



**BERENBERG**

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Volkswirtschaft, 21.09.2020

## Makroausblick 2020

Jan | Feb | Mrz | Apr | Mai | Jun | Jul | Aug | **Sep** | Okt | Nov | Dez



# Wichtige Informationen und Hinweise



**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Bei dieser Information handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Bei diesem Dokument und bei Referenzen zu Emittenten, Finanzinstrumenten oder Finanzprodukten handelt es sich nicht um eine Anlagestrategieempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 34 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 oder um eine Anlageempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 35 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 jeweils in Verbindung mit § 85 Absatz 1 WpHG. Als Marketingmitteilung genügt diese Information nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegt keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Diese Information soll Ihnen Gelegenheit geben, sich selbst ein Bild über eine Anlagemöglichkeit zu machen. Es ersetzt jedoch keine rechtliche, steuerliche oder individuelle finanzielle Beratung. Ihre Anlageziele sowie Ihre persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse wurden ebenfalls nicht berücksichtigt. Wir weisen daher ausdrücklich darauf hin, dass diese Information keine individuelle Anlageberatung darstellt. Eventuell beschriebenen Produkte oder Wertpapiere sind möglicherweise nicht in allen Ländern oder nur bestimmten Anlegerkategorien zum Erwerb verfügbar. Diese Information darf nur im Rahmen des anwendbaren Rechts und insbesondere nicht an Staatsangehörige der USA oder dort wohnhafte Personen verteilt werden. Diese Information wurde weder durch eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch durch andere unabhängige Experten geprüft. Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen basieren entweder auf eigenen Quellen des Unternehmens oder auf öffentlich zugänglichen Quellen Dritter und spiegeln den Informationsstand zum Zeitpunkt der Erstellung der unten angegebenen Präsentation wider. Nachträglich eintretende Änderungen können in diesem Dokument nicht berücksichtigt werden. Angaben können sich durch Zeitablauf und/oder infolge gesetzlicher, politischer, wirtschaftlicher oder anderer Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Wir übernehmen keine Verpflichtung, auf solche Änderungen hinzuweisen und/oder eine aktualisierte Information zu erstellen. Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Zur Erklärung verwendeter Fachbegriffe steht Ihnen auf [www.berenberg.de/glossar](http://www.berenberg.de/glossar) ein Online-Glossar zur Verfügung.

Datum: 21.09.2020

## Bank of England vorerst zurückhaltend

Die englische Notenbank lässt ihre Geldpolitik im September unverändert. Wir erwarten allerdings, dass die BoE im November eine weitere Ausweitung ihres Wertpapierankaufprogramms ankündigen wird. Zwei Faktoren sprachen gegen eine frühere Ankündigung bereits im September: (1) Zum einen deuten gegenwärtige Konjunkturdaten auf eine starke Erholung der wirtschaftlichen Aktivität hin. (2) Darüber hinaus hat die englische Notenbank die im Juni angekündigte Ausweitung des Ankaufprogramms in Höhe von 100 Mrd. Pfund noch nicht vollständig abgeschlossen. Sie signalisiert aber, dass dies bis Jahresende der Fall sein dürfte.

Wir erwarten deshalb, dass die Bank of England das Programm um weitere 100 Mrd. Pfund aufstocken und damit Nettoankäufe bis in das Jahr 2021 hinein tätigen wird. Hauptgründe dafür sind die sich verschlechternde Risikolage bezüglich der Corona-Neuinfektionen sowie die wieder prominenter Gefahr eines harten Brexits.

## Fed bekräftigt expansive Geldpolitik

Auch die Fed lässt ihre Geldpolitik erst einmal unverändert. Allerdings hat sie implizit neue Hinweise auf den zu erwartenden Zeithorizont des Fortbestands ihrer expansiven Geldpolitik gegeben. So prognostiziert die Notenbank, es werde angemessen sein, den Leitzins bis Ende 2023 bei 0 % - 0,25 % zu belassen. Auch die großvolumigen Ankäufe von Staatsanleihen („US-Treasuries“) sowie von hypotheckenbesicherten Wertpapieren („MBS“) werden bis auf weiteres, mindestens im derzeit festgesetzten Tempo, fortgeführt. Die Medianprognose für die Verbraucherpreisinflation Ende 2023 geht gegen 2 %, aber nicht darüber hinaus. In Anbetracht des jüngst angekündigten Durchschnittsinflationsziels sowie der geäußerten Bestrebung, temporär mehr als 2 % Inflation zu erreichen, deutet dies implizit darauf hin, dass die expansive Episode der Fed noch länger als drei Jahre anhalten könnte.

