



BERENBERG

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

WIRTSCHAFT UND FINANZMÄRKTE

AUSBLICK 2023
ZURÜCK ZU BESSEREN ZEITEN?

WIRTSCHAFT UND FINANZMÄRKTE

AUSBLICK 2023 ZURÜCK ZU BESSEREN ZEITEN?

Autoren:

Dr. Salomon Fiedler, Telefon +44 20 3753-3067, salomon.fiedler@berenberg.com

Dr. Jörn Quitzau, Telefon +49 40 350 60-113, joern.quitzau@berenberg.de

Dr. Holger Schmieding, Telefon +44 7771 920377, holger.schmieding@berenberg.com

Abgeschlossen am 21. Dezember 2022

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 ein Online-Glossar zur Verfügung.

Stand: Dezember 2022



INHALT

Teil 1	Ausblick in Kürze	1
Teil 2	Überblick: Schock lass nach	2
1.	Turbulente Zeiten – aber Wende zum Besseren in Sicht	2
2.	Wirtschaftsprognosen im Überblick	6
3.	Inflation und Geldpolitik	9
4.	Rückenwind für die Finanzmärkte	10
5.	Ein Blick auf die Risiken	11
Teil 3	Im Fokus	12
1.	Risikoszenario: Unterbrechung der Energie-/Stromversorgung	12
2.	Inflation und Geldpolitik: Überschreiten des Gipfels	13
3.	Russland – auf dem Weg in den Abgrund	15
Teil 4	Ausgewählte Regionen	17
1.	USA: Geldpolitik leitet milde Rezession ein	17
2.	Eurozone: Gaskrise löst Winterrezession aus	19
3.	Großbritannien: Herbe Rückschläge, schwungvolle Erholung	21
4.	China: Neuer Schwung nach gelockerter Pandemie-Politik?	23
Teil 5	Zinsen und Währungen	25
1.	Zinsen: Durchatmen nach der Zinswende	25
2.	Währungen: 2022 – Das Jahr des US-Dollars, 2023 – Das Jahr des Euros?	27
Teil 6	Kapitalmarktprognosen	32



TEIL 1

AUSBLICK IN KÜRZE

Krieg in Europa, Inflation nahezu überall auf der Welt und höhere Zinsen: Selten hat die Weltwirtschaft so viele Schocks verdauen müssen wie im Jahr 2022. Da die radikale geldpolitische Wende des Jahres 2022 ihre volle Wirkung erst im Verlaufe des Jahres 2023 entfalten wird, kann die Weltwirtschaft zunächst weiter ins Stottern geraten.

2022: so viele Schocks wie selten zuvor

Dennoch überwiegt beim Blick auf 2023 insgesamt die Zuversicht. Europa hat seine Gasspeicher zum Beginn der Heizsaison fast bis zum Rand füllen können. Auch das schwer angeschlagene Verbrauchervertrauen hat sich zuletzt wieder etwas erholt. In Europa mehrten sich die Anzeichen für einen neuen Aufschwung nach der Winterrezession.

Europa: erste Anzeichen für einen neuen Aufschwung nach dem Winter

Anders als Europa leiden die USA vor allem unter einer hausgemachten Inflation. Mit ihrer späten, aber umso energischeren Zinswende wird die Fed die Nachfrage voraussichtlich so dämpfen, dass die US-Konjunktur Anfang 2023 stagniert und das Land danach bis zum Herbst 2023 in eine milde Rezession fällt.

USA: milde Rezession

Allerdings hat die Inflation in den USA ihren Höhepunkt offenbar überschritten. Zunächst wird die US-Fed ihren Leitzins im Frühjahr wohl auf 5,25 % anheben. Aber bei geringerer Inflation und höherer Arbeitslosigkeit kann sie dann ab Herbst 2023 die Zinsen wieder langsam senken und einen neuen Aufschwung im Jahr 2024 einleiten.

Inflation hat offenbar Höhepunkt überschritten

Auch in Europa zeichnet sich ab, dass der Preisdruck spätestens ab März wieder deutlich zurückgehen kann. Deshalb braucht die EZB vermutlich nicht über einen Leitzins von 3,5 % hinauszugehen, den sie dann ab Frühjahr 2024 wieder auf 3 % absenken kann.

Auch in Europa lässt der Preisdruck nach

China hat begonnen, seine rigide Null-Covid-Politik zu lockern. Wenn im Frühjahr 2023 die saisonalen Ansteckungsrisiken wieder abnehmen, kann sich die chinesische Konjunktur stabilisieren, ohne an die hohen Wachstumsraten früherer Zeiten anzuknüpfen.

China: die guten Zeiten sind vorbei

Finanzmärkte setzen auf die Zukunft. Einen Abschwung in den USA und eine Winterrezession in Europa haben sie offenbar bereits eingepreist. Nach dem Einbruch der Märkte im ersten Halbjahr 2022 sehen wir gute Chancen, dass die Aktienmärkte sich 2023 trotz einiger Rückschläge weiter erholen können. Der Ausblick auf eine weniger straffe Geldpolitik der US-Notenbank ab Herbst 2023 und auf einen Wiederaufschwung in Europa nach dem Winter könnte insgesamt für ein positives Umfeld sorgen.

Positives Umfeld – trotz einiger Rückschlagsgefahren

In unsicheren Zeiten suchen Anleger sichere Häfen wie den US-Dollar. Treiben in 2023 keine neuen Katastrophen die Anleger in den US-Dollar, könnte die Aussicht auf einen abnehmenden Zinsabstand zwischen der US-Fed und der EZB dafür sorgen, dass der Euro sich bis Ende 2023 auf 1,15 zum US-Dollar erholt.

Weniger Bedarf für sichere Häfen?

Die Zeiten bleiben unsicher. Sollte Russland seinen Krieg ausweiten oder sollte China Taiwan angreifen, würde dies neue Schocks auslösen. Und sollte eine dauerhaft hohe Inflation die Fed zwingen, noch härter auf die Bremse zu treten, würde dies die Weltwirtschaft und -märkte treffen. Denkbar sind diese Risiken, wahrscheinlich sind sie nicht.

Risiken: Geopolitik und Inflation

TEIL 2 ÜBERBLICK: SCHOCK LASS NACH

(Dr. Holger Schmieding)

1. Turbulente Zeiten - aber Wende zum Besseren in Sicht

Schwierige Lage

Krieg in Europa, Inflation nahezu überall auf der Welt, höhere Zinsen und steigende Rezessionsrisiken: Selten hat die Weltwirtschaft so viele Schocks verdauen müssen wie im Jahr 2022. Zum Ausklang des Jahres bleibt die Lage schwierig. Dennoch überwiegt beim Blick auf das Gesamtjahr 2023 insgesamt die Zuversicht.

Winterrezession in Europa, Abschwung in den USA

Als Folge des explosionsartigen Anstiegs der Preise für Energie und Nahrungsmittel erwarten wir eine Winterrezession in Europa, die offenbar bereits im Oktober begonnen hat. Auch die US-Konjunktur verliert langsam an Schwung. Im neuen Jahr könnte die Wirtschaftsleistung dort leicht schrumpfen. China bekommt seine Probleme nicht in den Griff. Mit der durch Proteste erzwungenen Abkehr von seiner strikten aber immer aussichtsloseren Null-Covid-Politik muss sich das Land im Winter auf eine Infektionswelle einstellen, die die Wirtschaft zeitweilig spürbar beeinträchtigen kann. Viele Schwellenländer leiden unter höheren Zinsen, einem überbewerteten US-Dollar und einem schwächelnden Welthandel. Da viele Notenbanken ihre Zinspolitik im Dezember noch einmal gestraft haben und die radikale geldpolitische Wende des Jahres 2022 ihre volle Wirkung erst im Verlaufe des kommenden Jahres entfalten wird, kann die Weltwirtschaft in den kommenden Monaten zunächst noch mehr als bisher ins Stottern geraten.

Drei Gründe für verhaltene Zuversicht

Dennoch blicken wir mit verhaltener Zuversicht auf das kommende Jahr. Wir sehen drei Anzeichen, dass sich die Lage im Laufe des Jahres wieder bessern wird:

Europa ist für den Winter gerüstet

Erstens ist es Europa gelungen, seine Gasspeicher zum Beginn der Heizsaison fast bis zum Rand zu füllen, obwohl Russland die wichtigsten Pipelines geschlossen hat. Das Risiko, dass Gas in diesem Winter zwangsweise rationiert werden muss, hat abgenommen. Da Europa besser für den Winter gerüstet ist als erwartet, haben auch die Marktpreise für Gas und Strom seit dem Spätsommer wieder nachgegeben.

Die Stimmung trübt sich nicht weiter ein

Zweitens hat sich das Verbrauchervertrauen in Deutschland und der Eurozone nach einem beispiellosen Einbruch von Februar bis September zuletzt wieder etwas erholt. Die Angst vor dem Winter ist weiterhin groß, aber nicht mehr ganz so ausgeprägt. Auch viele Unternehmen schauen wieder etwas weniger sorgenvoll in die Zukunft. Dies spricht für einen neuen Aufschwung nach der Winterrezession in Europa.

Die US-Inflation hat ihren Höhepunkt überschritten

Drittens hat die Inflation zumindest in den USA ihren Höhepunkt offenbar überschritten. Damit sinkt das Risiko, dass die US-Notenbank ihren Leitzins auf über die eingepreisten 5,25 % heraufsetzen wird. Das Ende des Zinszyklus ist zwar noch nicht ganz erreicht, aber es ist näher gerückt. Wahrscheinlich muss die Federal Reserve (Fed) die US-Wirtschaft nicht in eine lange und tiefe Bereinigungskrise stoßen, um den hausgemachten Inflationsdruck in den Griff zu bekommen. Auch in Europa zeichnet sich ab, dass die Inflationsraten spätestens ab März wieder deutlich zurückgehen werden.



Ein Blick zurück

Bevor wir unsere Vorhersagen für 2023 erläutern, lohnt sich ein Blick zurück. Selten haben wir mit unseren Prognosen so danebengelegt wie vor einem Jahr. Ende 2021 hatten wir für die Weltwirtschaft einen Aufschwung vorhergesagt, der gerade in Europa nach dem Auslaufen der Winterwelle der Pandemie an Kraft gewinnen würde. Mit nachlassenden Lieferkettenproblemen und einer weniger expansiven US-Fiskalpolitik würde dann auch der sich im Jahr 2021 langsam aufbauende Inflationsdruck wieder abnehmen.

*2022:
ein enttäuschendes Jahr*

Nach einem guten Start ins Jahr 2022 hat uns Russlands Präsident Putin dann am 24. Februar einen dicken Strich durch die Rechnung gemacht. Zum Jahresbeginn hatten wir einen russischen Angriff auf die Ukraine zwar als erhebliches Risiko eingestuft. Aber da wir nicht erkennen konnten, was Putin mit solch einem Krieg gewinnen könnte, hatten wir das nicht zu unserem Hauptszenario gemacht. Es bleibt bis heute unklar, wie dieser brutale Krieg ein positives Ende für Putin nehmen kann. Aber offenbar ist der von seiner eigenen Bevölkerung abgeschirmte Diktator, der kaum einen Widerspruch in seiner Umgebung duldet, seiner eigenen Propaganda verfallen – und hat daher wider aller Vernunft und Menschlichkeit den schlimmsten Krieg in Europa seit 1945 angezettelt. Wie Tabelle 1 zeigt, ist das Wachstum seitdem nahezu überall weit hinter unseren Erwartungen zurückgeblieben.

*Die Kosten des Krieges:
Russlands Diktator würgt
den Aufschwung ab*

Tab. 1: Wachstumsprognosen im Check - Was hat sich geändert?

	Prognose für 2022		Prognose für 2023	
	Dez. 2021	Aktuell	Dez. 2021	Aktuell
Welt	4,3	2,9	3,5	1,3
USA	4,1	1,9	3,3	-0,1
Japan	3,1	1,2	1,4	1,5
China	5,2	2,9	5,1	4,1
Indien	6,9	8,0	6,8	6,5
Lateinamerika	3,1	2,5	2,7	1,0
Europa	4,3	2,7	2,7	-0,6
Eurozone	4,5	3,3	2,9	-0,3
Deutschland	4,2	1,7	3,0	-0,7
Frankreich	4,4	2,5	2,8	0,0
Italien	4,6	3,7	2,2	-0,6
Spanien	6,2	4,5	3,5	0,1
Anderes Westeuropa				
Großbritannien	4,8	4,3	2,4	-0,9
Schweiz	2,8	1,8	1,6	-0,4
Schweden	3,0	2,8	2,3	-0,6
Osteuropa				
Russland	3,3	-6,0	2,3	-4,0
Türkei	3,5	5,0	3,0	1,0

Veränderung gegenüber Vorjahr in %. Werte für „Welt“ aus alter Prognose berichtigt um damalige Gewichtungsfelder. Quelle: alte Prognosen aus „Wirtschaft und Finanzmärkte: Trotz Inflation und Omikron: Neuer Schwung im Frühjahr; Jahresausblick 2022“, Berenberg, 16. Dezember 2021

*Deutschland zahlt den Preis
für seine Russland- und
Energiepolitik*

Unter den großen Nationen der Welt haben insbesondere die USA und Deutschland deutlich schlechter abgeschnitten, als wir es vor einem Jahr vorhergesagt hatten. Für Deutschland ist der wesentliche Grund offensichtlich. Aufgrund seiner verfehlten Russland- und Energiepolitik mit einem raschen Ausstieg aus Kernkraft und Kohle bei gleichzeitigem Fracking-Verbot im Inland hat der weitgehende Stopp russischer Gaslieferungen das Land besonders hart getroffen. In weitgehendem Konsens zwischen allen großen Parteien und weiten Kreisen der Bevölkerung hatte Deutschland die energiepolitischen Weichen falsch gestellt. Dafür zahlt es einen Preis. Zusätzlich haben die zeitweilig verschärften Lieferengpässe, nachdem China im Frühjahr in Shanghai den größten Hafen der Welt für neun Wochen geschlossen hatte, das industrie- und ausfuhrorientierte Deutschland stärker belastet als die meisten anderen Länder.

*Geldpolitische Bremse
in den USA*

In den USA hat der durch Putins Krieg ausgelöste Anstieg der Öl- und Nahrungsmittelpreise das hausgemachte Inflationsproblem weiter verschärft. Die US-Notenbank hatte lange übersehen, dass die großzügigen Stimulusschecks der Präsidenten Trump und Biden den Post-Corona-Aufschwung seit dem Sommer 2020 zu sehr angeheizt hatten. Nachdem die Fed dies Ende 2021 endlich erkannt hatte, hat sie dann in den letzten zwölf Monaten ihre Geldpolitik energisch gestrafft. Auch deshalb hat die US-Konjunktur erheblich mehr an Schwung verloren, als wir das vor einem Jahr erwartet hatten.

Ausblick 2023: Wende zum Besseren trotz vieler Risiken

Ein trüber Winter

Zum Ende des Jahres 2022 ist der unmittelbare Ausblick für die Konjunktur ähnlich trüb wie das norddeutsche Wetter. Rezession in Europa, Abschwung in den USA, Corona-Welle in China. Da die Probleme – und Chancen – in den drei größten Regionen der Welt jeweils anders gelagert sind, müssen wir sie einzeln betrachten.

*USA auf dem Weg in
eine Stagnation oder milde
Rezession*

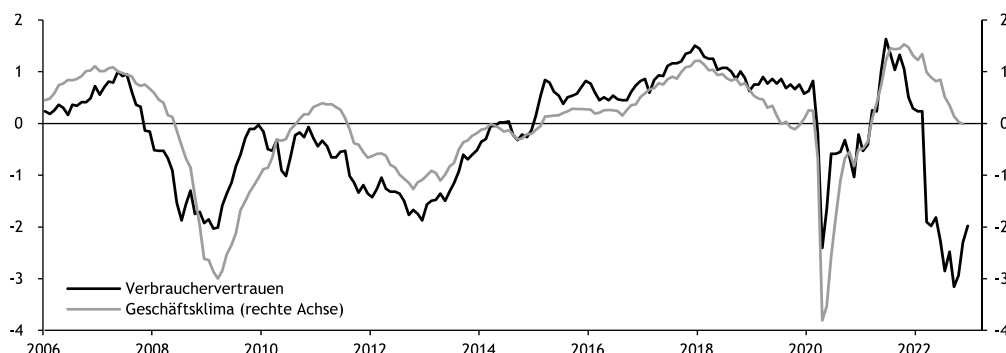
Anders als Europa leiden die USA vor allem unter einer hausgemachten Inflation. Mit ihrer späten, aber umso energischeren Zinswende wird die Fed die Nachfrage voraussichtlich so dämpfen, dass die US-Konjunktur Anfang 2023 stagniert und die USA danach bis zum Herbst 2023 in eine milde Rezession fallen – bei etwas rückläufigem Konsum und deutlich weniger Investitionen vor allem im Wohnungsbau.

