00 %. Dieses Niveau muss unseres Erachtens mindestens bestehen, damit die EZB von entschlossener Inflationsbekämpfung sprechen kann. Weitere Zinsanhebungen sind aus unserer Sicht nötig, zumal der neutrale Leitzins wegen struktureller Preistreiber höher liegen dürfte als bisher. Die Ratsmitglieder aus hochverschuldeten EWU-Ländern werden dies aber wohl verhindern. Sie dürften betonen, dass restriktive Impulse auch von der fortschreitenden Bilanzverkürzung ausgehen.

US-Rating-Herabstufung wird für Treasuries nicht zum Dauerbrenner, langfristig ist der geldpolitische Kurs ausschlaggebend

- **Staatsanleihen:** Die von uns im Juli ausgerufene Schwankungsanfälligkeit 10-jähriger Staatsanleiherenditen hat sich rasch eingestellt. Hatte S&P das Top-Rating für den US-Zentralstaat bereits 2011 entzogen, reagierten Marktteilnehmer zuletzt verschnupft auf das gleiche Vorgehen durch Fitch. Hinzu kamen Zweifel, ob der US-Leitzinsgipfel tatsächlich erreicht ist. Es sieht aber danach aus, dass sich der Renditeanstieg trotz verstärkter Neuemissionstätigkeit des US-Schatz-amtes nicht beschleunigt. Unsere Renditeprognose haben wir daher nahezu unverändert belassen. Die hohe Liquidität von US-Treasuries, die herausgehobene Stellung von USD als Welt-Reservewährung und der Mangel an attraktiven Anlagemöglichkeiten sprechen aus unserer Sicht gegen einen weiteren und nachhaltigen Renditeanstieg. Zudem muss sich die US-Kreditaufnahme unseres Erachtens nicht zwangsläufig dauerhaft verteuern. Immerhin zeigt das fiskalpolitisch wesentlich schlechter aufgestellte und ein tieferes Rating aufweisende Japan, dass die Geldpolitik entscheidender für die Renditeentwicklung ist. Für Letztere richten wir den Blick auf 6M-Sicht daher weiter nach unten, da Investoren dann auf den Umfang potenzieller Leitzinssenkungen fokussiert sein dürften. Wie lange dies 2024 anhalten wird, ist unklar: Nach den US-Präsidentenwahlen im November wird es Anfang 2025 bereits um die Anhebung der zurzeit ausgesetzten Schuldenobergrenze gehen. Sorgen um tragfähige US-Staats-schulden dürften spätestens dann in den Staatsanleihemarkt zurückkehren.

Für EUR–USD liegt der Anker weiter bei 1,10

- **EUR–USD:** Durch den Kursrückgang in den vergangenen Wochen sehen wir unsere Sicht bestätigt, dass 1,10 bis auf Weiteres der Anker für das Währungspaar ist. Eine weitere Leitzinsanhebung der Fed liegt nicht nur etwas mehr in der Luft. Auch wächst die Überzeugung, dass der Leitzins 2024 weniger ambitioniert gesenkt wird. Zudem ist es weniger wahrscheinlich geworden, dass die EZB den Einlagesatz über 4,00 % anhebt. Diese Marktsicht teilen wir, nach einer nennenswerten Einengung des Zinsabstandes sieht es nicht aus. USD-stützend wirken unseres Erachtens auch die US-Konjunkturdaten, die in Summe bis zuletzt robust ausgefallen sind und Rezessionssorgen unter der Decke halten. Da wir davon ausgehen, dass diese Gemengelage bestehen bleiben wird, dürften sich etwaig auftretende EUR-Festigungstendenzen lediglich als Strohfeuer erweisen.

DAX-Rücksetzer bedeutet keinen allgemeinen Stimmungswandel

- **DAX:** Auf das DAX-Hoch Ende Juli folgte eine heftige Korrektur. Maßgeblich waren unter anderem neuerliche Sorgen um US-Banken, Unsicherheiten über eine weitere US-Leitzinsanhebung, die überraschende Rating-Herabstufung der USA durch Fitch sowie manche Enttäuschung in der Unternehmensberichterstattung. Wir sehen diese Belastungen jedoch als nicht von Dauer an. Spätestens bis im Herbst dürfte Klarheit über die endgültige Höhe des Leitzinsniveaus bestehen. Auch der Ausblick auf 2024 mit einer leicht dynamischeren Weltwirtschaft und Leitzinssenkungen wirken unseres Erachtens unterstützend. An unserem DAX-Ziel von 16.700 Punkten für Ende 2023 halten wir deshalb fest.