## Wichtige Termine 21. September – 27. September 2020:

		Datum	Prognose	Konsens	Letzter Wert
Einkaufsmanagerindex des Verarbeitenden Gewerbes (September)	EZ	23.09., 10:00	51,9	51,9	51,7
Ifo Geschäftsklima (September)	DE	24.09., 10:00	93,8	93,8	92,6
M3 Geldmengenwachstum (August, Vorjahresvergleich)	EZ	25.09., 10:00	10,4 %	10,4 %	10,2 %

## Eurozone

Mit einem Rückgang der Verbraucherpreise um 0,2 % im August (ggü. Vorjahresmonat) ist die Inflationsrate innerhalb der Eurozone erstmals seit 2016 wieder negativ. Die um volatile Preiskomponenten bereinigte Kerninflation bleibt zwar positiv, legte – nach 1,2 % im Juli – im August aber nur noch um 0,4 % auf Jahresbasis zu. Dabei handelt es sich um den niedrigsten Anstieg seit der Einführung des Euro. Die EZB sieht vorerst keinen konkreten geldpolitischen Handlungsbedarf.

Für das BIP erwarten wir 2020 einen Rückgang von 7,9 % (2021: +5,5 %).

## USA

Die Industrieproduktion kann im August (ggü. Vormonat) moderat um 0,4 % zulegen. Es handelt sich um den vierten Anstieg in Folge. Allerdings bleibt sie weit hinter ihrem Vorkrisenwert zurück (–7,3 %). Ganz anders sieht es bei den Einzelhandelsumsätzen aus. Diese haben praktisch eine V-förmige Erholung hingelegt und liegen mittlerweile gar 1,9 % oberhalb ihres Februarlevels.

Für das Jahr 2020 erwarten wir einen Rückgang des BIP in Höhe von 3,7 %, für 2021 einen Anstieg um 3,8 %. Die Inflation sehen wir im laufenden Jahr bei 1,2 % und im kommenden Jahr etwas höher bei 1,8 %.

## Deutschland

Der ZEW-Index kann auch im September überraschen. Dieses Mal äußerst positiv. Die Bewertung der aktuellen Lage legt um 15,1 Punkte zu. Auch die Erwartungskomponente verzeichnet einen ordentlichen Anstieg auf nun 77,4 Zähler. Der Stimmungsindikator sendet also zwei Signale: (1) Die Erholung der wirtschaftlichen Aktivität schreitet weiter voran und (2) die Rahmenbedingungen sollten sich auch in den kommenden Monaten weiter verbessern. Zu beachten bleibt, dass der ZEW-Index relativ sprunghaft ist und die Zahlen nicht überinterpretiert werden sollten.

## China

Während die Produktion auf Jahressicht auch im August weiter ordentliche Zuwachsraten verzeichnet, legen die Einzelhandelsumsätze nur schwach zu. Allerdings war für diese auch lediglich eine Stabilisierung auf dem Vorjahresniveau erwartet worden. Angesichts der aktuellen Lage bezüglich der Schweinepest könnte die Nahrungsmittelinflation wieder etwas Fahrt aufnehmen.

Nach den guten BIP-Daten für das zweite Quartal erwarten wir, dass die chinesische Wirtschaft im Jahr 2020 offiziell um 2,5 % wachsen wird. Tatsächlich dürfte die wirtschaftliche Dynamik allerdings hinter den offiziellen Daten zurückbleiben.