*Wahljahr 2024 voraus:
Nach dem Abschwung 2023
kommt der Aufschwung*

Allerdings hat der Preisdruck in den USA seinen Höhepunkt offenbar bereits überschritten. Während die Lohnzuwächse zunächst hoch bleiben, entlasten etwas geringere Preise für Benzin und Gebrauchtwagen die Verbraucher. Auch bei einigen Dienstleistungen zeichnet sich eine Wende ab. Da der Arbeitsmarkt allmählich an Schwung verliert, könnte auch der Lohndruck im Laufe des Jahres 2023 langsam abnehmen. Wir rechnen deshalb damit, dass die US-Notenbank im Herbst den Fuß von der geldpolitischen Bremse nehmen und ihre Zinsen wieder vorsichtig lockern kann. Damit kann sich die US-Konjunktur im Wahljahr 2024 wieder langsam erholen.

*Energie- und Nahrungs-
mittel: Preisschock in
Europa*

In Europa hat das Hochschnellen der Preise für Energie und Nahrungsmittel die Konjunktur hart getroffen. Von Februar bis September ist das Verbrauchervertrauen in der Eurozone so stark eingebrochen wie nie zuvor seit Beginn der regelmäßigen Umfragen (Abb. 1). Während Unternehmen angesichts prall gefüllter Auftragsbücher zunächst noch recht zuversichtlich blieben, spüren sie mittlerweile einen erheblichen Rückgang ihrer Auftragseingänge. Auch das Geschäftsklima hat sich eingetrübt.

Abb. 1: Eurozone: Verbrauchervertrauen und Geschäftsklima


In Punkten. Monatliche Umfrage der Europäischen Kommission, Differenz zum Medianwert, in Standardabweichungen; für Geschäftsklima: gewichteter Durchschnitt aus Industrie, Dienstleistungen und Bau. Quellen: Europäische Kommission, Berenberg

Nachdem die Verbraucher sich im Sommer 2022 nach zwei Jahren Corona eine gute Urlaubssaison gegönnt hatten, ist die Eurozone im vierten Quartal offenbar in eine Rezession abgeglitten. Angesichts der hohen Energiekosten werden die Verbraucher in Europa im Winter ihre Ausgaben für andere Güter und Dienstleistungen vermutlich erheblich einschränken. In der Rezession dürften auch die privaten Investitionen und der Außenhandel mit Waren zurückgehen. Bei sinkender Nachfrage und steigenden Lohn- und Energiekosten werden viele Unternehmen sich im Winter vermutlich mit Ausgaben zurückhalten. Angesichts des ausgeprägten Mangels an Arbeitskräften wird die Arbeitslosigkeit aber nur geringfügig steigen. Schließlich hatten viele Unternehmen nach der Corona-Pandemie die Erfahrung gemacht, dass einmal entlassene Arbeitskräfte sich anschließend oftmals neu orientiert hatten und nicht mehr in ihre bisherigen Jobs zurückkehren wollten.

Nach der Winterrezession...

Wenn der Winter überstanden ist und der Gasmarkt sich dann etwas weiter entspannt hat, kann die Euro-Konjunktur sich im Frühjahr stabilisieren und im Sommer 2023 wieder anspringen. Ab dann könnte auch der Anstieg der Einkommen wieder oberhalb der Inflationsrate liegen. Real – also nach Abzug der Inflation – werden die Verbraucher dann wieder etwas mehr Geld in der Tasche haben. Sofern China mit dem Ende der kalten Jahreszeit und einer neuen Impfkampagne, gerade für ältere Menschen, seine drohende Winterwelle der Pandemie im kommenden Frühjahr in den Griff bekommt, dürften sich Lieferkettenengpässe weiter entspannen. Das käme auch der europäischen und insbesondere der deutschen Konjunktur spürbar zugute. Sobald die vermutlich milde US-Rezession Ende 2023 ausläuft, könnten dann die Ausfuhren wieder kräftig zulegen. Nach einem Rückgang der Wirtschaftsleistung der Eurozone um etwa 0,3 % im Jahr 2023 erwarten wir für 2024 ein Wachstum von 1,8 %. Insgesamt rechnen wir mit einem in etwa V-förmigen Wiederaufschwung, wie es nach externen Schocks üblich ist.

... kommt der Aufschwung im Sommer

Im Brexit-geplagten Großbritannien geht die Wirtschaftsleistung bereits seit dem Sommer 2022 zurück. Insgesamt rechnen wir für das Land jenseits des Ärmelkanals mit einem ähnlichen Konjunkturverlauf wie für die Eurozone. Da in Großbritannien der Wohnungsmarkt eine größere Rolle spielt als in Kerneuropa, dürften die höheren Hypothekenzinsen dazu führen, dass die Rezession etwas schärfer ausfällt und die Wirtschaft sich anschließend nicht ganz so dynamisch erholt wie auf dem Kontinent.

Großbritannien: etwas schwächer als der Kontinent

*China: schwieriger
Covid-Winter*

China hat nach einer Serie außergewöhnlicher öffentlicher Proteste im Dezember begonnen, seine rigide Null-Covid-Politik zu lockern. Zudem stockt China derzeit – wie in schwierigen Zeiten üblich – seinen geld- und fiskalpolitischen Stimulus wieder auf. Allerdings dürfte dies eine zutiefst verunsicherte Bevölkerung weniger als früher dazu bewegen, wieder mehr Geld auszugeben. Aber spätestens wenn im Frühjahr 2023 die saisonalen Ansteckungsrisiken wieder abnehmen, könnte sich auch die chinesische Konjunktur stabilisieren.

*Der rote Kaiser schadet dem
Trendwachstum*

An die hohen Wachstumsraten früherer Zeiten wird China allerdings nicht anknüpfen können. Denn langfristig steht das Reich der Mitte vor großen Herausforderungen. Neben dem Berg an Inlandsschulden gehören dazu vor allem zunehmende Staatseingriffe in die Wirtschaft sowie die politische Lage. Die Konzentration der Macht in den Händen eines „roten Kaisers“ mit unbegrenzter Amtszeit birgt erhebliche Risiken. Einzelherrscher, denen niemand mehr zu widersprechen wagt, neigen dazu, Fehler zu begehen und sie – wenn überhaupt – nur spät zu korrigieren. Das lange Festhalten an der Null-Covid-Politik kann hier als warnendes Beispiel dienen. Zudem schürt China mit seinem aggressiven Auftreten in vielen Bereichen Misstrauen, das auf Dauer auch die Wirtschaftsbeziehungen zu vielen Ländern beeinträchtigen dürfte, nicht nur zu den USA.

*Schwellenländer: ein
gemischtes Bild*

Für viele andere Schwellenländer ist der Ausblick ebenfalls durchwachsen. Einerseits machen höhere Zinsen und der überbewertete US-Dollar vor allem Ländern mit hohen Auslandsschulden zu schaffen. Länder, die nicht selbst zu den großen Exporteuren von Nahrungsmitteln und anderen Rohstoffen gehören, leiden auch unter den sehr hohen Einfuhrpreisen. Hungerkrisen und politische Unruhen bleiben ein erhebliches Risiko, beispielsweise in Ägypten. Andererseits sind viele der Schwellenländer weit weniger im Ausland verschuldet als früher. Die Aussicht auf ein Ende der Rezession im wichtigen Absatzmarkt Europa, etwas bessere Nachrichten aus China und eine weniger straffe US-Geldpolitik ab Herbst 2023 werden vielen Schwellenländern im Verlauf des Jahres 2023 zugutekommen. Putins Russland ist allerdings eine Trauergeschichte für sich, die wir in Teil 3 gesondert aufgreifen.

*Auf das schwache Jahr 2023
dürfte ein besseres Jahr 2024
folgen*

2. Wirtschaftsprognosen im Überblick

Unsere Konjunkturprognosen in Tabelle 2 zeigen ein klares Muster: nach einem schwachen Jahr 2023 geht es in der Welt 2024 wieder kräftiger aufwärts. Für die USA erwarten wir für 2023 in etwa Stagnation, für die Eurozone einen Rückgang der Wirtschaftsleistung. Unter den großen Ländern der Welt dürfte lediglich China nach einem für chinesische Verhältnisse katastrophalen Jahr 2022 bereits 2023 wieder etwas besser abschneiden. Aber gemessen an den Wachstumsraten von anfangs 10 % und dann 7 %, die das in großen Teilen immer noch arme Aufholland China seit seiner Öffnung zum Weltmarkt in den frühen 1990er Jahren oft verzeichnen konnte, bleibt der Zuwachs verhalten.

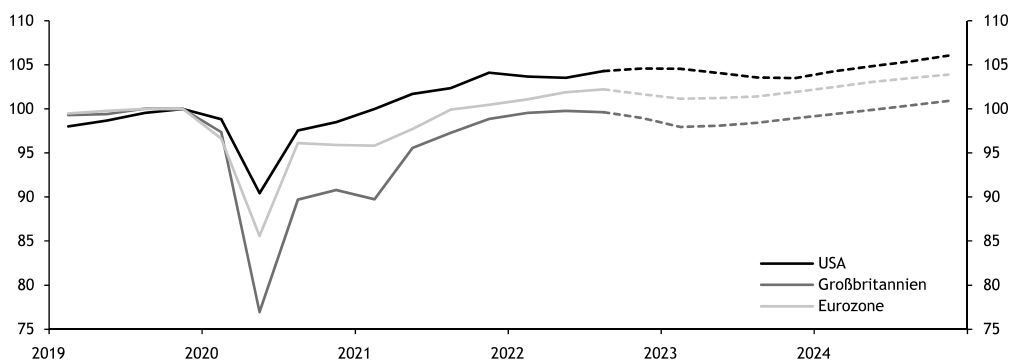
**Tab. 2: Wirtschaftsprognosen im Überblick**

	Gewicht	BIP-Zuwachs			Inflation			Arbeitslosigkeit			Staatshaushalt		
		2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Welt	100,0	2,9	1,3	2,4									
USA	23,9	1,9	-0,1	1,2	8,0	4,1	2,6	3,7	4,5	4,9	-10,0	-6,8	-5,5
Japan	5,1	1,2	1,5	1,2	2,5	2,4	1,2	2,6	2,4	2,4	-6,5	-5,3	-4,0
China	18,1	2,9	4,1	4,1	2,0	2,5	2,3	4,1	4,1	4,1	-4,2	-4,0	-3,5
Indien	3,2	8,0	6,5	6,7							-7,0	-6,5	-6,0
Lateinamerika	5,2	2,5	1,0	2,4							-6,0	-6,0	-4,5
Europa	26,3	2,7	-0,6	1,5									
Eurozone	15,1	3,3	-0,3	1,8	8,4	6,7	2,0	6,7	7,1	6,7	-4,0	-4,3	-2,6
Deutschland	4,4	1,7	-0,7	1,8	8,8	7,3	2,1	3,0	3,3	2,9	-3,0	-3,2	-1,7
Frankreich	3,0	2,5	0,0	1,8	5,9	5,2	1,9	7,3	7,3	6,6	-5,2	-5,3	-3,2
Italien	2,2	3,7	-0,6	1,3	8,7	7,7	2,0	8,1	8,3	7,6	-5,5	-5,0	-3,2
Spanien	1,5	4,5	0,1	2,0	8,4	2,8	2,0	12,8	13,1	12,4	-5,1	-4,8	-3,1
Anderes Westeuropa													
Großbritannien	3,3	4,3	-0,9	1,6	9,1	5,8	1,9	3,8	4,9	4,7	-7,7	-4,2	-3,5
Schweiz	0,8	1,8	-0,4	1,3	2,7	2,2	1,3	2,2	2,4	2,0	-0,4	-0,9	-0,3
Schweden	0,7	2,8	-0,6	1,9	7,9	6,0	2,0	7,6	8,1	7,5	0,0	-1,5	-0,8
Osteuropa													
Russland	1,8	-6,0	-4,0	-2,0	25,0	15,0	6,0	4,0	5,0	6,5	-7,0	-8,0	-10,0
Türkei	0,8	5,0	1,0	2,0	73,0	40,0	20,0	11,0	10,0	9,0	-6,1	-5,5	-6,0

Saldo im Staatshaushalt in % des BIP. Alle anderen Werte: Veränderung gegenüber Vorjahr in %. Die US-Daten zum Staatshaushalt sind nicht direkt mit den europäischen Angaben zu vergleichen. In der in Europa üblichen Maastricht-Definition für den Gesamtstaat würden die US-Defizite etwas höher ausfallen. Quelle: Berenberg

Der Blick auf die Wachstumsraten im Durchschnitt der Kalenderjahre verdeckt allerdings die eigentliche Dynamik, die sich im Verlauf der jeweiligen Jahre abspielt. Hier sehen wir gerade im Vergleich zwischen den beiden Seiten des Atlantiks erhebliche Unterschiede (Abb. 2). Die USA haben sich schneller von der Pandemie erholt als Europa. Dazu haben zwei Faktoren beigetragen. Erstens haben die USA durch insgesamt weniger Lockdowns mehr Infektionen zugelassen.

Der transatlantische Unterschied

Abb. 2: Reale Wirtschaftsleistung: USA und Europa im Vergleich

Reales Bruttoinlandsprodukt (Q4 2019=100). Gestrichelt: Berenberg-Prognose. Quellen: BEA, Destatis, Eurostat, Berenberg

Dem weniger ausgeprägten Wirtschaftseinbruch stand dabei eine größere Übersterblichkeit als in den meisten europäischen Ländern gegenüber. Zweitens haben die USA durch großzügige Stimulusschecks ihre Konjunktur und – wie üblich zeitlich etwas verzögert – auch ihre Inflation befeuert. Wie Abbildung 3 zeigt, sind die verfügbaren Einkommen der US-Haushalte nach Abzug der Inflation im Jahr 2020 um knapp 6 % gestiegen, während sie in der Eurozone einschließlich Deutschlands sowie in Großbritannien etwa konstant blieben.

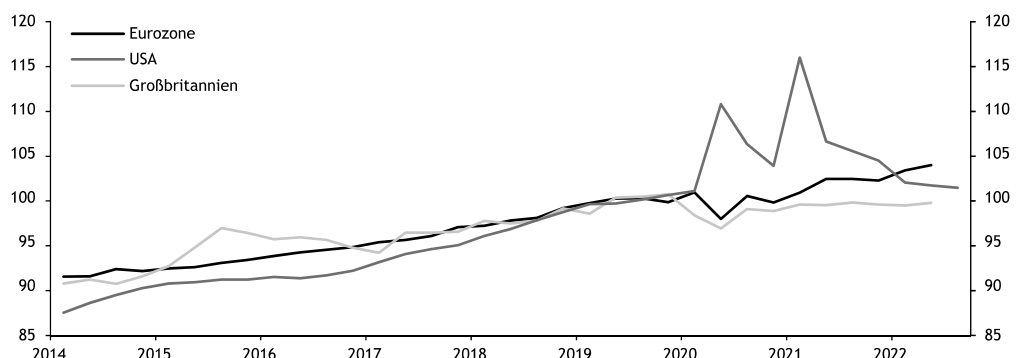
*USA: Der große
Fiskalstimulus ist vorbei*

Mangels neuer Stimulusschecks hat die US-Konjunktur bereits seit Anfang 2022 an Schwung verloren. Dieser Trend dürfte sich fortsetzen bis hin zu einem leichten Rückgang der Wirtschaftsleistung im Laufe des kommenden Jahres, dem dann ein Aufschwung im Jahr 2024 folgt. Geprägt durch das noch immer hohe Ausgangsniveau der Wirtschaftsleistung zum Beginn des Jahres 2023 und das geringere Ausgangsniveau für das Jahr 2024 ergibt sich für den Durchschnitt der Jahre in etwa Stagnation für 2023 und ein verhaltenes Wachstum von 1,2 % für 2024.

