



**BERENBERG**

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Volkswirtschaft, 27.02.2023

## Makroausblick 2023

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



# Wichtige Informationen und Hinweise



**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

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

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

Datum: 27.02.2023

- **Konjunktur und Wachstum:** Der Russland-Ukraine-Krieg und die damit einhergehende Energiekrise haben noch immer Einfluss auf den Konjunkturausblick. Der Krieg hat die Stimmung von Verbrauchern und Investoren getrübt. Er trägt zur hohen Inflation bei. Die Sanktionen gegen Russland haben sich als zweischneidiges Schwert erwiesen, weil sie in Europa zu einer ausgeprägten Energiekrise geführt haben. Die rigide Corona-Politik der chinesischen Regierung hat die Weltwirtschaft belastet. Nun hat China aber seine strikte Politik beendet, kämpft dafür aber mit hohen Infektionszahlen. Die Lage bei den Lieferkettenstörungen hat sich inzwischen deutlich entspannt. Trotz dieser insgesamt schwierigen Gemengelage sieht es inzwischen sehr danach aus, als würden die westlichen Volkswirtschaften schwere Rezessionen abwenden können.
- **Inflation:** Der Russland-Ukraine-Krieg hat die Lage bei den Energiepreisen zeitweilig drastisch verschärft, sodass der allgemeine Preisauftrieb anhält. Inzwischen nimmt die Aufwärtsdynamik diesseits und jenseits des Atlantiks aber ab („Disinflation“). Doch selbst nach einem Abflauen der Inflation dürfte die Teuerung nicht auf das sehr niedrige Niveau der 2010er Jahre zurückkehren. Strukturelle Gründe wie die stärkere Bepreisung von CO<sub>2</sub>-Emissionen und die zunehmende Knappheit von Arbeitskräften (steigender Lohndruck) sprechen für anhaltend höhere Inflationsraten.
- **Geldpolitik:** Die aktuell hohe Inflation hat die Zentralbanken zur geldpolitischen Wende gezwungen – trotz der negativen konjunkturellen Folgen des Krieges. Die großen Zentralbanken haben die Zinswende mit zeitweilig relativ großen Schritten umgesetzt. Zuletzt haben sie das Tempo der geldpolitischen Straffung allerdings etwas reduziert.
- **Zinsen:** Schon lange gab es Gründe für eine Trendwende bei den Kapitalmarktzinsen. Bis 2021 haben die Zentralbanken mit ihren Anleihekäufen die Zinswende aber noch verhindert. Da sich die Währungshüter angesichts der gestiegenen Inflationsraten aus den Anleihemärkten zurückziehen, sind die Marktzinsen – von temporären Rücksetzern unterbrochen – im vergangenen Jahr in die Höhe geschossen. In dem nun eingetrübten konjunkturellen Umfeld sind weiter steigenden Zinsen aber enge Grenzen gesetzt.

## Revision der Inflationszahlen

Der Warenkorb für die Berechnung des Verbraucherpreisindex für Deutschland wurde aktualisiert und von der bisherigen Basis 2015 auf die neue Basis 2020 umgestellt. Die Umstellung erfolgte am 22. Februar 2023 mit der Veröffentlichung des Berichtsmonats Januar 2023.

Aufgrund des veränderten Konsumverhaltens während der Pandemie im Jahr 2020 wurden für die Berechnung der Warenkorbanteile Durchschnittswerte der Ausgabenverteilung aus den Jahren 2019, 2020 und 2021 zugrunde gelegt. Danach wurde der nationale Verbraucherpreisindex rückwirkend seit Januar 2020 komplett neu berechnet.

Die neu berechneten Inflationsraten auf der Basis 2020 sind für das Jahr 2022 deutlich niedriger, als die bisherigen Werte. Insgesamt ergibt sich nun für das Jahr 2022 eine Verbraucherpreisinflation von 6,9 %. Auf der Basis der 2015er Gewichte hatte sie noch 7,9% betragen. Dies liegt nicht zuletzt daran, dass die Haushaltsenergie, deren Preise in 2022 stark gestiegen waren, nun ein merklich geringeres Gewicht hat.

## Wichtige Termine: 27. Februar bis 05. März 2023

		Datum	Prognose	Konsens	Letzter Wert
Inflation (HVPI), Februar	Deutschland	01.03., 14:00	9,1 %	9,0 %	9,2 %
Inflation, Februar	Eurozone	02.03., 11:00	8,3 %	8,1 %	8,6 %
BIP (Q4, 2022)	Italien	03.03., 10:00	-0,1 %	-0,1 %	-0,1 %

## Eurozone

Die Aussichten für die Eurozone haben sich verbessert. Wenngleich wir für Q1 nach wie vor mit einem leichten Rückgang des BIP rechnen, erwarten wir für 2023 insgesamt nun ein Wirtschaftswachstum von 0,7% anstelle von 0,5%. Die Gefahr einer Gas-Mangellage konnte in diesem Winter abgewendet werden. Im Gegenteil: Die Gasspeicher sind zu 64 % gefüllt und damit um 19 Prozentpunkte höher als im Durchschnitt der Jahre 2015 bis 2020 zu dieser Jahreszeit.