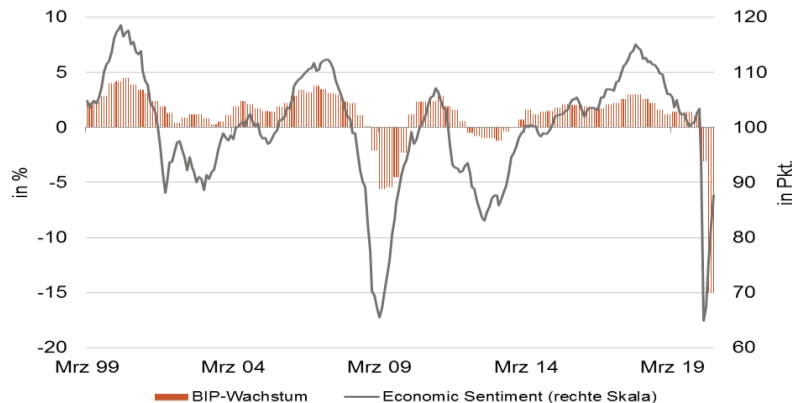
# Eurozone

## Konjunktur- und Preisentwicklung

### Auf dem Weg der Erholung

- Neue Daten zur Industrieproduktion zeigen, dass die Erholung innerhalb der Eurozone weiter voranschreitet. Auch wenn sie mit einem Plus von 4,1 % im Juli (ggü. Vormonat) leicht weniger als erwartet zulegt, bleibt der Zuwachs solide. Im Vorjahresvergleich fällt der Rückgang mit 7,7 % dafür weniger stark aus als gedacht. Allerdings ist auch klar: Bis das Vorkrisenniveau wieder erreicht ist wird es noch dauern.
- Wieder prominenter zu beobachten bleiben die fortlaufenden Brexit-Verhandlungen. Insbesondere das umstrittene britische Binnenmarktgesetz könnte ein Aus der Verhandlungen provozieren.

### Eurozone BIP-Wachstum und Economic Sentiment



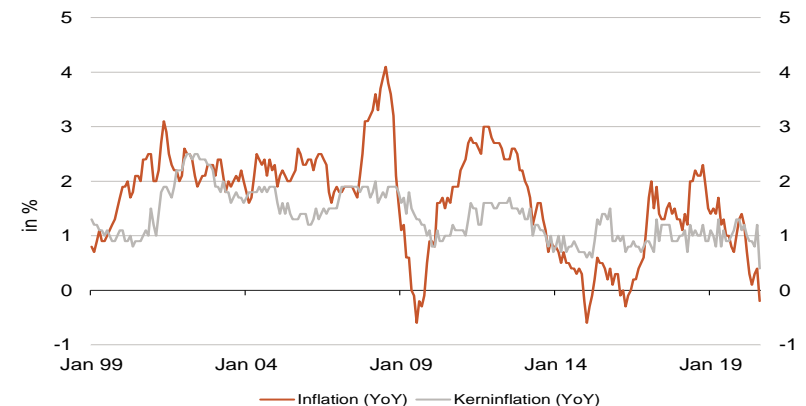
Quellen: Eurostat, Europäische Kommission

Zeitraum: 31.03.1999 – 31.08.2020

### Verbraucherpreise im August rückläufig

- Mit einem Rückgang der Verbraucherpreise um 0,2 % im August (im Vergleich zum Vorjahresmonat) ist die Inflationsrate innerhalb der Eurozone erstmals seit 2016 wieder negativ.
- Die um volatile Preiskomponenten bereinigte Kerninflation bleibt zwar positiv, legte – nach 1,2 % im Juli – im August aber nur noch um 0,4 % auf Jahresbasis zu. Dabei handelt es sich um den niedrigsten Anstieg seit der Einführung des Euro. Die EZB sieht vorerst keinen konkreten, geldpolitischen Handlungsbedarf.