*Eurozone: ein ausgeprägteres
Profil als in den USA*

Für die Eurozone rechnen wir mit einem ausgeprägteren Verlaufprofil als in den USA. Dem spürbaren Einbruch, der anders als die milde US-Rezession bereits begonnen hat, folgt bereits ab dem Frühsommer ein spürbarer Wiederaufschwung. Dank des vergleichsweise guten Starts ins Jahr 2024 fällt dann die Wachstumsrate für das Gesamtjahr 2024 mit 1,8 % relativ robust aus nach einem Rückschlag im Jahr 2023. Da Europa insgesamt noch mehr Nachholbedarf von der Corona-Krise hat und die Europäische Zentralbank angesichts des weniger ausgeprägten heimischen Inflationsdrucks nicht ganz so hart auf die geldpolitische Bremse treten wird wie die US-Fed, kann die Eurozone im Durchschnitt der beiden kommenden Jahre etwas besser abschneiden als die USA. Auch ein langsames Auflösen der globalen Lieferengpässe dürfte Europa mehr zugutekommen als den USA, da bei uns die vom Halbleitermangel besonders betroffenen Sektoren wie Automobil- und Maschinenbau eine weit größere Rolle spielen als in den mehr von Dienstleistungen geprägten USA. Aus diesem Grund rechnen wir zudem für Deutschland 2024 trotz anhaltender Energieprobleme mit einem ähnlich starken Wachstum wie in der Eurozone insgesamt.

Abb. 3: Verfügbare Einkommen: USA und Europa im Vergleich



Verfügbares reales Bruttoeinkommen der privaten Haushalte (2019 = 100). Deflationiert zu Preisen von 2019 unter Verwendung des Kern-VPI.
Quellen: BEA, Eurostat, ONS



Die Fehlbeträge in den Staatshaushalten, die 2022 im Vergleich zu den beiden Pandemiejahren vorab wieder etwas zurückgegangen sind, werden auch 2023 in großen Teilen der Welt hoch bleiben. Für die USA sagen wir einen Rückgang voraus, allerdings auf einen Fehlbetrag von weiterhin nahezu 7 % der Wirtschaftsleistung, den auch das Leitwährungsland USA sich nicht auf Dauer leisten können. Im von der Energiekrise gebeutelten Europa werden die vielen staatlichen Maßnahmen, um Verbraucher und Unternehmer zu entlasten, jedoch in vielen Ländern zu etwas steigenden Fiskaldefiziten führen. Mit dem Aufschwung kann sich dann 2024 die Lage in Europa spürbar entspannen.

Defizite nehmen ab – in der Eurozone aber erst 2024

3. Inflation und Geldpolitik

In großen Teilen der Welt stöhnen die Verbraucher über einen dramatischen Anstieg der Inflation, wie es ihn seit den Ölschocks der 1970er Jahre nicht mehr gegeben hat. Auf beiden Seiten des Atlantiks haben die Notenbanken zu spät auf den Preisauftrieb reagiert. Allerdings zeigen sich hier große Unterschiede zwischen Europa und den USA. In den USA haben vor allem die fiskalisch unterfütterte Übernachfrage der privaten Verbraucher und Lohnsteigerungen von über 5 % die Inflation angeheizt. Deshalb muss die Fed ihre Leitzinsen deutlich über ein normales Niveau von etwa 3,5 % anheben, um den Preisdruck hinreichend zu dämpfen. Dagegen leidet Europa vor allem unter einer Putin-Inflation, also dem durch den russischen Angriff auf die Ukraine ausgelösten explosionsartigen Anstieg der Energie- und Nahrungsmittelpreise.

Inflation: hausgemacht in den USA, kriegsgetrieben in Europa

In den USA mehren sich die Anzeichen, dass die Inflation ihren Höhepunkt überschritten hat. Die Rate des Geldwertschwundes im Vorjahresvergleich ist von 9,0 % im Juni auf immer noch sehr hohe 7,1 % im November zurückgegangen. Gemessen an den durchschnittlichen Stundenlöhnen hat sich der Lohnzuwachs bei etwas über 5 % stabilisiert. Da die schwächere Konjunktur die Dynamik am Arbeitsmarkt bremst, erwarten wir einen Anstieg der Arbeitslosigkeit von 3,7 % im November 2022 auf knapp 5 % Ende kommenden Jahres. Das wird den Lohndruck dämpfen.

US-Preisdruck lässt bereits wieder etwas nach

Mit dem Anheben ihres Leitzinses um einen halben Prozentpunkt auf 4,5 % im Dezember hat die US-Notenbank noch nicht das Ende der Fahnenstange erreicht. Wir rechnen mit weiteren Schritten Anfang 2023. Sobald sie aber mit 5,25 % ein Niveau erreicht hat, das deutlich über dem liegt, was als normal gelten kann, wird sie vermutlich eine Pause einlegen. Sollte dann der Lohn- und Preisdruck weiter nachlassen, wird sie bei steigender Arbeitslosigkeit vermutlich ab September den Schalter umlegen und ihre Zinsen schrittweise senken auf 5,0 % Ende 2023 und 3,75 % Ende 2024.

Fed: rauf, Pause, runter

Auch in Deutschland und der Eurozone wird sich der Preisauftrieb im Laufe des Jahres 2023 voraussichtlich wieder normalisieren. Im Januar könnten höhere Strom- und Heizkostenrechnungen zwar noch einmal die Inflationsrate etwas anheben. Ab März fällt dann aber der explosionsartige Anstieg der Energie- und Nahrungsmittelpreise nach Putins Überfall auf die Ukraine am 24. Februar 2022 aus dem Vorjahresvergleich heraus. Zudem wird die Winterrezession die Spielräume für Unternehmen und Händler, höhere Kosten auf ihre Kunden zu überwälzen, drastisch einschränken. Auch die preistreibenden Lieferengpässe werden sich voraussichtlich langsam auflösen. Sofern die Energie- und Nahrungsmittelpreise 2023 etwas nachgeben, was nach dem kräftigen Anstieg 2022

Zurück zu einer normaleren Inflation

durchaus möglich ist, könnte die Inflationsrate dann im Frühjahr 2024 in Deutschland und der Eurozone wieder bei etwa 2 % liegen. Danach wird aber voraussichtlich ein moderater, aber anhaltender Aufwärtsdruck einsetzen, getrieben von höheren Lohnzuwächsen bei zunehmender Knappheit an Arbeitskräften sowie von den Kosten des Klimaschutzes. Auf Dauer müssen sich die deutschen Verbraucher wohl auf einen jährlichen Geldwertschwund von etwa 2,5 % einstellen.

*EZB-Zinsen: stabiler als die
der US-Fed*

Angesichts einer Inflationsrate, die in der Eurozone auch Anfang 2023 bei knapp 10 % liegen dürfte, wird die EZB ihre Geldpolitik im ersten Vierteljahr wahrscheinlich weiter straffen. Wir rechnen damit, dass sie bis März ihren Hauptrefinanzierungssatz auf 3,5 % anhebt. Danach dürften aber die Folgen der Winterrezession und ein Rückgang der Inflation dafür sorgen, dass die EZB nicht weiter an der Zinsschraube dreht. Eine Rückkehr der Inflation auf etwa 2 % im Frühjahr 2024 dürfte dann zwar ein Argument sein, die Leitzinsen wieder spürbar zu senken. Da wir aber für die zweite Hälfte von 2023 und für 2024 einen kräftigen Wiederaufschwung der Konjunktur erwarten und die Inflation sich langfristig zudem etwas oberhalb von 2 % einpendeln dürfte, halten wir es für wahrscheinlich, dass die EZB ihren Hauptrefinanzierungssatz im Laufe des Jahres 2024 nur vorsichtig auf 3 % zurücknehmen wird. Der Abstand zwischen den Leitzinsen der US-Fed und der EZB wird sich damit ab Herbst 2023 einengen.

4. Rückenwind für die Finanzmärkte

*Finanzmärkte setzen mehr
auf die Zukunft als auf die
aktuelle Lage*

Anleger an den Finanzmärkten versuchen, auf die Trends der Zukunft zu setzen. Kurse streben bereits dann nach oben, wenn die Konjunktur noch schwächelt. Einen Abschwung in den USA und eine Winterrezession in Europa haben die Finanzmärkte offenbar bereits eingepreist. Nach dem Einbruch der Märkte im ersten Halbjahr 2022 mit einem gleichzeitigen Rückgang der Kurse für Aktien und Anleihen sehen wir insgesamt gute Chancen, dass die Aktienmärkte sich 2023 weiter erholen können.

*Verhalten positive
Aussichten für 2023*

Allerdings bleibt das Umfeld schwierig. In Bewertungsmodellen müssen künftige Erlöse bei höheren Zinsen stärker abdiskontiert werden. Auch der Abbau der Überliquidität, die Zentralbanken in den vergangenen Krisen Jahren in die Märkte gepumpt hatten, kann die Kurse belasten. Zudem schmälern der noch immer hohe Lohndruck in den USA und die derzeit ebenfalls spürbar steigenden Lohnkosten in der Eurozone die Gewinne vieler Unternehmen, die ohnehin beim Absatz zunächst einmal Einbußen hinnehmen müssen. Letztlich dürfte aber der Ausblick auf eine weniger straffe Geldpolitik der US-Notenbank ab Herbst 2023 und auf einen Wiederaufschwung der europäischen Konjunktur nach dem Winter insgesamt für ein positives Umfeld sorgen.

*Weniger Bedarf für
sichere Häfen*

In unsicheren Zeiten suchen Anleger sichere Häfen. Global zählt dazu vor allem der US-Dollar. Wir rechnen damit, dass im kommenden Jahr Kapital vermehrt aus solch sicheren Häfen in mehr risikobehaftete Anlagen abfließen wird. Der derzeit massiv überbewertete US-Dollar kann sich damit wieder etwas in Richtung des langfristigen Gleichgewichtswerts von etwa 1,30 bewegen, der sich aus dem Vergleich der Kaufkraft beider Währungen ergibt. Auch der abnehmende Zinsabstand zwischen der US-Fed und der EZB könnte dafür sorgen, dass der Euro sich bis Ende 2023 auf 1,15 zum US-Dollar erholt.

5. Ein Blick auf die Risiken

Nach den Mega-Schocks der vergangenen Jahre könnte die größte Überraschung des Jahres 2023 sein, dass diesmal keine unangenehme Überraschung die Inflation treibt und die Konjunktur aus dem Tritt bringt. Aber die Risiken sind erheblich. Aus heutiger Sicht könnten vor allem vier Risiken unseren verhalten positiven Ausblick auf das neue Jahr nachhaltig stören.

Die größte Überraschung wäre das Ausbleiben schlechter Überraschungen

Russlands brutaler Angriff auf die Ukraine hat gezeigt, wie sehr geopolitische Risiken auch Weltkonjunktur und Weltmärkte treffen können. Allerdings hat Europa sich schon so weit von russischer Energie abgekoppelt, dass der Krieg keine weiteren großen Folgen für die Konjunktur in Europa und der Welt haben muss, die sich nicht bereits jetzt abzeichnen. Sollte Russland in seiner Verzweiflung allerdings zu nicht-konventionellen Waffen greifen, könnte dies nochmal einen Schock auslösen. Bisher gibt es dafür keine Anzeichen. Aber erwähnen muss man dieses Risiko leider doch.

Risiko Nr. 1: Russland

Sollte China seinen in letzter Zeit lauter vorgetragenen Drohungen gegen Taiwan Taten folgen lassen, könnte dies die Welt in erhebliche Turbulenzen stürzen. Allerdings ist das in weiten Teilen immer noch arme China letztlich mehr noch als Europa und die USA vom Welthandel abhängig. Eigentlich kann es sich einen großen Konflikt mit der Supermacht USA kaum leisten. Außerdem zeigt die Ukraine, wie sehr ein abwehrbereites Land, das über moderne westliche Waffen verfügt, sich gegen einen Überfall wehren kann. Auch deshalb wird China hoffentlich vor einem Krieg gegen Taiwan zurückschrecken. Angesichts der vielen Ressourcen, die China in den Aufbau seines Militärs steckt, ist ein Angriff – leider – ein Risiko, dass in einigen Jahren erheblich zunehmen könnte.

Risiko Nr. 2: China

Europa hat sich zu horrenden Kosten für den Winter gerüstet. Mitte November waren die Gasspeicher so voll wie nie zuvor. Gleichzeitig haben Haushalte, Gewerbe und Industrie ihren Gasverbrauch gedrosselt. Sollte es dennoch zu einer Gasmangellage kommen und müsste im Winter deshalb Gas für Teile der Industrie zwangsrationiert werden, würde dies die Winterrezession in Deutschland und Europa erheblich vertiefen. Darüber hinaus könnte es den Aufschwung dämpfen, den wir ab dem späten Frühjahr erwarten. Denn sollten Haushalte und Unternehmen im kommenden Sommer befürchten, dass im Winter 2023/24 erneut Gas fehlen könnte, würde dies dem Verbrauchervertrauen und Geschäftsklima einen neuen Schlag versetzen und ihre Kauf- und Investitionsbereitschaft einschränken.

Risiko Nr. 3: Gasmangel

Unser verhalten positiver Ausblick auf Wirtschaft und Finanzmärkte im neuen Jahr beruht auf der Annahme, dass die Inflation sich im Verlauf des Jahres spürbar zurückbildet. Sollte sich der Preisauftrieb dagegen als so hartnäckig erweisen, dass sich die US-Fed gezwungen sieht, noch härter auf die Bremse zu treten und ihren Leitzins auf weit über die in etwa eingepreisten 5,25 % anzuheben, könnte dies zunächst die Kurse purzeln lassen und dann die US-Konjunktur in eine längere und tiefere Bereinigungsrezession stürzen. Das würde auch Wirtschaft und Märkte in Europa treffen, im ausfuhrabhängigen Deutschland vermutlich noch mehr als in anderen Ländern. Im Vergleich dazu ist die Frage, ob die Europäische Zentralbank ihren Hauptrefinanzierungssatz zeitweilig auf über 3,5 % anhebt, für Weltwirtschaft und Weltmärkte von etwas geringerer Bedeutung.

Risiko Nr. 4: Inflation

TEIL 3 IM FOKUS

1. Risikoszenario: Unterbrechung der Energie-/Stromversorgung

(Dr. Jörn Quitzau)

*Stabile Energieversorgung
macht den Unterschied
zwischen milder und schwerer
Rezession*

In unserem Basisszenario erwarten wir für Deutschland, die Eurozone, das Vereinigte Königreich und die USA vergleichsweise leichte Rezessionen. Mit den konkreten Wachstumszahlen liegen wir zumeist leicht unter den durchschnittlichen Erwartungen anderer Institute. Wir sind also etwas pessimistischer. Angesichts der vielen Unwägbarkeiten sind einige Abweichungen von den prognostizierten Werten für Wachstum und Inflation möglich. Einen echten Unterschied würde es aber ausmachen, wenn in den Wintermonaten die Energieversorgung für einen längeren Zeitraum unterbrochen wird. In einem solchen Fall könnte es in Europa zu einer schweren Rezession kommen.

*Wirtschaftlicher Schaden
könnte im Risikoszenario
gewaltig sein*

Die Wirtschaftsforschungsinstitute der deutschen Gemeinschaftsdiagnose haben in ihrem Herbstgutachten die Folgen einer Gasmangellage, die zu einer zeitweiligen Rationierung der industriellen Verbraucher führen würde, zu quantifizieren versucht. In diesem Risikoszenario würde die deutsche Wirtschaftsleistung 2023 um 7,9 % und 2024 um 4,2 % schrumpfen. Zum Vergleich: Im Basiszenario des Herbstgutachtens würde die deutsche Volkswirtschaft 2023 lediglich um 0,2 % schrumpfen und 2024 um 1,9 % wachsen. Der wirtschaftliche Unterschied zwischen einer stabilen Gasversorgung und einer Gasmangellage ist also potentiell gewaltig.