# 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*	5,4	3,4	0,6	0,9	2,6	8,4	5,3	2,6
Deutschland**	3,1	1,9	-0,2	0,7	3,1	6,9	5,7	2,5
Frankreich	6,4	2,5	0,9	0,9	2,1	5,9	5,5	2,4
Italien	7,0	3,8	0,9	0,5	1,9	8,7	5,7	2,3
Spanien	5,5	5,5	1,3	1,0	3,0	8,3	3,3	2,4
Großbritannien	7,6	4,1	0,5	0,8	2,6	9,1	7,5	2,5
Schweiz	4,2	2,1	0,8	1,2	0,6	2,8	2,3	1,3
USA	5,9	2,1	1,9	1,0	4,7	8,0	3,9	2,1
China	8,1	3,0	5,0	4,5	0,9	2,0	0,2	1,4
Japan	2,2	1,0	1,5	1,7	-0,2	2,5	2,8	0,9
Indien	8,9	6,6	6,5	6,7	5,1	6,7	5,1	5,3

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

\* HVPI \*\*Deutschland: nationaler Index

Zinsen und Renditen (%)	11.08.2023	+3 Monate	+6 Monate	+12 Monate
<b>USA</b>				
Federal Funds Rate (oberer Zielspannenwert)	5,50	5,50	5,50	4,50
2-jährige Treasury	5,01	4,80	4,40	3,50
10-jährige Treasury	4,18	3,70	3,30	3,00
<b>Euroraum</b>				
Hauptrefinanzierungssatz	4,25	4,50	4,50	4,00
Einlagesatz	3,75	4,00	4,00	3,50
2-jährige Bundesanleihe	3,04	3,20	3,00	2,80
10-jährige Bundesanleihe	2,62	2,30	2,20	2,00
<b>Großbritannien</b>				
Bank Rate	5,25	5,50	5,50	4,75
2-jährige Gilt	5,01	4,75	4,50	4,00
10-jährige Gilt	4,53	4,00	3,60	3,20
<b>Schweiz</b>				
SNB-Leitzins	1,75	2,00	2,00	1,50
2-jährige Eidgenössische	1,12	1,30	1,20	1,00
10-jährige Eidgenössische	1,10	1,00	1,10	0,90

Quelle: Refinitiv Datastream. Monate: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe

Aktienmarkt	11.08.2023	31.12.2023
DAX	15.832	16.700

Quelle: Refinitiv Datastream. 31.12.2023: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe

Währungen	11.08.2023	+3 Monate	+6 Monate	+12 Monate
EUR-USD	1,10	1,10	1,10	1,08
EUR-GBP	0,86	0,85	0,85	0,84
EUR-CHF	0,96	1,00	1,02	1,02
EUR-PLN	4,44	4,60	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	Fed	Federal Reserve Bank (US-Notenbank)
BIP	Bruttoinlandsprodukt	Fitch	Fitch Ratings, US-amerikanische Ratingagentur
CHF	Schweizer Franken	GBP	Britisches Pfund
DAX	Deutscher Aktienindex	PLN	Polnischer Zloty als Währung
DEU, ESP, FRA u. a.	Abkürzungen nach Ländercodeliste DIN ISO 3166	R. Skala / r. S.	Rechte Skala
EUR	Euro als Währung	Sentix	Konjunktureller Stimmungsindikator
EWU	Europäische Währungsunion	SNB	Schweizerische Nationalbank
EZB	Europäische Zentralbank	USD	US-Dollar als Währung

Begriff	Erklärung
5J 5J / 5x5	Maß für die in fünf Jahren für die darauf folgenden fünf Jahre bestehende Inflationserwartung
Annualisiert	Gegenüber dem Vormonat bzw. Vorquartal und auf das Jahr hochgerechnete Veränderungsrate
Bank Rate	Hier als Leitzins der Notenbank von Großbritannien
Basiseffekt	Spielt bei Veränderungsraten eine Rolle, meist bezogen auf das Vorjahr. Die Höhe z. B. der Inflationsrate eines bestimmten Jahres hängt nicht nur von der aktuellen monatlichen Preisentwicklung ab, sondern auch von der Höhe der Ausgangsbasis der Vorperiode
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
Emission	Ausgabe von Wertpapieren, z. B. Staatsanleihen
Federal Funds (Target) Rate	Leitzins der US-Notenbank Fed. Hier als oberer Rand des von der Fed angestrebten Zielkorridors für den Tageszinssatz verstanden, zu dem sich US-Banken untereinander Kredite zur Deckung der Mindestreserveverpflichtungen zur Verfügung stellen
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. In der Regel gegenüber dem Vormonat und Vorjahr ermittelt
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
SP& Case-Shiller	Von Standard & Poor's berechneter Häuserpreisindex, der die Preisentwicklung am US-amerikanischen Wohnimmobilienmarkt widerspiegelt
Staatsanleihe/Staatstitel	Schuldverschreibungen des jeweiligen Staates mit unterschiedlichen Laufzeiten. Hierzu zählen u. a. deutsche Bundesanleihen, britische Gilt, US-amerikanische Treasuries und Eurobonds
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!