### Eurozone Inflation



Quelle: Eurostat

Zeitraum: 31.01.1999 – 31.08.2020

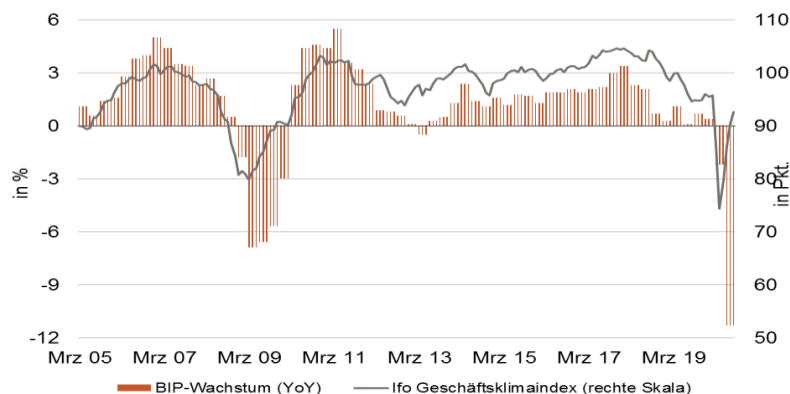
# Deutschland

## Konjunktur- und Preisentwicklung

### ZEW-Index überrascht im September positiv

- Die Bewertung der aktuellen Lage legt um 15,1 Punkte zu. Auch die Erwartungskomponente verzeichnet einen ordentlichen Anstieg auf nun 77,4 Zähler. Der Stimmungsindikator sendet also zwei Signale: (1) Die Erholung der wirtschaftlichen Aktivität schreitet weiter voran und (2) die Rahmenbedingungen sollten sich auch in den kommenden Monaten weiter verbessern. Zu beachten bleibt, dass der ZEW-Index relativ sprunghaft ist und die Zahlen nicht überinterpretiert werden sollten.
- Am 24.09.2020 werden die Zahlen des Ifo-Index veröffentlicht.

### Deutsches BIP und Ifo Geschäftsklima



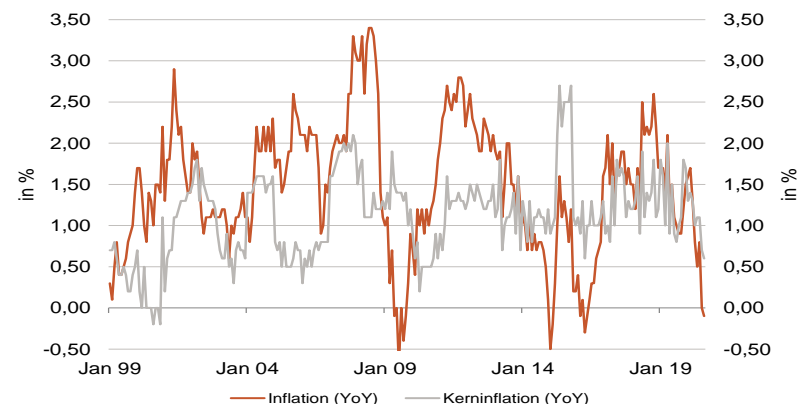
Quellen: Destatis, Ifo Institut

Zeitraum: 31.03.2005 – 31.08.2020

### Preise sinken gegenüber dem Vormonat

- Im August geht die Inflation im Vergleich zum Vorjahresmonat um 0,1 % zurück. Auf Monatssicht sinken die Preise um 0,2 %.
- Auch die Produzentenpreise sind rückläufig und gehen im August (ggü. Vorjahr) um 1,2 % zurück.
- Die Aussagekraft der Inflationsdaten ist während der Corona-Krise eingeschränkt, weil das Konsumverhalten im Vergleich zu normalen Zeiten deutlich verändert ist.
- Für das gesamte Jahr erwarten wir einen Anstieg des Preisniveaus um 0,6 %, 2021 dürften die Preise mit 1,6 % wieder etwas stärker steigen.

### Deutschland Inflation (YoY)



Quellen: Destatis, Eurostat

Zeitraum: 31.01.1999 – 31.08.2020

# USA

## Konjunktur- und Preisentwicklung

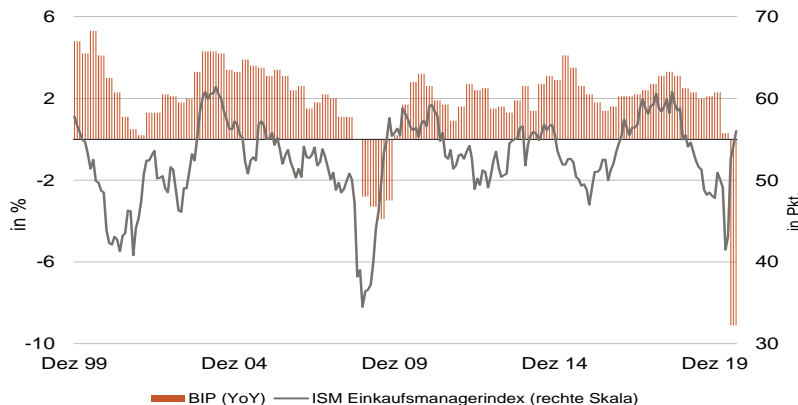


**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

### Einzelhandel mit V-förmiger Erholung

- Die Einzelhandelsumsätze legen mit 0,6 % (ggü. Vormonat) zwar weniger als erwartet zu, haben ihre V-förmige Erholung allerdings bereits im August abgeschlossen. Insgesamt liegen sie nun 1,9 % oberhalb ihres Februar-Levels. Künftig erwarten wir daher lediglich moderate Zuwachsraten.
- Die Industrieproduktion stieg im August (ggü. Vormonat) um 0,4 %. Obwohl sie damit den vierten Monat in Folge zulegen kann, bleibt sie rund 7,3 % hinter ihrem Vorkrisenniveau zurück.
- Der Stimmungsindikator des Verarbeitenden Gewerbes rund um New York legt stark auf 17 Punkte zu.