*Positive Nachricht:
Eintrittswahrscheinlichkeit
für Gasmangellage gesunken*

Die gute Nachricht: Seit Veröffentlichung des Herbstgutachtens sind bereits knapp drei Monate vergangen. In der Zwischenzeit hat sich die Lage bei den Gasvorräten positiv entwickelt. Das bis Mitte November milde Wetter hat die Heizsaison später als üblich beginnen lassen. Auch die begrenzte Laufzeitverlängerung der drei deutschen Atomkraftwerke hilft, weniger Gas für die Stromproduktion einsetzen zu müssen. Somit ist das Risiko erheblich gesunken, dass die Industrie ihre Produktion wegen mangelnder Gasverfügbarkeit in den Wintermonaten drosseln oder zeitweilig gar unterbrechen muss.

*Anders als in Friedenszeiten:
auch prinzipiell äußerst
unwahrscheinliche Ereignisse
sind zu beachten*

Dennoch sind die Zahlen des Risikoszenarios aus dem Herbstgutachten hilfreich. Sie helfen einzuordnen, wie groß das Abwärtspotential im Falle einer unterbrochenen Energieversorgung sein könnte. Die Faktoren, die das Eintreten eines Risikoszenarios beeinflussen, bleiben vielfältig. In Friedenszeiten kann man viele der theoretisch denkbaren Risiken guten Gewissens außer Acht lassen (z. B. einen ungewöhnlich frostigen Winter mit entsprechend hohem Heizbedarf). In der aktuellen Lage müssen aber auch kaum denkbare Bedrohungen im Hinterkopf behalten werden. Dazu gehören Angriffe auf die kritische (Energie-) Infrastruktur – sei es als physischer Angriff, sei es als Cyberangriff.

*Stromversorgung:
sicher oder nicht sicher?*

Neben der Gasversorgung muss auch die Versorgung mit Strom als Risiko beachtet werden. Regionale oder großflächige Stromausfälle sind nicht undenkbar. Die Nachrichtenlage zur Wahrscheinlichkeit von Stromausfällen wechselte in den letzten Monaten mehrfach. Wirtschaftsminister Habeck betonte ein ums andere Mal, Deutschland habe kein Stromproblem. Als in Deutschland der Absatz von elektrischen Heizgeräten spürbar anzog, meldete sich aber unter anderem die Bundesnetzagentur zu Wort und warnte vor



dem massenweisen Einsatz von elektrischen Heizlüftern, weil sonst den Stromnetzen die Überlastung drohe. Im November warnte der Chef des Bundesamtes für Bevölkerungsschutz, Ralph Tiesler, es sei davon auszugehen, dass es im Winter regional und zeitlich begrenzte Stromausfälle geben werde. Dabei bezog er sich auf das kontrollierte Abschalten, um dadurch die Gesamtversorgung sicherzustellen. Das Bundesamt für Bevölkerungsschutz erklärte kurze Zeit später, die von ihrem Chef skizzierten Szenarien seien äußerst unwahrscheinlich. Auch die Bundesnetzagentur äußerte sich und ordnete erzwungene Abschaltungen als wenig wahrscheinlich ein. Im Dezember machten Meldungen die Runde, die Stromversorgung könne weniger gesichert sein, als es der vom Bundeswirtschaftsministerium in Auftrag gegebene Stresstest ergeben hatte. Ein Grund seien die in Wartung befindlichen Atomkraftwerke in Frankreich, die Deutschland mit versorgen. Die französischen AKW würden deshalb weniger Strom produzieren als im Stresstest unterstellt. In Frankreich wurde bereits das kontrollierte Abschalten des Stroms simuliert. Das Umweltministerium von Baden-Württemberg hält es offenbar für möglich, dass der Strom für 90-minütige Zeiträume abgestellt werden muss. Die Lage bleibt also unübersichtlich.

Kurzzeitige Stromausfälle dürften keine nennenswerten gesamtwirtschaftlichen Schäden verursachen. Für die Unternehmen und für die Bürger wären gelegentliche Stromausfälle ärgerlich, aber in den meisten Fällen wohl verkraftbar. Tagelang anhaltende Stromausfälle würden wirtschaftlich gegebenenfalls deutliche Spuren hinterlassen, auch weil die Verflechtung in den Produktionsketten zuweilen unübersichtlich hoch ist. Zudem bergen Blackouts die Gefahr des gesellschaftlichen Chaos. Das zivilisierte Leben stößt ohne Strom schnell an seine Grenzen. Temporäre Überlastungen des Stromnetzes würden wohl kaum zu längeren, flächendeckenden Blackouts führen. Attacken auf Stromnetze (cyber/physisch) könnten aber für größere Probleme sorgen.

Als Ökonomen können wir die Eintrittswahrscheinlichkeiten für solche Störfälle nicht konkret beziffern. Aufgrund der Erfahrungen der letzten zehn Monate ist aber klar, dass die Wahrscheinlichkeiten nicht so gering sind, um sie ganz ausschließen zu können.

*Kurzzeitige Stromausfälle
wohl unproblematisch;
längere Blackouts bergen
Chaos-Potential*

*Risiken nicht
vernachlässigbar gering*

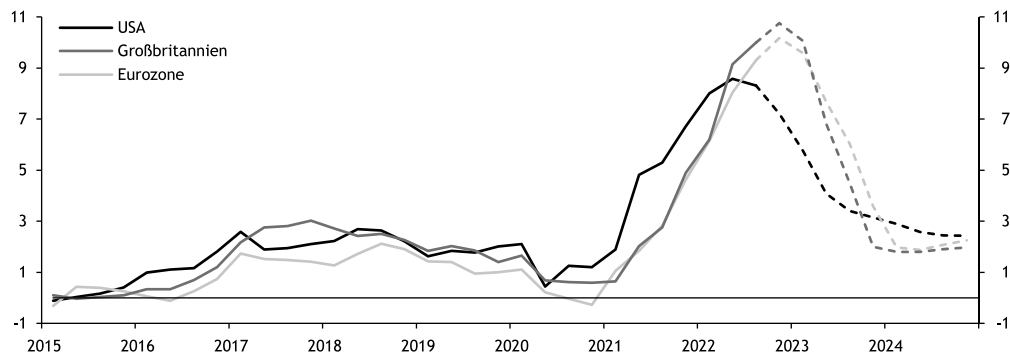
2. Inflation und Geldpolitik: Überschreiten des Gipfels

(Dr. Salomon Fiedler)

Im Jahr 2022 erreichte die Inflation sowohl in den Vereinigten Staaten als auch in der Eurozone und dem Vereinigten Königreich ein Ausmaß wie seit Jahrzehnten nicht mehr. Trotz augenscheinlicher Ähnlichkeiten im Inflationsprofil in den drei Währungsräumen (Abb. 4) unterscheiden sich die Details merklich. Die US-Inflation war aufgrund deutlich zu expansiver Fiskal- und Geldpolitik in der Corona-Krise bereits im Frühjahr 2021 angesprungen. In Europa waren es etwas später vor allem die rasant gestiegenen Einfuhrpreise für Energie (und andere Rohstoffe), die die Teuerung anheizten – und inzwischen die Inflationsraten noch deutlich über jene in den USA getrieben haben.

Extreme Inflationsraten

Abb. 4: Inflationsraten mit Berenberg-Prognosen



Anstieg der Verbraucherpreise gegenüber dem Vorjahreszeitraum in %. Gestrichelt: Berenberg-Prognose. USA: CPI-U, Eurozone: HVPI, GB: VPI, Quellen: BLS, Eurostat, ONS, Berenberg

US-Fed noch nicht am Ziel

In den USA sind die Inflationsraten seit dem Sommer etwas zurückgegangen. Dennoch kann sich die Fed noch nicht zurücklehnen. Denn erstens ist der Preisauftrieb weiterhin viel zu hoch im Vergleich zum Zentralbankziel. Und zweitens trägt bereits die Aussicht auf weitere Zinserhöhungen dazu bei, die Inflation zu bekämpfen. Wenn die Fed wider Erwarten bereits jetzt aufhören würde, könnte dies die Inflation anfachen. Wir rechnen damit, dass sie ihren Leitzins bis Q2 2023 noch auf 5,25 % erhöhen wird (Abb. 5). Danach dürfte sie aufgrund des disinflationären Abschwungs zunächst eine Pause einlegen und den Leitzins dann ab dem vierten Quartal wieder senken, so dass er Ende 2024 3,75% erreicht. Damit ginge sie allerdings das Risiko ein, dass die Inflation auch 2024 noch deutlich über der Zwei-Prozent-Marke verbleiben wird. Die Machtteilung nach den jüngsten Kongresswahlen, in denen die Republikaner die Mehrheit im Repräsentantenhaus gewannen, die Demokraten sich aber im Senat behaupten konnten, verringert zwar das Risiko weiterer exorbitanter Ausgabenprogramme. Allerdings rechnen wir nicht damit, dass in den USA nun echte Haushaltsdisziplin einkehren wird, die die Geldpolitik entlasten könnte.

Eurozone: höhere Inflation, niedrigere Zinsen

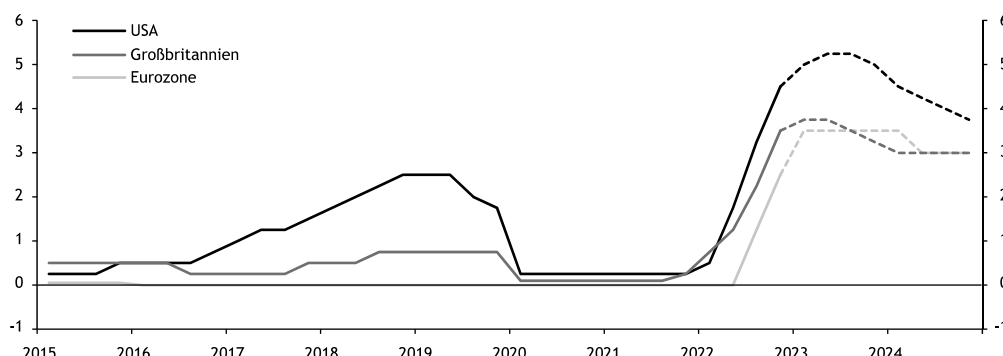
Allmählich dürfte sich auch die Eurozone in der Nähe des Inflationsgipfels befinden – etwas später und auf einem höheren Niveau als die USA. Den Wendepunkt genau zu datieren ist allerdings schwer – nicht zuletzt, da aufgrund der sehr unterschiedlichen Preisanstiege in den einzelnen Komponenten die Neugewichtung des Warenkorbbes Anfang des Jahres die gemessenen Inflationsraten merklich, aber in noch unbekannter Weise beeinflussen wird. Der Inflationsgipfel dürfte aber spätestens im Februar erreicht werden. In einigen Mitgliedsländern, in denen wie in Spanien die sprunghaft gestiegenen Importkosten schnell an die Verbraucher durchgereicht worden waren, sinken die Inflationsraten bereits wieder. In Frankreich, das die Energiekosten frühzeitig gedeckelt hatte, stehen aber wohl Anfang 2023 noch Preisanstiege ins Haus. In Deutschland werden verschiedene staatliche Eingriffe den Inflationsverlauf in den kommenden Monaten prägen.

Eurozone: Inflationsgipfel in Sicht

Insgesamt rechnen wir damit, dass sich vor allem aufgrund von Basiseffekten infolge des raschen Anstiegs von Energie- und Nahrungsmittelpreisen im Verlauf des Jahres 2022 die Inflationsraten in der Eurozone ab Frühjahr 2023 deutlich verringern werden. Da ein Großteil des Überschießens der Euro-Inflation nicht in den heimischen, sondern in importierten Komponenten stattfindet, wird die EZB die Leitzinsen weniger stark anheben müssen als die US-Fed – sofern die Fiskalpolitik mit ihren Stützprogrammen nicht über

die Stränge schlägt. Die Zentralbank dürfte beruhigen, dass die nominalen Lohnanstiege Ende des kommenden Jahres wohl nachlassen werden. Wir rechnen damit, dass die EZB den Hauptrefinanzierungssatz Anfang 2023 auf 3,5 % anheben und ihn dann vorerst konstant halten wird. Nachdem sie die Inflation gebändigt hat, dürfte die EZB Mitte 2024 die Zinsen wieder etwas senken auf dann 3,0 %.

Abb. 5: Leitzinsen mit Berenberg-Prognosen



Leitzinsen in %; EZB: Hauptrefinanzierungssatz; Bank of England (BoE): Bank Rate; US-Federal Reserve: Obergrenze des Leitzinsbandes; gestrichelte Linien: Berenberg-Projektionen. Quellen: Federal Reserve, EZB, BoE, Berenberg

Die Wogen an den Finanzmärkten, die sich im September und Oktober nach der Ankündigung der äußerst expansiven Fiskalpläne der Kurzzeit-Regierung unter Liz Truss ergaben, haben sich wieder weitgehend geglättet, sodass die Bank of England (BoE) sich wieder voll dem Inflationsziel widmen kann. In Großbritannien ist der Inflationsbeitrag der Energie- und Nahrungsmittelkomponenten, die vor allem sprunghaft gestiegene Importkosten widerspiegeln, höher als in den USA – aber geringer als in der Eurozone. Die BoE muss für ihren geldpolitischen Straffungspfad daher einen Mittelweg zwischen US-Fed und EZB einschlagen. Sie begann merklich früher als die EZB damit, die Leitzinsen anzuheben. Außerdem reduziert sie bereits allmählich den Bestand an Anleihen in ihren Büchern („quantitative Straffung“). Im Zuge der laufenden Rezession sowie aufgrund von Basiseffekten dürfte die Inflation 2023 rasch fallen. Wir rechnen daher damit, dass die BoE ihren Leitzins nur noch einmal im Februar 2023 leicht um 25 Basispunkte auf dann 3,75 % anheben wird, bevor sie ihn im zweiten Halbjahr 2023 behutsam um 50 und 2024 um weitere 25 Basispunkte senkt.

*Vereinigtes Königreich
zwischen den
transatlantischen Stühlen*

3. Russland - auf dem Weg in den Abgrund

(Dr. Holger Schmieding)

Mit seinem brutalen Angriff auf die Ukraine mit bisher wohl mehr als Hunderttausend Toten hat Putin nicht nur unermessliches Leid über viele Menschen gebracht. Er hat auch die russische Wirtschaft in einen Abwärtsstrudel gestürzt, aus dem sie sich wohl nicht mehr befreien kann, solange das System Putin in Moskau herrscht. Zehn Jahre nach dem sowjetischen Einmarsch in Afghanistan 1979 fiel 1989 die Mauer, zwei Jahre später war die Sowjetunion Geschichte. Die russische Wirtschaft könnte bereits innerhalb von fünf Jahren so einbrechen, dass sie in ihrer jetzigen Form nicht weiterbestehen kann.