### USA BIP-Wachstum und Einkaufsmanagerindex



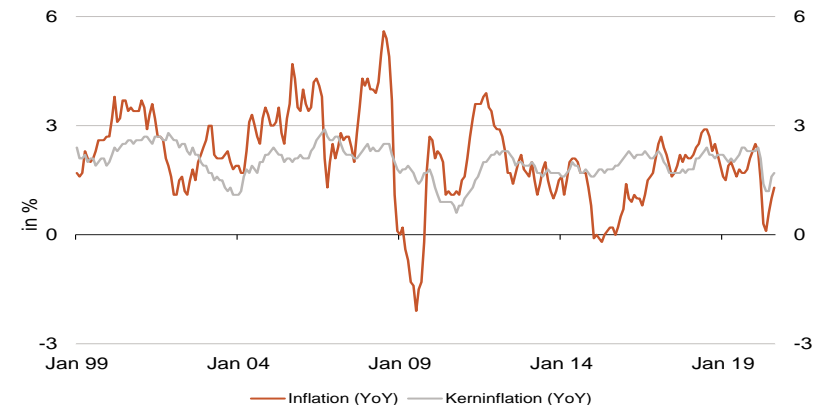
Quellen: BEA, ISM

Zeitraum: 31.12.1998 – 31.08.2020

### Inflation zieht vorübergehend weiter an

- Die Corona-Krise drückt grundsätzlich auf die Preise. Allerdings zog die Inflation im Juli leicht an: Im Vergleich zum Juni stiegen die Preise um 0,6 %, womit die Inflation im Vorjahresvergleich auf 1,0 % zulegt (Konsens: 0,7 %). Dieser Trend setzt sich auch im August fort. Statt um 1,2 % (Konsenserwartung) steigt die Inflation im Vorjahresvergleich auf 1,3 %.
- Dennoch: Auch längerfristig bleibt der Inflationsdruck trotz der extrem expansiven Geldpolitik gedämpft. Für das Gesamtjahr 2020 erwarten wir eine Inflationsrate von 1,2 %.

### USA Inflation



Quelle: BLS

Zeitraum: 31.01.1999 – 31.08.2020

# China

## Konjunktur- und Preisentwicklung

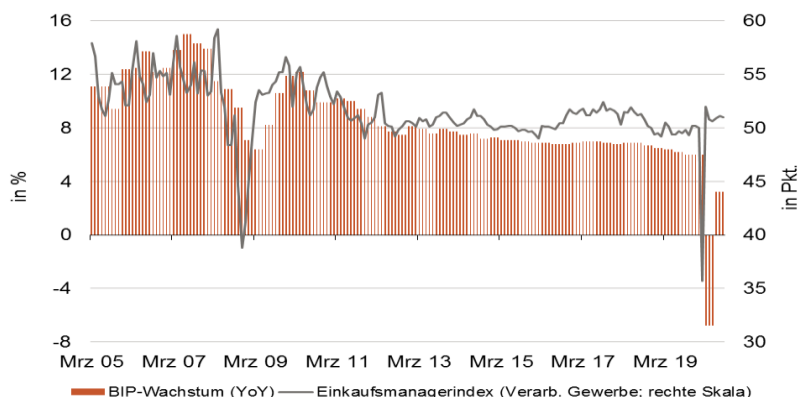


**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

### Einzelhandelsumsätze und Industrieproduktion besser als erwartet

- Sowohl die Einzelhandelsumsätze als auch die Industrieproduktion überraschen positiv.
- Die Einzelhandelsumsätze legen im August (ggü. Vorjahr) um 0,5 % zu, nachdem sie im Vormonat mit -1,1 % noch einen Rückgang zu verzeichnen hatten. Erwartet worden war lediglich eine Stabilisierung auf dem Vorjahresniveau.
- Die Industrieproduktion legt im identischen Vergleichszeitraum statt der erwarteten 5,1 % um satte 5,6 % zu. Chinas Erholung setzt sich sehr solide fort.

### China BIP-Wachstum und Einkaufsmanagerindex



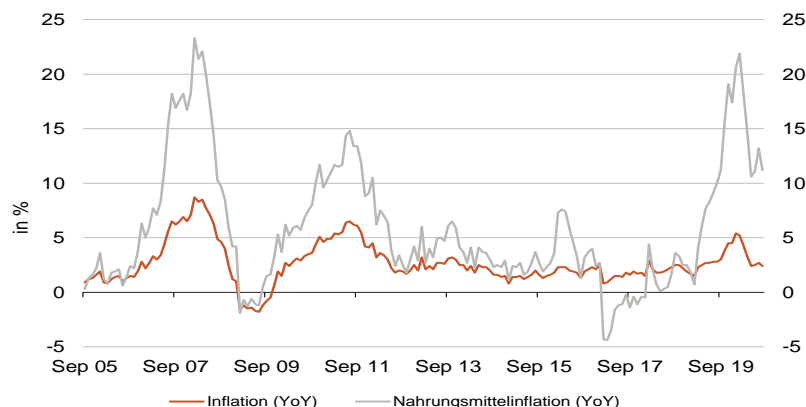
Quellen: NBS, CFLB

Zeitraum: 31.03.2005 – 31.08.2020

### Nahrungsmittelinflation bleibt zu beobachten

- Die Coronakrise wirkt sich auch in China preisdämpfend aus und hat daher für eine Trendumkehr gesorgt. Nach 3,3 % im April (Vorjahresvergleich) liegt die Inflationsrate im August bei „nur“ noch 2,4 %. Die angespannte Lage im Rahmen der Schweinepestkrise und der Importstopp von Schweinefleisch auch aus Deutschland könnten die Nahrungsmittelinflation wieder leicht antreiben.
- Für das Gesamtjahr 2020 erwarten wir eine Inflationsrate von 3,2 %. Für das kommende Jahr prognostizieren wir einen Rückgang auf gut 2,1 %.

### China Inflation (YoY)



Quelle: NBS

Zeitraum: 30.09.2005 – 31.08.2020



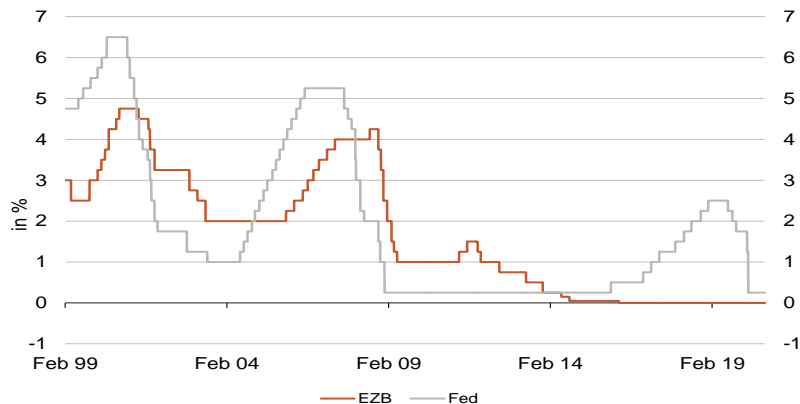
# Marktentwicklung

## Zinsen und Renditen

### Notenbanken im September vorerst ohne geldpolitische Impulse

- Sowohl die englische Notenbank als auch die Fed lassen ihre Geldpolitik im September unverändert. Wir erwarten allerdings, dass die BoE im November eine weitere Ausweitung ihres Wertpapierankaufprogramms ankündigen und damit bis in das Jahr 2021 hinein Nettoankäufe tätigen wird.
- Die Medianinflationsprognose der Fed für Ende 2023 geht gegen 2 %, aber nicht darüber hinaus. In Anbetracht des Durchschnittsinflationsziels deutet dies implizit darauf hin, dass die expansive Episode der Fed noch länger als drei Jahre anhalten könnte.