*Abwärts wie die Sowjetunion
– nur schneller*

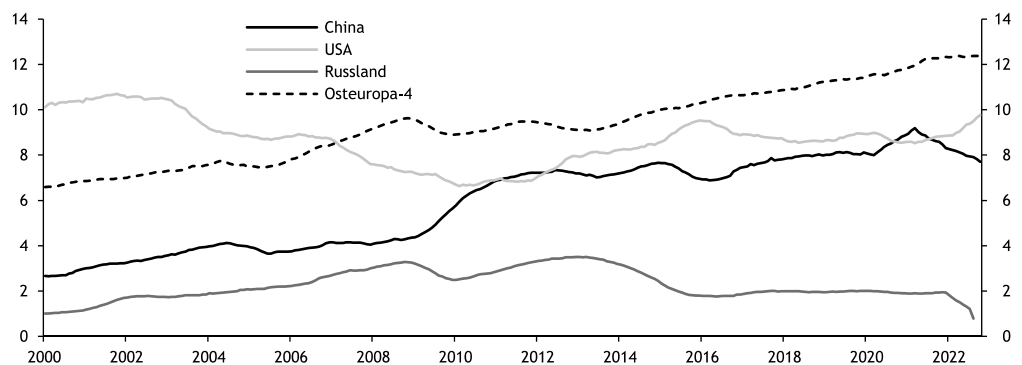
*Krieg, Repression und Flucht
schwächen die Wirtschaft*

Vor vier Jahrzehnten überforderten die Kosten des Afghanistan-Einsatzes und des Wett-rüstens mit den von Präsident Reagan geführten USA und der NATO die verknöcherte sowjetische Wirtschaft. Künftig wird Russland einen noch wesentlich größeren Teil seiner begrenzten Mittel für das Militär ausgeben müssen. Gleichzeitig wächst die Unzu-friedenheit im eigenen Land. Russland verliert einen Teil seiner besonders gebildeten städtischen Elite, ohne die kein modernes Land auf Dauer funktionieren kann. Wie bereits das Beispiel der DDR gelehrt hat (wieviel Stasi verträgt ein Land, bevor die Produktion leidet?), steigen die wirtschaftlichen Kosten der Repression im Zeitablauf an.

*Das schleichende Gift der
Sanktionen*

Die westlichen Sanktionen gegen Russland lähmen das Land nicht unmittelbar. Aber sie wirken wie ein schleichendes Gift. Es fehlt immer mehr an Maschinen und Technologie aus dem Westen, die Russland für seine Industrie und für die Suche nach und Förderung von Rohstoffen gerade in der Arktis braucht. China hat hier wenig zu bieten. Der Ein-bruch der deutschen Ausfuhren nach Russland (Abb. 6) zeigt, wie sehr das Land sich von westlicher Technologie abgekoppelt hat. Für Russland bahnt sich ein Teufelskreis an. Je mehr die Wirtschaft leidet, desto größer die Unzufriedenheit und die Kosten der Repres-sion. Flüchten noch mehr Menschen, treibt dies das Land tiefer in die Krise. Dies wird den Krieg nicht direkt beenden. Aber das System Putin gerät an seine Grenzen.

Abb. 6: Anteil an den deutschen Warenausfuhren



In %. Osteuropa-4: Polen, Ungarn, Tschechische Republik, Slowakei, 12-Moatsdurchschnitte. Letzter Wert für Russland: Durchschnitt August-Oktober 2022. Quelle: Destatis

TEIL 4 AUSGEWÄHLTE REGIONEN

1. USA: Geldpolitik leitet milde Rezession ein

(Dr. Jörn Quitzau)

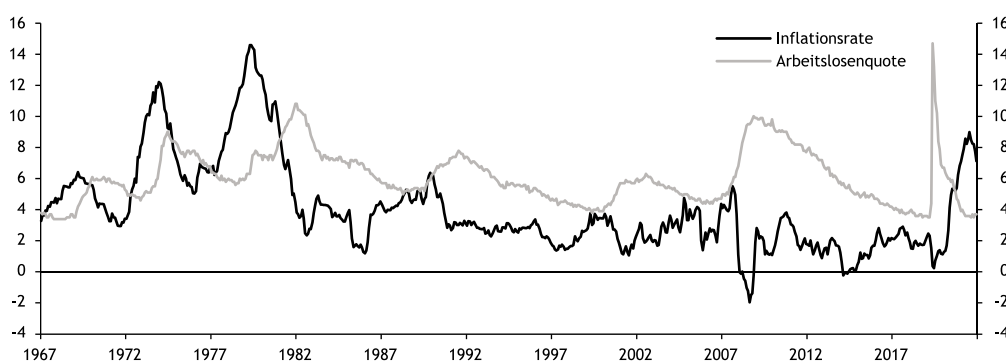
Im Gegensatz zu Europa ist die wirtschaftliche Situation in den USA weniger geprägt vom Russland-Ukraine-Krieg und der daraus folgenden Energiekrise als vielmehr von den Spätfolgen der Pandemie. Die US-Regierung und die Notenbank Fed hatten während der Pandemie mit einer äußerst expansiven Geld- und Fiskalpolitik die Grundlage für eine kräftige Nachholkonjunktur gelegt. Es war klar, dass die Verbraucher viel Geld würden ausgeben können, sobald sich das Leben wieder normalisiert. Die hohe Nachfrage traf auf ein begrenztes Angebot – auch deshalb, weil die Arbeitskräfte allmählich knapp wurden. Es kam, wie es kommen musste: die Preise stiegen. Ab Juni 2021 lag die Inflationsrate oberhalb von 5 % und damit weit über dem Notenbankziel von 2 %. 2022 setzte sich der Preisauftrieb fort. Im Januar erreichte die Inflation bereits 7,5 %. Gleichzeitig erholte sich der Arbeitsmarkt weiter, sodass die Arbeitslosenquote schon bald auf ihr Vorkrisenniveau von rund 3,5 % fiel. Eine so niedrige Arbeitslosenquote hatte es davor zuletzt 1969, also vor über 50 Jahren gegeben.

Nachfragegetriebene Inflation

Die amerikanische Notenbank hat im Gegensatz zur EZB ein doppeltes Mandat. Sie soll für Preisstabilität sorgen und für einen stabilen Arbeitsmarkt. Im Zuge der Corona-Krise hatte die Fed den Fokus noch stärker auf den Arbeitsmarkt gelegt, um mithilfe einer lockeren Geldpolitik möglichst viele Menschen in Beschäftigung zurückzubringen („inklusive Geldpolitik“). Die Währungshüter haben aber den richtigen Zeitpunkt verpasst, den Fokus wieder stärker auf den Kampf gegen die Inflation zu richten. Als die Fed im März 2022 die Zinsen erstmals wieder um 25 Basispunkte an hob, war die Inflationsrate schon auf abenteuerliche 8,5 % gestiegen, während am Arbeitsmarkt praktisch wieder Vollbeschäftigung herrschte (die Arbeitslosenquote lag im März bei 3,6 %). Aufgrund der Zögerlichkeit der Währungshüter konnte sich die weitgehend hausgemachte Inflation ausbreiten. Dies zwang die Zentralbank letztlich dazu, deutlich stärker bremsen zu müssen, als sie selbst und die meisten Beobachter erwartet hatten.

US-Notenbank verpasst den richtigen Zeitpunkt für die Zinswende

Abb. 7: USA: Quasi-Vollbeschäftigung und hohe Inflation



Inflationsrate (yoy) und Arbeitslosenquote jeweils in %. Quelle: Macrobond

Leichte Rezession im Jahr 2023

Konjunkturell verlief 2022 gemischt. Einem schwachen Auftakt folgte eine Erholung im zweiten Halbjahr. Das Gesamtjahr dürfte einen BIP-Zuwachs von 1,9 % bringen. Doch die Aussichten sind getrübt. Die Inflation schmälert die Realeinkommen. Das belastet den Konsum. Die höheren Zinsen machen sich bisher insbesondere am Immobilienmarkt bemerkbar. Und die nun deutlich härtere Gangart der Zentralbank erhöht die Sorge vor einer Stabilisierungsrezession. Bisher halten sich abseits des Immobilienmarktes noch viele Konjunkturdaten überraschend gut. Insbesondere der Arbeitsmarkt ist noch recht stark. Dennoch erwarten wir, dass die US-Wirtschaft ab dem zweiten Quartal in eine leichte Rezession geraten wird. Für das Gesamtjahr 2023 erwarten wir ein kleines Minuswachstum von 0,1 %. Im darauffolgenden Jahr 2024 sollte die Wirtschaft wieder zulegen können. Wir halten etwas mehr als ein Prozent Wachstum für realistisch.

Inflation: Höhepunkt überschritten?

Die Inflation scheint den Höhepunkt überschritten zu haben. Im Juni hat der Preisauftrieb mit 9,0 % den (bisherigen) Höhepunkt erreicht. Seitdem ist die Inflation fünfmal in Folge gesunken – zuletzt auf 7,1 % im November. Für die Zentralbank ist das aber noch kein Grund zur Entwarnung. Wir sehen für das Gesamtjahr 2023 die Inflationsrate bei 4,1 %, wobei die Preisanstiege im Jahresverlauf Stück für Stück weiter nachgeben dürften. Die Zentralbank kann dann im Herbst den Fokus wahrscheinlich erneut verlagern und die Geldpolitik lockern, wenn die Inflationsraten zurückgehen und die Arbeitslosigkeit wegen der einsetzenden Rezession steigt.

Der „Inflation Reduction Act“ sorgt für Ärger

Als Reaktion auf die hohen Preise und die Umwälzungen an den globalen Energiemärkten hat die Biden-Regierung den „Inflation Reduction Act“ beschlossen. Damit sollen das öffentliche Defizit reduziert, die Inflation eingedämmt, Investitionen in die heimische Energieversorgung ermöglicht und die CO₂-Emissionen bis 2030 um rund 40 % unter das Niveau von 2005 gesenkt werden. Die Maßnahme schlägt international hohe Wellen. In Europa wird intensiv diskutiert, wie die EU auf den „Inflation Reduction Act“ reagieren soll. Aus Sicht der EU ist das Gesetz diskriminierend, weil es wettbewerbsverzerrende Subventionen enthält. Der amerikanische Staat wird in den nächsten zehn Jahren 375 Mrd. US-Dollar bereitstellen, um Investitionen in den Klimaschutz zu ermöglichen. Von Seiten der EU stößt besonders auf Kritik, dass die Subventionen im Regelfall nur für Produktion in den USA bzw. unter einseitigen, die USA bevorzugenden Bedingungen gewährt werden sollen. Das könnte zur Produktionsverlagerung europäischer Unternehmen führen. Wie reagiert die EU? Folgt auf „America first“ nun „Europe first“?

Abb. 8: USA: Kerninflation ebenfalls auf hohem Niveau



2. Eurozone: Gaskrise löst Winterrezession aus

(Dr. Salomon Fiedler)

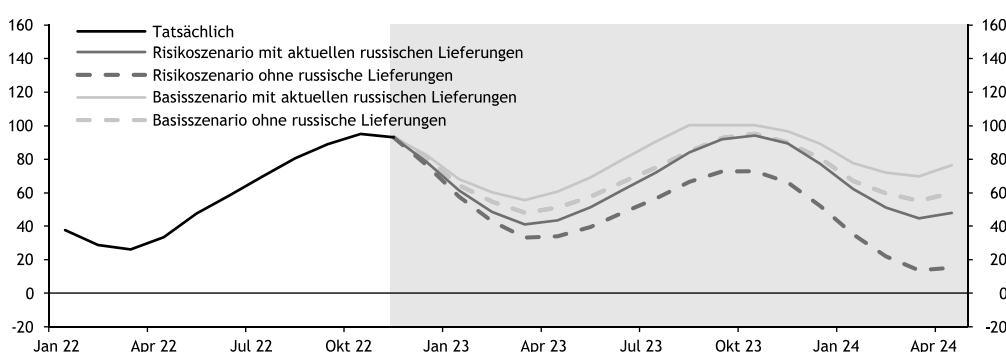
Die Wiedereröffnung nach der Corona-Krise verlieh der europäischen Wirtschaft im Jahr 2022 starken Aufwind; bis in den Spätsommer befand sie sich auf Expansionskurs. Allerdings lasten die Folgen des russischen Einmarsches in die Ukraine schwer auf der Eurozone: Der dramatische Anstieg der Einfuhrpreise für Energie und Nahrungsmittel hat die Kaufkraft der Europäer merklich geschmälert. Das Verbrauchervertrauen war bereits kurz nach Kriegsausbruch abgestürzt; im weiteren Jahresverlauf trübte sich dann auch die Stimmung bei den Unternehmen mehr und mehr ein. Beginnend im vierten Quartal dürften nun die Belastungen der importierten Inflation die Aufschwungkkräfte überwiegen und die Eurozone in eine Rezession drücken.

*Rezession im Winter
2022/23*

Angesichts eines drohenden Gasmangels aufgrund fehlender Lieferungen aus Russland, von dem die EU zu normalen Zeiten rund 40 % ihres Erdgases bezogen hatte, wichen die Europäer auf andere Anbieter aus, um ihre Gasspeicher zu füllen. Zudem sparten sie Gas ein. Zwar mussten sie dabei horrend Preise zahlen, allerdings gelang es ihnen, die Speicher vor dem Winter fast bis zum Anschlag zu füllen. Inzwischen ist die Wahrscheinlichkeit hoch, dass Europa sowohl diesen als auch den nächsten Winter überstehen kann, ohne dass kurzfristig Gas zwangsrationiert werden muss (Abb. 9). Solche notgedrungenen Eingriffe hätten erhebliche zusätzliche wirtschaftliche Verwerfungen zur Folge haben können. Die Börsenpreise für Gas sind historisch betrachtet zwar immer noch exorbitant, lagen aber zuletzt wieder deutlich unter den im Spätsommer erreichten Spitzen. Zusammen mit fiskalischen Hilfsprogrammen dürfte dies dazu führen, dass die Endkunden im Winter weniger leiden werden, als vor wenigen Monaten zu befürchten war. Nach der Heizsaison könnte sich die Konjunktur ab Frühjahr 2023 wieder erholen.

*Hoffnung auf vergleichsweise
milden Konjunkturerinbruch*

Abb. 9: Gasspeicher der EU



Füllstand in %. EU-27; Speicherstände am Monatsende. Annahmen - Basisszenarien: Verbrauch ggü. 2017 - 2021 -10 % jetzt, -15 % bis September 2023; Importe aus Nicht-Russland bleiben auf ihrem höheren geschätzten Sechsmonatsschnitt, steigen ab Januar 2023 alle drei Monate um weitere 1 %; heimische Produktion unverändert - Risikoszenario: Verbrauchsreduktion relativ zum Durchschnitt des kältesten Drittels der Monate aus 2008 - 2019; kein weiterer Anstieg der Importe. Quellen: Berenberg-Berechnung auf Basis von Daten von AGSI, Bruegel, Eurostat

Die Gaskrise trifft Deutschland härter als andere große Länder in Europa (Abb. 10). Im deutschen Energiemix hat Gas einen etwas höheren Anteil als im EU-weiten Durchschnitt. Darüber hinaus ist die Wirtschaftsstruktur der Bundesrepublik recht industrielasig. Dies war in der Pandemie ein Vorteil, da Kontaktbeschränkungen das Verarbeitende Gewerbe zunächst weniger beeinträchtigten als viele Dienstleister. Allerdings lasteten

*Deutsche Industrie
schwer belastet*

bereits seit 2018 neue „grüne“ Regulierungen und ein schwächerer Welthandel auf der deutschen Industrie. Globale Lieferkettenprobleme bremsten dann den Wiederaufschwung nach der Corona-Krise aus. Noch bevor sich diese vollends aufgelöst haben, leiden die Unternehmen nun unter den importierten Kostenschöcks. Gleichwohl dürfte die Rezession flacher ausfallen als in früheren Krisen. Der deutsche Fiskus steht vergleichsweise gut da und kann sich Stützprogramme leisten. Auch wird die Arbeitslosigkeit wohl nur moderat ansteigen; einige der arbeits- und sozialpolitischen Pläne der Ampelregierung, die ansonsten einen weiteren Rückschritt gegenüber den erfolgreichen Agenda-2010-Reformen bedeutet hätten, wurden nun im Bundesrat entschärft.