### Leitzinsen



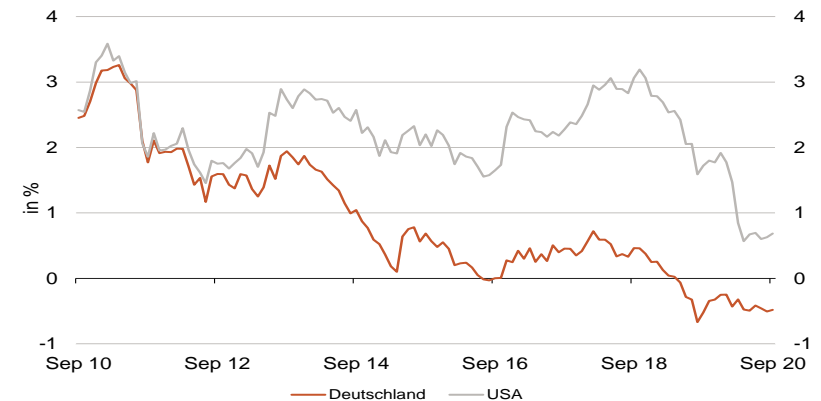
Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01.02.1999 – 21.09.2020

### Renditen seit mehreren Monaten innerhalb stabiler Korridore

- Nachdem es bei den 10-jährigen deutschen und amerikanischen Bundesanleihen Anfang Juni die letzte größere Aufwärtsbewegung (auf  $-0,277\%$  sowie rund  $0,9\%$ ) gegeben hatte, liegen sie seither in eher ruhigerem Fahrwasser.
- Die deutschen Renditen bewegen sich seither zwischen  $-0,55\%$  und gut  $-0,4\%$ . Mit gegenwärtig etwa  $-0,5\%$  liegen sie wieder am unteren Rand der Korridors.
- Die amerikanischen Pendanten verharren mit  $0,66\%$  auch weiterhin zwischen etwa  $0,5\%$  und rund  $0,75\%$ .

### Renditevergleich 10-jähriger Staatsanleihen



Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 21.09.2010 – 21.09.2020

## EUR/USD: Euro hat noch Luft nach oben

- Haupttreiber der Dollarschwäche sind die extrem expansive Geldpolitik der Fed, die anhaltenden Unruhen sowie die Unsicherheit im Rahmen der US-Präsidentschaftswahl. Die impliziten Hinweise der Fed auf eine äußerst langanhaltende Episode expansiver Geldpolitik trüben den Ausblick für den Dollar dabei nachhaltig.
- Bestärkt durch die jüngst eher passive Haltung der EZB dürfte der Euro daher auf starkem Niveau stabil bleiben.
- Aktuell steht der Euro leicht schwächer bei 1,18 USD und hat auf Jahressicht noch Luft nach oben.

## Wechselkurs Euro/US-Dollar



Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 21.09.2015 – 21.09.2020

## EUR/GBP: Brexit-Poker sorgt für Impulse

- Johnsons fragwürdige Manöver im Brexit-Poker ließen den Euro gegenüber dem Pfund in die Höhe schießen. Die Wahrscheinlichkeit eines harten Brexits ist zuletzt gestiegen. Da dieses Risiko zusehends wieder stärker eingepreist wird, hat das Pfund ordentlich Federn gelassen.
- Nachdem Anfang des Monats noch Impulsarmut vorherrschte, dürfte bis Ende September erhöhte Volatilität zu erwarten sein. Bis dahin hat die EU Großbritannien aufgefordert das umstrittene Binnenmarktgesetz wieder zurückzuziehen. Ansonsten droht das Aus der Brexit-Verhandlungen.

## Wechselkurs Euro/Britisches Pfund



Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 21.09.2015 – 21.09.2020

# Kapitalmarktprognosen



**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

		Aktuell	Prognose		
		18.09.2020	30.06.2021	31.12.2021	
<b>Aktienmärkte</b>	USA	<b>S&amp;P 500</b>	3.319	3.600	3.700
		<b>DAX</b>	13.116	13.800	14.200
	Europa	<b>EURO STOXX 50</b>	3.284	3.500	3.650
		<b>MSCI Großbritannien</b>	1.689	1.800	1.850
<b>Rentenmärkte</b>	USA	<b>Fed Funds</b>	0,00-0,25	0,00-0,25	0,00-0,25
		<b>10 Jahre</b>	0,69	1,25	1,40
	Euroland	<b>Hauptrefinanzierungssatz</b>	0,00	0,00	0,00
		<b>10 Jahre*</b>	-0,49	-0,10	0,10
	Großbritannien	<b>Bank Rate</b>	0,10	0,10	0,10
		<b>10 Jahre</b>	0,18	0,50	0,60
<b>Währungen</b>	USA	<b>EUR/USD</b>	1,18	1,22	1,23
	Schweiz	<b>EUR/CHF</b>	1,08	1,10	1,11
	Großbritannien	<b>EUR/GBP</b>	0,92	0,90	0,88
	Japan	<b>EUR/JPY</b>	124	127	128

\*Bundesanleihen.