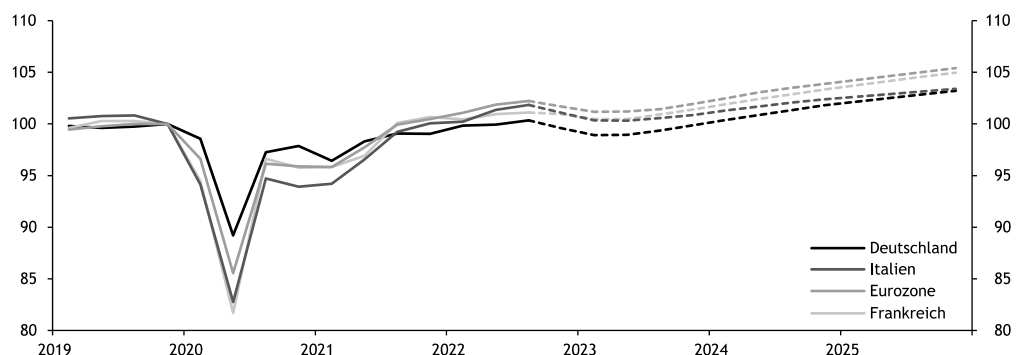
*Frankreich weniger
von Gas abhängig*

Die französischen Verbraucher kommen etwas glimpflicher davon. Zwar zog die Inflation auch hier in 2022 sprunghaft an, allerdings bei weitem nicht so sehr, wie im Rest des Euroraums. Atomkraftwerke haben einen großen Anteil am Energiemix; Erdgas ist weniger wichtig als in anderen Ländern. Zudem hat die Regierung frühzeitig den Anstieg der Endkundenpreise für Energie begrenzt. In seiner ersten Amtsperiode konnte Präsident Macron einige Strukturreformen umsetzen. Im Juni hatte er nun aber seine Parlamentsmehrheit verloren. Weitere Reformen sind unwahrscheinlicher geworden – allerdings dürften die bereits erreichten Fortschritte dafür sorgen, dass die französische Wirtschaft in den kommenden Jahren im Trend etwas schneller wächst als die deutsche.

*Kommen die nötigen
Reformen in Italien?*

Italien erzeugt einen deutlich höheren Anteil seiner Energie aus Erdgas als die EU insgesamt. Nachdem die Rückkehr der Touristen im Sommer die Zuwachsraten des BIP in die Höhe getrieben hatte, dürfte die Wirtschaft im Winter stärker als anderswo schrumpfen. Das größere Problem Italiens sind allerdings seine niedrigen längerfristigen Wachstumsaussichten. Es ist bislang unklar, ob die neue Premierministerin Meloni nötige Strukturreformen umsetzen kann. Die Voraussetzungen dafür waren (und sind) zwar günstig wie lange nicht: Italien ist Hauptempfänger der EU-Hilfsgelder aus dem Corona-Fonds und die EZB greift weiter in die Anleihemärkte ein, um Zinsanstiege für Italien zu begrenzen. Aber auch Melonis Vorgänger Draghi, auf den die europäischen Partner viele Hoffnungen gesetzt hatten, konnte nur sehr begrenzte Reformenerfolge vorweisen.

Abb. 10: BIP in der Eurozone und in wichtigen Mitgliedsstaaten (Q4 2019=100)



Reales Bruttoinlandsprodukt; Quartalsdaten; gestrichelt: Berenberg-Prognosen. Quellen: Destatis, INSEE, Instituto Nazionale di Statistica, Instituto Nacional de Estadística/Haver Analytics, Berenberg

3. Großbritannien: Herbe Rückschläge, schwungvolle Erholung

(Dr. Salomon Fiedler)

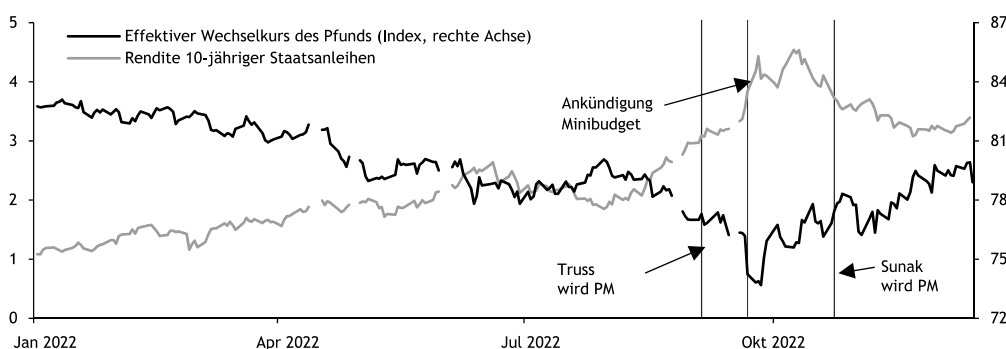
Zu Beginn des Jahres 2022 standen die Zeichen für die britische Wirtschaft nicht schlecht: Die Restriktionen aus der Corona-Pandemie waren aufgehoben, Haushalte und Unternehmen saßen auf gesunden Finanzpolstern und der Arbeitsmarkt war robust. Die globale Energiekrise nach Putins Invasion der Ukraine würgte den konjunkturellen Aufschwung allerdings frühzeitig ab. Zwar bezog das Vereinigte Königreich im Vergleich zu anderen europäischen Ländern nur einen geringen Anteil seiner Energie aus Russland, allerdings werden die Großhandelspreise für Energie auf internationalen Märkten gebildet. Das bekamen dann auch die britischen Kunden zu spüren. Bereits seit dem dritten Quartal – früher als vergleichbare europäische Länder – befindet sich Großbritannien nun in einer Rezession. Im Herbst schürte die missglückte Fiskalpolitik der Kurzzeit-Premierministerin Liz Truss eine Panikreaktion auf dem Finanzmarkt (Abb. 11).

Schocks haben Aufschwung in 2022 unterbrochen, ...

Der dritte britische Regierungschef in diesem Jahr, Rishi Sunak, gilt im Gegensatz zu seinen beiden Vorgängern als sichere Bank. Zusammen mit Schatzkanzler Jeremy Hunt verfolgt er eine stabilere Fiskalpolitik. Dies reduziert den Druck für die Bank of England, die Leitzinsen stärker anheben zu müssen. Die Ausschläge auf den Anleihemärkten und im Pfund-Wechselkurs, die sich nach den inzwischen größtenteils widerrufenen Budgetankündigungen der Regierung Truss ergeben hatten, haben sich entsprechend zurückgebildet. Außerdem scheint Sunak bestrebt, das Verhältnis zum wichtigsten britischen Handelspartner, der Europäischen Union, nach der Brexit-Zäsur etwas zu entspannen. Gleichwohl bleiben die politischen Hürden auf dem Weg zu einer tragfähigen Übereinkunft hoch. Ab nächstem Sommer, nach dem Schwinden des Energiepreisschocks, könnte sich Großbritanniens Wirtschaft daher mit mehr Schwung zurückmelden.

... aber er könnte ab Frühjahr 2023 zurückkehren

Abb. 11: Anleihezinsen und Pfund-Wechselkurs



10-j. Nullkuponzinsen in %; gewichteter effektiver Wechselkurs gegenüber einer breiten Gruppe an Handelspartnern. Quelle: BoE

Die Rezession, die das Vereinigte Königreich aktuell durchlebt, ist den Folgen des russischen Krieges in der Ukraine geschuldet. Exorbitante Rohstoffkosten haben insbesondere die Verbraucherpreise für Nahrungsmittel und Energie in schwindelerregende Höhen getrieben. Da die Geldpolitik allerdings bereits im Jahr 2021 zu expansiv ausgerichtet war, hätte die Inflation aber wohl auch ohne diesen Effekt 2022 das Zentralbankziel von 2 % überschritten. Die Bank of England musste daher trotz der konjunkturellen Abkühlung eingreifen und die Leitzinsen merklich anheben. Die britischen

Reichste Haushalte haben die meisten Schulden

Haushalte sind somit einem doppelten Gegenwind ausgesetzt: Sowohl die starken Preiszuwächse als auch die steigenden Kreditraten infolge gestiegener Zinsen nagen an ihren Budgets. Allerdings werden viele Haushalte nicht von beiden Faktoren gleichermaßen belastet: Während die Inflation vor allem den niedrigeren Einkommensgruppen zusetzt, dürften sich die höheren Schuldendienstkosten größtenteils am oberen Ende der Einkommensskala niederschlagen. 86 % der Hypothekenschulden und 78 % der Konsumkredite wurden von der nach Einkommen oberen Hälfte der Haushalte aufgenommen (Abb. 12).

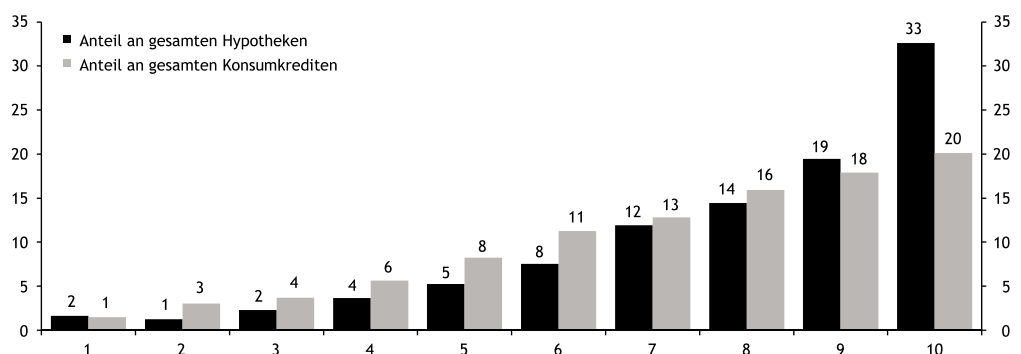
Strukturelle Arbeitskräfteknappheit

Aufgrund der demografischen Alterung nimmt die Knappheit an Arbeitskräften im Trend zu. Dieser Mangel verschärfte sich im Zuge der Wiedereröffnung nach der Corona-Krise noch einmal – seit Juli 2021 gibt es mehr als eine offene Stelle für jeden Arbeitslosen. Dazu hat allerdings auch beigetragen, dass sich in den vergangenen Jahren vor allem viele Menschen im höheren erwerbsfähigen Alter gänzlich aus dem Arbeitsmarkt zurückgezogen haben. Aufgrund der Schwierigkeit, rasch offene Stellen zu besetzen, dürften die Unternehmen versuchen, während der gegenwärtigen kurzen Rezession möglichst viele ihrer Mitarbeiter zu halten. Angestachelt von den hohen Inflationsraten, die die realen Einkommen drücken, bricht sich die Marktmacht der Arbeitnehmerseite Bahn in einem rasanten Anstieg der Anzahl von Streiks auf ein 30-Jahres-Hoch. Während die britische Inflation sich bislang zu einem großen Teil aus importierten, vorübergehenden Quellen (sprunghaft höhere Kosten für Energie und Nahrungsmittel) speist, ist die geld- und fiskalpolitische Straffung dennoch geboten, um etwaigen Zweitrundeneffekten, die zu einer Lohn-Preis-Spirale führen könnten, Einhalt zu gebieten.

Wirtschaftspolitische Chancen

Das Brexit-Votum zog Jahre erratischer Politik nach sich, in denen nicht klar war, wie die Wirtschaftsbeziehungen zwischen dem Vereinigten Königreich und der Europäischen Union künftig ausgestaltet sein würden. Ohne Planungssicherheit hielten sich die Unternehmen mit Investitionen seither stark zurück. Durch eine stabilitätsorientierte Politik und angebotsseitige Reformen könnte die Regierung dazu beitragen, Wachstumsbremsen zu lösen.

Abb. 12: Verteilung der Schulden über die Einkommensdezile



Anteile in % an den Gesamtschulden der Haushalte. Schätzungen basierend auf 2018-20 Wealth and Asset Survey. Quellen: BoE, ONS

4. China: Neuer Schwung nach gelockerter Pandemie-Politik?

(Dr. Jörn Quitzau)

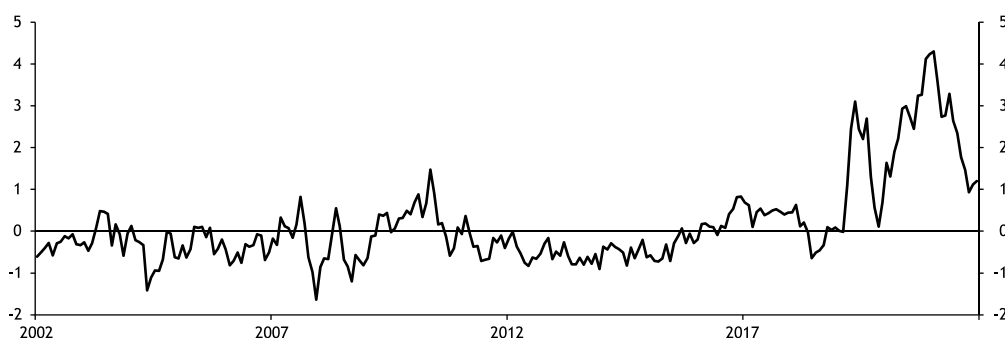
China kommt nicht aus den Schlagzeilen. Das Land, in dem die Corona-Pandemie ihren Ursprung nahm, war zunächst vergleichsweise erfolgreich durch die Pandemie gekommen. Die chinesische Regierung ging von Beginn an rigide gegen Corona-Ausbrüche vor und nahm dabei keine Rücksicht auf die Befindlichkeiten der Bürger. Dadurch gelang es, die Ausbreitung des Virus einzudämmen. China überstand die Krisenjahre 2020 und 2021 wirtschaftlich vergleichsweise gut. 2022 hat sich das Blatt gewendet. Während die meisten Länder die Pandemie hinter sich ließen und dank einer weitgehenden „Durchseuchung“ (Impfschutz und natürliche Infektionen) quasi zur gesellschaftlichen Normalität zurückkehrten, hielt China an seiner rigiden Null-Covid-Politik fest. Bis zum Dezember 2022 hinweg kam es immer wieder zu strikten Lockdowns.

Corona: China hinkt nun hinterher

Angesichts der deutlich höheren Infektiösität der Omikron-Variante war dieser Ansatz zum Scheitern verurteilt – zumal die chinesische Bevölkerung noch keinen guten Immunschutz aufgebaut hat. In China stieg die Unzufriedenheit der Bevölkerung, die im November sogar in vereinzelt öffentlichen Protesten gegen die Regierung gipfelte. Die chinesische Führung lenkte daraufhin ein und lockert nun das äußerst harte Regime. So dürfen sich Corona-Infizierte künftig zu Hause isolieren. Auch andere Beschränkungen wurden aufgehoben. Außerhalb Chinas machte sich das Pandemie-Management insbesondere dadurch bemerkbar, dass es aufgrund der Lockdowns in den Lieferketten immer wieder hakte. China trug somit zu den globalen Lieferkettenproblemen bei. Abbildung 13 zeigt, dass die ganz großen Probleme global betrachtet inzwischen Vergangenheit sind, auch wenn die Lage noch immer angespannt ist.

Gescheitertes Corona-Regime trägt zu globalen Lieferkettenproblemen bei

Abb. 13: Global Supply Chain Pressure Index: Geringere Lieferkettenprobleme



In Punkten. Quelle: Macrobond

Das Vorgehen der Regierung hinterließ auch sichtbare Spuren in der chinesischen Wirtschaftsleistung. Vor allem das zweite Quartal enttäuschte mit $-2,7\%$ (ggü. Vorquartal). Auch das vierte Quartal dürfte mit Stagnation gegenüber dem Vorquartal enttäuschend ausfallen. Dazu tragen insbesondere drei Faktoren bei: 1. Die Lockdowns beeinträchtigen den Privaten Verbrauch. 2. Die anhaltenden Immobilienmarktp Probleme und die hohe Verschuldung haben negative Folgen für den Wohnungsbau und den Konsum. 3. Die chinesischen Ausfuhren entwickeln sich schwach, da viele Abnehmerländer für chinesische Waren in die Rezession gleiten. Insgesamt dürfte es im Gesamtjahr 2022 lediglich auf ein Wirtschaftswachstum in Höhe von $2,9\%$ hinauslaufen.

Schwaches Wachstum 2022

2023 wohl etwas besser,...

Das Jahr 2023 könnte wirtschaftlich wieder etwas besser werden. Wir erwarten ein Wachstum von 4,1 %, auch wenn eine Ansteckungswelle im Winter die Wirtschaft kurzzeitig erneut erheblich belasten könnte. Mit der Abkehr von der Null-Covid-Politik hat die Regierung den Schlüssel zu etwas mehr Wachstum ab dem Frühjahr selbst in der Hand. Das ist auch deshalb wichtig, weil die geld- und finanzpolitischen Maßnahmen nicht mehr die gleiche Wirkung wie früher entfalten. Auch deshalb hat die Regierung vorübergehend darauf verzichtet, offizielle Wachstumsziele auszugeben. In der Vergangenheit konnte China durch staatliche Investitionen, insbesondere in den Immobilien-sektor, die Wachstumsrate künstlich aber deutlich nach oben treiben. Dadurch kam es allerdings zu massiven Übertreibungen, die nun korrigiert werden. Der Immobilienmarkt fällt deshalb als künstlicher Wachstumstreiber durch staatliche Investitionen vorerst aus.

*...aber insgesamt wachsen
die Bäume nicht mehr in den
Himmel*

Perspektivisch wird es China nicht mehr gelingen, an die hohen Wachstumsraten der Vergangenheit anzuknüpfen. Das Trendwachstum dürfte sich bei 4 % oder etwas darunter einpendeln. Zum Teil ist das eine ganz natürliche Entwicklung, denn ehemals arme, rückständige Länder können zunächst schnell wachsen, wenn sie sich in die Weltwirtschaft eingliedern. Allein die Übernahme der Erfolgsrezepte der reicheren Länder kann einen raschen Aufholprozess auslösen. Irgendwann sind aber die tief hängenden Früchte gepflückt. Dann wird es für das nun bereits etwas wohlhabendere Land schwieriger, Wachstum zu erzeugen. Viel spricht dafür, dass China künftig nicht mehr die Lokomotive für das globale Wachstum sein wird. Im Gegenteil, längerfristig wird das Land aus wirtschaftlichen und politischen Gründen eher zum Belastungsfaktor.

China gerät ins Zwielficht

China erscheint heute in einem anderen Licht als noch vor wenigen Jahren. Es hat an Strahlkraft eingebüßt. Die Globalisierung wird partiell rückabgewickelt, die „Schönwetter-Globalisierung“ ist vorbei. Lieferketten werden gekürzt und Unternehmen diversifizieren ihre Bezugsquellen („Nearshoring“, „Friendshoring“). Die Folgen der Pandemie und der russischen Invasion in die Ukraine haben tiefe Spuren hinterlassen. China wird im Westen vielfach nicht mehr als verlässlicher Handelspartner gesehen, sondern als Systemrivale, der den nächsten geopolitischen Konflikt auslösen könnte. Ein Angriff auf Taiwan würde die Welt wirtschaftlich und politisch in schwere Turbulenzen stürzen.

*Xi Jinpings unbedingter
Machtanspruch*

Auf dem 20. Parteitag der Kommunistischen Partei Chinas hat Staatschef Xi Jinping im Oktober seine Macht abgesichert, womöglich auf Lebenszeit. Xi Jinping hat die eigene Politik auf dem Parteitag als große Erfolgsgeschichte dargestellt und ganz nebenbei ein Zeichen gesetzt, indem er seinen Vorgänger Hu Jintao vor laufenden Kameras aus dem Saal führen ließ. In der Taiwan-Frage bleibt es bei einer harten Haltung Chinas. Zudem bereitete Xi das Volk auf schwierige Zeiten und tiefgreifende globale Veränderungen vor. Das oberste Ziel ist innenpolitisch die weitere Absicherung der Herrschaftslegitimation der Kommunistischen Partei. China hat sich zu einem autoritären Überwachungsstaat entwickelt, in dem die Bürger ihre individuellen Interessen den staatlichen unterzuordnen haben. Auch die wirtschaftlichen Ziele müssen inzwischen hinter die (macht-)politischen Ziele zurücktreten. Das drückt letztlich auf das Wachstum.

TEIL 6 ZINSEN UND WÄHRUNGEN

1. Zinsen: Durchatmen nach der Zinswende

(Dr. Jörn Quitzau)

Es ist tatsächlich passiert: die Zinswende ist vollzogen. Immer wieder hatte sie sich angekündigt, war dann aber doch auch immer wieder ausgeblieben. Vor Jahresfrist waren wir zuversichtlich wie selten, dass 2022 nun endlich das Jahr der Zinswende werden dürfte. Der Unterschied zu den Vorjahren bestand darin, dass die Inflation zurückgekehrt war. Die Notenbanken konnten deshalb ihre lockere Geldpolitik nicht weiter fortsetzen. Stattdessen mussten sie gegensteuern. So kamen die Anleihekaufprogramme auf den Prüfstand. Die Nettokäufe wurden zunächst beendet. Manche Zentralbanken begannen, passiv oder sogar aktiv ihre Anleihebestände zu reduzieren. „Passiv“ bedeutet dabei, dass die Einnahmen aus fällig werdenden Anleihen nicht wieder in Staatsanleihen investiert werden – alle anderen Anleihen bleiben aber weiter im Bestand der Zentralbank. „Aktiv“ heißt dagegen, dass die Zentralbank auch Anleihen vor deren Fälligkeit veräußert. Mit einem aktiven Abbau der Bestände zieht sich die Zentralbank also schneller aus den Anleihemärkten zurück. Die Marktzinsen steigen in dem Fall stärker als wenn nur fällig werdende Anleihen nicht ersetzt werden.

*Zinswende an den
Anleihemärkten*

Zu Beginn des Jahres 2022 lag die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen bei 0,9 %, bis Dezember 2022 ist sie auf 3,7 % gestiegen. Ein Zwischenhoch erreichten die Renditen im Oktober bei sogar 4,3 %. Die deutschen Pendants, also die zehnjährigen Bundesanleihen, rentierten zum Jahresbeginn mit -0,6 % noch im negativen Bereich. Bei ihnen führte der Anstieg in der Spitze bis 2,5 %. Mitte Dezember steht die Rendite bei 2,3 %. Der Zinsanstieg im ersten Dreivierteljahr war rasant und hat nicht nur manchem Immobilienkäufer einen Strich durch die Rechnung gemacht.

Rasanter Zinsanstieg

Abb. 14: Renditen zehnjähriger Staatsanleihen deutlich gestiegen



In %. Quelle: Macrobond

In Europa sorgten die Auswirkungen des Krieges sowie die Zinswende zeitweilig für Verspannungen an den Anleihemärkten. Die Risikoprämien für italienische Staatsanleihen zogen an. Trübere Konjunkturaussichten und höhere Unwägbarkeiten in der italienischen Politik führen angesichts der hohen italienischen Staatsschulden bei den

*EZB setzt auf neues
Instrument „TPI“*

Investoren immer wieder zum Rückzug. Weiten sich die Zinsdifferenzen zwischen den Staatsanleihen der Euro-Teilnehmerländer zu stark aus, kann dies den Transmissionsmechanismus der Geldpolitik auf die Wirtschaft stören. Die EZB hatte deshalb ein „Anti-Fragmentierungsinstrument“ entwickelt, das sie am 21. Juli unter dem Namen „Transmission Protection Instrument“ (TPI) vorstellte. Es soll laut EZB eingesetzt werden können, „um ungerechtfertigten, ungeordneten Marktdynamiken entgegenzuwirken, die eine ernsthafte Bedrohung für die Transmission der Geldpolitik im Euroraum darstellen“. Das Volumen des Programms ist von vornherein nicht begrenzt, seine Schlagkraft daher hoch. Auch wenn der Ankauf von Staatsanleihen eines bestimmten Landes an relativ strikte Kriterien geknüpft ist, dürften diese Bedingungen im Notfall flexibel genug ausgelegt werden, um ein Eingreifen der EZB zu ermöglichen. Wir denken jedenfalls, dass der Instrumentenkasten der EZB mit dem TPI groß genug ist, um etwaigen Marktpaniken entgegenzuwirken.

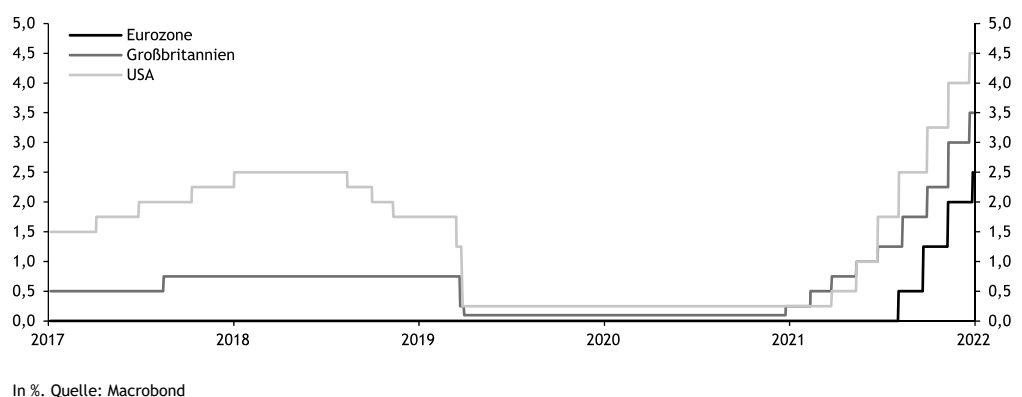
2023: moderater Zinsanstieg

Für 2023 erwarten wir, dass die Zinsen in der Eurozone moderat weiter steigen. Zehnjährige Bundesanleihen dürften auf etwa 2,7 % zulegen. Niedrigere Renditen würden nicht zu Geldmarktzinsen passen, die die EZB vermutlich auf etwa 3,5 % schleusen wird. Für die USA erwarten wir für die Marktzinsen hingegen keinen großen Anstieg mehr. Zum Jahresende 2023 sehen wir die Renditen zehnjähriger Treasuries bei 3,6 %.

US-Notenbank mit Kehrtwende in der zweiten Jahreshälfte?

Der Grund für diesen uneinheitlichen Zinsausblick liegt in der unterschiedlichen Einschätzung der Geldpolitik diessseits und jenseits des Atlantiks. Die EZB dürfte im Februar und März noch zwei Zinsschritte um jeweils 50 Basispunkte vollziehen und ihren Hauptrefinanzierungssatz danach für den Rest des Jahres konstant bei 3,5 % halten. Die amerikanische Notenbank hat die Zinsen bereits deutlich stärker angezogen als die EZB. Auf den ersten drei Sitzungen des Jahres 2023 dürfte sie den US-Leitzins um insgesamt 75 Basispunkte bis zum Korridor 5,00 – 5,25 % erhöhen. Das gäbe ihr den Spielraum, auf die Rezession, die in den USA wohl später als in der Eurozone einsetzen wird, im Herbst mit einer Zinssenkung um 25 Basispunkte zu reagieren und eine neue Zinswende einzuleiten. Hinzu kommt: Die US-Notenbank hat bereits im Juni mit dem Bilanzabbau begonnen und ihren Wertpapierbestand reduziert. Die EZB wird damit erst im März 2023 damit beginnen. Bis Ende des zweiten Quartals sollen die Bestände um durchschnittlich 15 Mrd. Euro pro Monat reduziert werden. Wie es danach weitergeht, wird in den nächsten Monaten beschlossen. Wenn sich die EZB nach und nach aus dem Anleihemarkt zurückzieht, spricht das für moderat höhere Zinsen am langen Ende.

Abb. 15: Zentralbanken treiben die Zinsen hoch



2. Währungen:

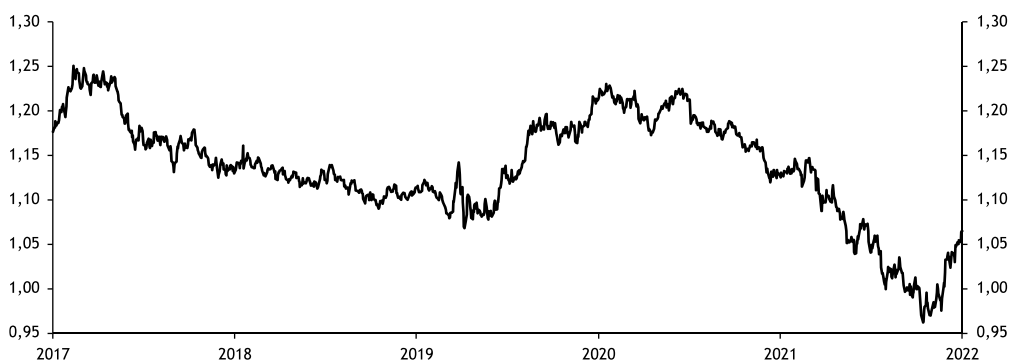
2022 - Das Jahr des US-Dollars, 2023 - Das Jahr des Euros?

(Dr. Jörn Quitzau)

Auch der Devisenmarkt wurde im vergangenen Jahr von den Folgen des Russland-Ukraine-Krieges geprägt. Sichere Anlagehäfen wie der US-Dollar und der Schweizer Franken erlebten einen Höhenflug. Für den Euro hingegen verlief das Jahr enttäuschend. Die Nähe zum Kriegsgebiet und die Energiekrise in Europa setzten der Gemeinschaftswährung erheblich zu.

*Sichere Anlagehäfen wegen
des Russland-Ukraine-
Krieges gesucht*

Abb. 16: Der Euro arbeitet sich aus dem Tal



In US-Dollar. Quelle: Macrobond

US-Dollar: Der sichere Anlagehafen hat sich erneut bewährt

Für den Euro geht ein schwaches Jahr zu Ende. Gegenüber dem US-Dollar war die Gemeinschaftswährung noch auf einem passablen Niveau gestartet – mit gut 1,13 US-Dollar je Euro. Im Jahresverlauf ging es Stück für Stück bergab. Der Euro fiel unter die Parität und im Tief sogar unter die Marke von 0,96 US-Dollar je Euro. Die Hauptgründe für die Euro-Schwäche – und im Umkehrschluss für die Dollar-Stärke – sind schnell aufgezählt: 1. Der Krieg in der Ukraine, der den Konjunkturaufschwung abwürgte und zu einer veritablen Energiekrise samt beschleunigter Inflation führte. 2. Die lange Zeit zögerliche Haltung der EZB, die sich mit der geldpolitischen Wende deutlich mehr Zeit ließ als die anderen großen Zentralbanken. 3. Während der US-Dollar als sicherer Anlagehafen von der Krise profitierte, ging Europa die „Friedensdividende“ der letzten Jahrzehnte verloren und mit ihr auch die Attraktivität für die Anleger.

*Ein schwaches Jahr
für den Euro*

Die Stärke des US-Dollars zeigt sich auch am Dollar-Index, der den Wert des Greenbacks gegenüber einem breiteren Währungskorb abbildet: Der US-Dollar legte 2022 lange Zeit auf breiter Front zu. Neben ihrer Eigenschaft als „sicherer Hafen“ profitierte die amerikanische Währung davon, dass die Notenbank Fed den Kampf gegen die Inflation früher anging und so zum Taktgeber unter den internationalen Notenbanken wurde. Sie straffte die Geldpolitik und scheute letztlich nicht vor ungewöhnlich großen Zinsschritten in Höhe von 75 Basispunkten zurück. Inzwischen scheinen die Inflationsraten in den USA den Höhepunkt überschritten zu haben. Zuletzt ging die Inflationsrate fünfmal in Folge zurück und sank von 9,1 % im Juni auf 7,1 % im November. Der Aufwärtstrend scheint somit früher gebrochen als in Europa. Wenn unser Zinsausblick stimmt, dann wird die amerikanische Notenbank den Leitzins in der ersten Jahreshälfte 2023 zwar noch bis zum

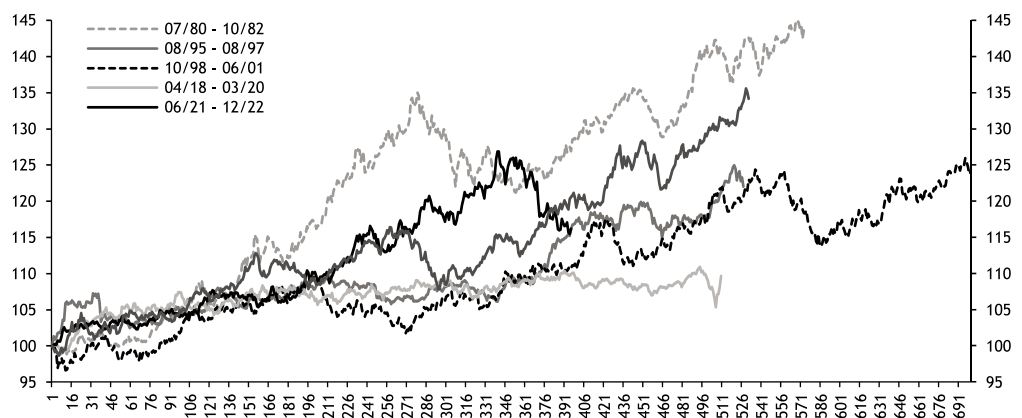
Starker US-Dollar

Korridor von 5,00 – 5,25 % anheben, aber bei abkühlender Konjunktur die geldpolitischen Zügel im Herbst wieder lockern. Gleichzeitig dürfte die EZB den Leitzins bei 3,5 % konstant halten, sodass der Zinsvorsprung der USA wieder leicht abschmilzt. Das würde den US-Dollar schwächen und den Euro stärken.