# Wirtschaftliches Umfeld

	BIP					Inflation				Arbeitslosenquote				Saldo Staatshaushalt			
	Anteil	2019	2020	2021	2022	2019	2020	2021	2022	2019	2020	2021	2022	2019	2020	2021	2022
<b>Welt*</b>	100,0	2,3	-3,6	3,5	2,3												
<b>USA</b>	24,2	2,2	-3,7	3,8	2,5	1,8	1,2	1,8	2,0	3,7	8,4	6,3	5,1	-4,6	-16,0	-10,0	-9,0
<b>China</b>	15,8	6,2	2,5	5,0	3,8	2,9	3,2	2,1	2,1	3,6	4,5	4,6	4,4	-3,8	-9,5	-9,8	-8,8
<b>Japan</b>	5,9	0,7	-5,8	3,0	0,9	0,5	0,1	0,2	0,5	2,4	2,9	3,0	2,7	-3,6	-11,0	-9,0	-8,0
<b>Indien</b>	3,2	5,0	-2,5	3,5	4,0									-2,2	-9,0	-6,0	-4,0
<b>Lateinamerika</b>	6,2	1,5	-6,0	3,5	2,5									-4,6	-10,0	-7,0	-4,0
<b>Europa</b>	25,7	1,2	-7,6	5,4	2,7												
<b>Eurozone</b>	16,1	1,3	-7,9	5,5	2,8	1,2	0,4	0,6	1,3	7,6	7,9	8,5	8,0	-0,6	-11,5	-6,3	-3,5
<b>Deutschland</b>	4,7	0,6	-6,0	4,6	2,4	1,4	0,6	1,6	1,3	3,1	4,3	4,6	3,9	1,5	-9,0	-5,0	-2,5
<b>Frankreich</b>	3,3	1,5	-10,2	8,4	3,1	1,3	0,8	1,0	1,4	8,5	8,2	9,1	7,9	-3,0	-11,0	-7,0	-3,5
<b>Italien</b>	2,4	0,3	-10,4	6,7	2,6	0,6	-0,1	0,7	1,3	9,9	9,7	11,1	10,2	-1,6	-13,5	-6,0	-3,5
<b>Spanien</b>	1,7	2,0	-13,3	8,5	4,8	0,8	-0,3	0,6	1,3	14,1	15,7	15,5	13,8	-2,4	-13,0	-6,5	-3,5
<b>Portugal</b>	0,3	2,2	-9,0	6,6	3,1	0,3	0,0	0,6	1,3	6,6	6,2	8,6	7,2	0,2	-10,5	-5,5	-3,0
<b>Anderes Westeuropa</b>																	
<b>Großbritannien</b>	3,3	1,5	-9,8	6,7	2,2	1,8	0,6	1,5	1,8	3,9	5,8	5,6	5,0	-1,6	-13,5	-6,0	-3,0
<b>Schweiz</b>	0,8	0,8	-6,5	5,0	2,6	0,6	0,0	0,6	0,9	2,3	4,3	4,0	3,2	3,9	-7,5	-3,0	-1,0
<b>Schweden</b>	0,7	1,3	-6,0	5,0	2,6	1,8	0,9	1,3	1,5	6,3	8,0	7,2	6,8	0,5	-7,5	-3,0	-1,5
<b>Osteuropa</b>																	
<b>Russland</b>	1,9	1,0	-5,0	3,5	2,5	4,5	2,0	3,0	3,9	4,6	7,0	5,0	4,7	2,1	-6,0	-4,0	-1,5
<b>Türkei</b>	0,9	-1,2	-6,0	3,5	3,0	15,2	9,0	8,5	8,0	14,0	18,0	15,0	13,0	-4,0	-9,0	-7,0	-4,0

Quelle: Arbeitslosigkeit: ILO/Eurostat Definition; Saldo Staatshaushalt in % des BIP.

\* Zu tatsächlichen Wechselkursen, nicht Kaufkraftparität, KKP würde den schnell wachsenden Schwellenländern mehr Gewicht beimessen.

Anteile basieren auf BIP-Zahlen des IWF World Economic Outlook 2018.