Dollar-Bullenmärkte haben in der Vergangenheit noch länger gedauert

Mit Blick auf die US-Dollar-Bullenmärkte der Vergangenheit könnte die Dollarstärke des Jahres 2022 noch einige Zeit weiter gehen. Die fünf großen Dollar-Bullenmärkte von 1980 bis 2020 haben im Durchschnitt 569 Tage gedauert. Der aktuelle Bullenmarkt (schwarze Linie in Abb. 17) begann im Juni 2021 und besteht erst seit rund 400 Tagen.

Abb. 17: US-Dollar-Bullenmärkte



In Punkten. Quelle: Bloomberg

Für den Euro entscheidend: Wie kommt die Wirtschaft durch den Winter?

Für den weiteren Verlauf des Wechselkurses Euro/US-Dollar dürfte aber primär entscheidend sein, wie die Eurozone durch den Winter kommt. Wenn unser Basis-Szenario einer recht milden Rezession aufgeht und Europa von größeren Störfällen wie Gasmanngellagen und längeren Stromausfällen bzw. Blackouts verschont bleibt, dann stehen die Chancen für einen stärkeren Euro im Jahresverlauf 2023 gut. An den Finanzmärkten wird der Risikoappetit dann wieder steigen und der US-Dollar wird an Attraktivität verlieren. Auch der inzwischen schärfere Zinsausblick der EZB spricht für den Euro.

Ein Vorgeschmack auf 2023?

Die Monate November und Dezember 2022 könnten ein Vorgeschmack auf das Jahr 2023 gewesen sein. Im November hat sich die Stimmung an den Finanzmärkten aus mehreren Gründen aufgehellt: Die Inflationsrate für Oktober war stärker als erwartet gesunken. Daraufhin entfaltete sich die Hoffnung, die US-Notenbank Fed könne die Geldpolitik weniger stark straffen als bis dahin befürchtet. Von der EZB kamen hingegen eher Zeichen für eine fortgesetzt straffe Geldpolitik. Der Zins bzw. die Zinserwartung als Treiber für den starken US-Dollar verloren dadurch an Wirkung. Zudem fielen einige Konjunkturdaten besser als erwartet aus, sodass die Wahrscheinlichkeit einer tiefen Rezession abnahm. Die prall gefüllten Gasspeicher reduzierten das Risiko von Produktionsunterbrechungen in Europa. Und schließlich gab es vereinzelt ganz leichte Zeichen der geopolitischen Entspannung. So distanzierte sich China auf dem G20-Gipfel im November ein Stück weit von Russland, was eine weitere Eskalation des Russland-Ukraine-Krieges etwas unwahrscheinlicher macht.

Sollten sich diese Tendenzen fortsetzen, sehen wir den Euro zum Jahresende auf einem spürbar höheren Niveau bei etwa 1,15 US-Dollar je Euro. Es spricht also viel für ein fortgesetztes Comeback des Euro, wenn auch ohne Pauken und Trompeten. Das ist unser Hauptszenario. In einem Risikoszenario mit erneut steigenden geopolitischen Spannungen (chinesischer Angriff auf Taiwan?) und einer überraschend tiefen Rezession wären Eurokurse gegenüber dem US-Dollar unterhalb der Parität erneut wahrscheinlich.

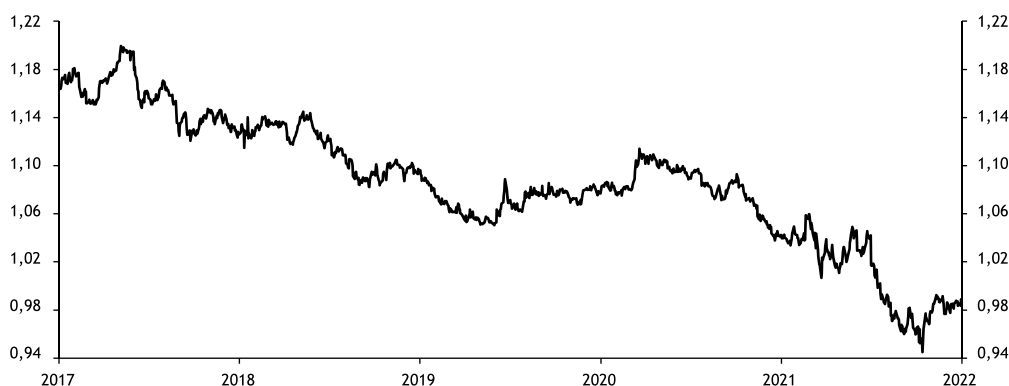
In unserem Haupt-Szenario steigt der Wechselkurs auf 1,15 US-Dollar je Euro

Schweizer Franken: Kehrtwende der Schweizerischen Nationalbank

Naturgemäß hat der Schweizer Franken von den globalen Unsicherheiten 2022 profitiert. Die Währung wurde im Jahresverlauf so stark, dass der Euro zum Schweizer Franken – wie gegenüber dem US-Dollar – unter die Parität fiel und dort seit Juli verharret. Neben dem „Sicherer-Hafen“-Aspekt spielt aber auch die Geldpolitik eine Rolle. Die Schweizerische Nationalbank (SNB) hat noch vor der EZB die Zinswende eingeleitet – und das bei einer deutlich niedrigeren Inflation. Den Hochpunkt erreichte die Teuerungsrate im August mit 3,45 %. Seitdem ist die Inflationsrate auf knapp 3 % im November gefallen.

Schweizer Franken erwartungsgemäß stark

Abb. 18: Schweizerische Nationalbank setzt auf starke Währung



In Schweizer Franken. Quelle: Macrobond

Für die im internationalen Vergleich sehr niedrige Inflationsrate gibt es mehrere Gründe. In der Schweiz fällt die Energie mit einem Anteil von 5,5 % am Warenkorb nur etwa halb so stark ins Gewicht wie in der Eurozone. Der Anteil der administrierten, also staatlich festgesetzten Preise ist in der Schweiz mit 28,7 % sehr hoch. In Deutschland und der Eurozone lag der Anteil bisher – also vor den diversen Preisbremsen – bei rund 12,5 %. Administrierte Preise verschleiern einen Teil der tatsächlichen Inflation.

Niedrige Inflation: Schweizer Besonderheiten

Während die Schweizerische Nationalbank in den vergangenen Jahren vor allem die negativen Folgen des starken Franken für die Wirtschaft fürchtete, hat sie ihre Position nun geändert. Inzwischen sieht sie den starken Franken als willkommenen Helfer gegen die Inflation. Eine starke Währung führt zu sinkenden Importpreisen und somit zu einer geringeren Teuerung. Die SNB hat sich klar positioniert und stützt den Franken auch mit Devisenverkäufen, um weiter von dem hohen Franken zu profitieren. Wir erwarten für 2023 weiterhin einen starken Schweizer Franken. Im Jahresverlauf sehen wir den Euro nur moderat steigen, in Richtung 1,02 Franken je Euro.

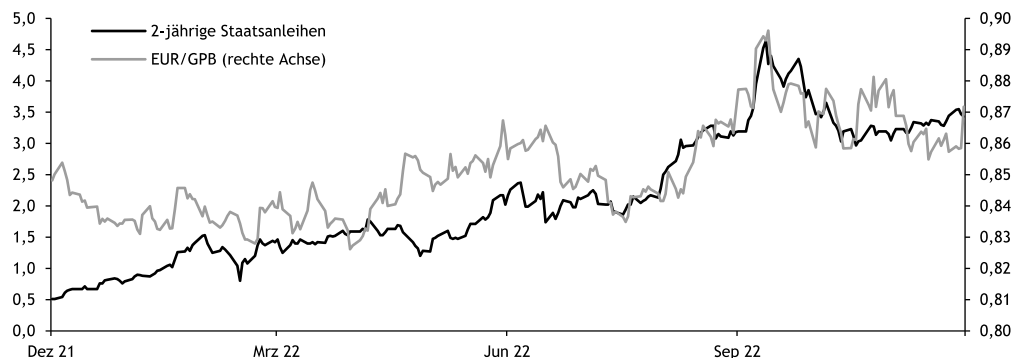
SNB setzt beim Kampf gegen die Inflation auf starken Schweizer Franken

*Lange Seitwärtsbewegung
bei EUR/GBP*

Britisches Pfund: „Trussonomics“-Turbulenzen flauen wieder ab

Das Britische Pfund schwankt seit dem Frühjahr 2021 in einem recht engen Bereich um die Marke von 0,85 Pfund je Euro. Vorausgegangen war im ersten Quartal 2021 eine kleine Erleichterungs-Rallye des Pfundes, weil doch noch ein Brexit-Anschlussabkommen zustande gekommen war. Zudem gab es schnelle Erfolge bei der Impfkampagne. Seither war es ruhig um den Euro-Pfund-Kurs geworden – quasi eine stabile Seitenlage für den Wechselkurs.

Abb. 19: Das Pfund kommt nach politischen Turbulenzen wieder zur Ruhe



Staatsanleihen in %, Währungskurs in GBP. Quelle: Macrobond

*„Trussonomics“ wirbeln
die Märkte auf*

Doch dann kamen im Herbst dieses Jahres die Regierungs-Kapriolen, die nicht spurlos am Britischen Pfund vorbeigegangen sind. Die neue Premierministerin Liz Truss wollte unter anderem mit schuldenfinanzierten Steuersenkungen („Trussonomics“) das Wachstum ankurbeln. Doch noch mehr Schulden in dem bereits hoch verschuldeten Vereinigten Königreich bei gleichzeitig rasant steigenden Verbraucherpreisen stießen am Markt nicht auf Gegenliebe. Im Gegenteil, es kam zu einer Panik am Anleihemarkt mit Abverkäufen und zu einer Abwertung des Pfundes. Die Notenbank musste am Anleihemarkt Stützungskäufe tätigen, um die Marktteure zu beruhigen.

Im Anschluss machte die britische Politik eine mehrfache Rolle rückwärts. Es kam zu einer Reihe von Rücktritten (inklusive dem von Premierministerin Liz Truss) und neben der personellen Neuaufstellung auch zu einer politischen Kehrtwende. Der neue Finanzminister, Jeremy Hunt, setzt auf ein höheres Maß finanzpolitischer Solidität. Das Pfund orientiert sich nun neu und wird 2023 wohl um die Marke von 0,85 Pfund je Euro schwanken.

Japanischer Yen: Bank of Japan beschreitet bisher Sonderweg

*Der Yen geht auf
Tauchstation*

Japan führt seit Jahrzehnten einen Kampf gegen zu langsam steigende Preise. Damit war es in diesem Jahr vorbei. Der internationale Preisauftrieb hat auch vor Japan nicht halt gemacht. Die Inflationsrate ist bis Oktober auf 3,7 % gestiegen. Damit ist der Preisauftrieb im internationalen Vergleich aber weiterhin gering – geradezu auffällig gering, vor allem weil Japans Währung über weite Strecken des Jahres 2022 massiv an Wert einbüßte. Die Kursverluste waren gegenüber der US-Währung, die sich ihrerseits auf dem Höhenflug befand, besonders markant. Der Dollarkurs stieg von 115 Yen je US-Dollar zu Jahresbeginn auf in der Spitze über 150 Yen je US-Dollar (Ende Oktober). Selbst der im Jahr 2022 schwache Euro konnte gegenüber dem Yen deutlich zulegen. Ein derartiger

Yen-Verfall treibt normalerweise die Preise, weil die Einfuhren teurer werden. Dass die Inflation in Japan trotzdem noch recht moderat ausfällt, liegt wohl nicht unwesentlich an dem sehr hohen Anteil administrierter Preise. Das wahre Inflationspotential kann sich nicht entfalten, wenn der Staat massiv in die freie Preisbildung eingreift.

Dennoch wären die Inflation und die Währungsschwäche eigentlich ausgeprägt genug, um die Bank of Japan zum Handeln zu bewegen. Im Unterschied zu den anderen wichtigen Notenbanken ist die Bank of Japan ihrer Nullzinspolitik jedoch treu geblieben.

Nachdem Japan Ende Oktober am Devisenmarkt intervenierte, um den Währungsabsturz zu bremsen, konnte sich der Yen fangen. Inzwischen konnte er zumindest einen Teil seiner vorausgegangenen Verluste wieder gutmachen, der Wechselkurs notiert nun bei 132 Yen je US-Dollar. Auch gegenüber dem Euro konnte der Yen wieder zulegen. Aktuell ist viel Bewegung im Yen-Wechselkurs.

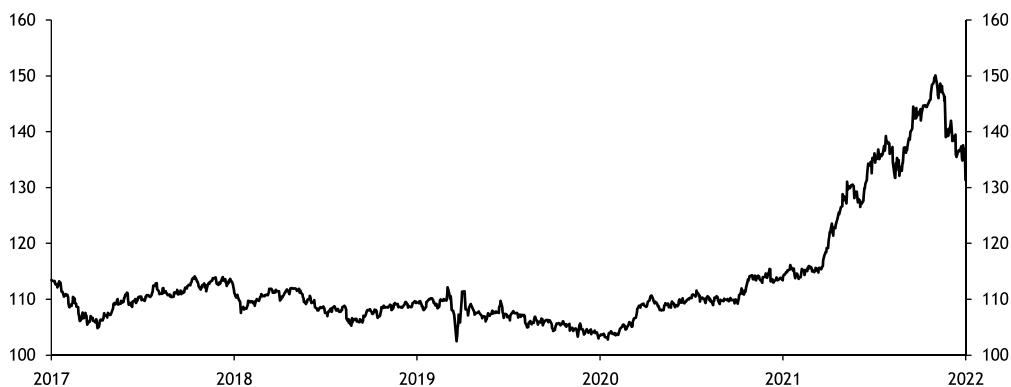
Die Bank of Japan ließ den Leitzins im Dezember zwar erneut unverändert, aber sie weitete den Korridor aus, in dem sie die Renditen der zehnjährigen Staatsanleihen schwanken lässt. Die Obergrenze steigt nun von 0,25 % auf 0,50 %, was eine etwas weniger expansive Geldpolitik bedeutet. Schon gibt es Spekulationen über eine weitere Straffung der Geldpolitik. Für das nächste Jahr erwarten wir einen gegenüber dem US-Dollar stärkeren Yen, gegenüber dem Euro könnte der Yen dagegen leicht nachgeben.

Die Bank of Japan bleibt passiv

Yen erholt sich nach Absturz

Bank of Japan weitet Zielkorridor für Renditen zehnjähriger Staatsanleihen aus

Abb. 20: Erst stieg der US-Dollar, dann erholte sich der Yen



US-Dollar in Japanischem Yen. Quelle: Macrobond

TEIL 6

KAPITALMARKTPROGNOSEN

Zinsen (in %)		Aktuell	Prognose Ende 2023
USA	10 Jahre	3,69	3,60
Europa*	10 Jahre	2,29	2,70
Großbritannien	10 Jahre	3,61	3,40
Währungen			
USA	EUR/USD	1,05	1,15
Europa	EUR/CHF	0,98	1,02
Großbritannien	EUR/GBP	0,87	0,85
Aktien			
USA	S&P 500	3 821	4 300
Europa	DAX	13 884	15 700
	EURO STOXX 50	3 802	4 250
	MSCI UK	2 119	2 350

*Bundesanleihen. Aktienmarktprognozen von Berenberg Wealth and Asset Management. Quellen: Macrobond, Berenberg