## USA

Die Daten des Preisindex der persönlichen Konsumausgaben (PCE) deuten auf einen verstärkten Preisdruck hin. Im Jahresvergleich ist die PCE-Inflation auf 5,4 % gestiegen und die PCE-Kernrate der Inflation auf 4,7 %. Die COLAs (Cost-of-Living Adjustments) und weitere staatliche Konjunkturprogramme stützen die Wirtschaft. Die aktuellen Impulse sind zwar moderater als die der Konjunkturpakete während der Pandemie, sollten von der Fed aber dennoch berücksichtigt werden. Die Fed dürfte auf ihren nächsten drei Sitzungen die Zinsen jeweils um 25 Basispunkte anheben.

## Deutschland

Das Statistische Bundesamt hat die Wachstumszahl für das vierte Quartal 2022 bekanntgegeben: Mit  $-0,2\%$  haben die Statistiker die erste Schätzung von  $0,0\%$  abwärts korrigiert.

Aufwärtsrevisionen bei den Wachstumsprognosen: Nachdem die Bundesregierung ihre Prognose für 2023 auf  $+0,2\%$  angehoben hat, legte der IWF nach. Auch der IWF erwartet nun zumindest ein mageres Wachstum von  $+0,1\%$ . Zumindest wird es immer wahrscheinlicher, dass der lange befürchtete tiefe wirtschaftliche Einbruch ausbleiben wird. Wir erwarten für das Gesamtjahr 2023 Nullwachstum.

## China

Nach dem abrupten Ende der Null-Covid-Politik hat China es im Anschluss mit einer kräftigen Infektionswelle zu tun. Im Jahresverlauf dürfte sich die Lage entspannen und die konjunkturelle Situation sich normalisieren.

Auf längere Sicht drohen einige Herausforderungen: Chinas Rolle bei der internationalen Arbeitsteilung dürfte sinken. Finanzielle Probleme im überschuldeten Immobiliensektor belasten. In Zukunft wird das Wachstum deutlich geringer sein als vor der Pandemie. Kurzfristig dürfte China von der Öffnung nach den Corona-Lockdowns profitieren. Danach sind die Risiken aber eher nach unten gerichtet.

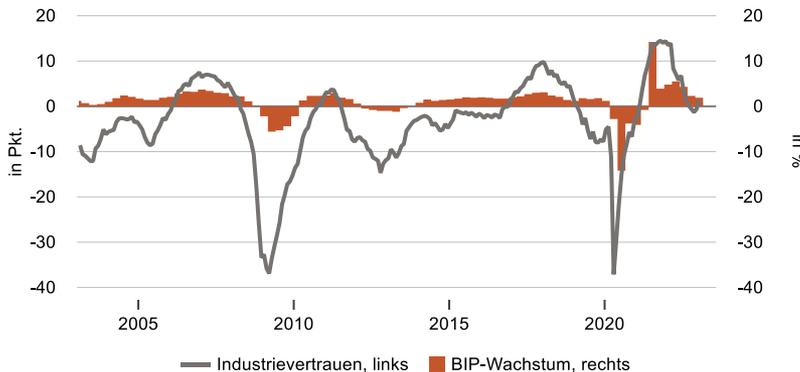
# Eurozone

## Konjunktur- und Preisentwicklung

### Volle Gasspeicher

- Die Gefahr einer Gas-Mangellage konnte in diesem Winter abgewendet werden. Im Gegenteil: Die Gasspeicher sind zu 64 % gefüllt – 19 Prozentpunkte mehr als im Durchschnitt der Jahre 2015 bis 2020 zu dieser Jahreszeit. Vor Russlands Invasion der Ukraine machten russische Gaslieferungen 40-50 % der Gasimporte der EU aus, derzeit sind es weniger als 9 %. Gleichzeitig haben die milden Temperaturen zu einem deutlich geringeren Gasverbrauch beigetragen.
- Bei gleichbleibenden Faktoren stehen die Chancen für eine gesicherte Gasversorgung im Winter 2023/2024 gut.

### Eurozone BIP-Wachstum und Industrievertrauen



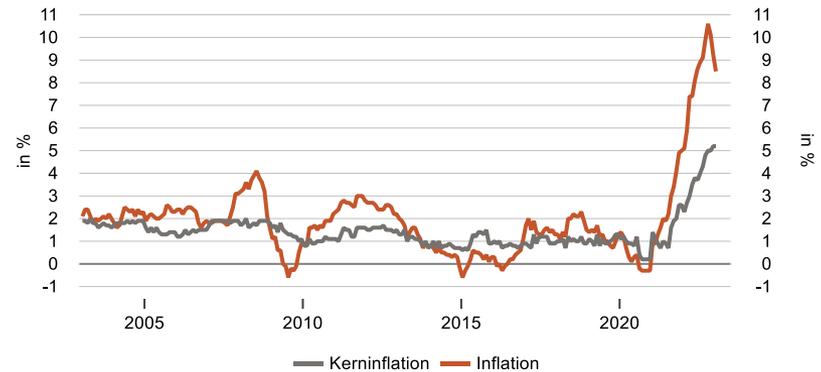
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 02/2003 – 02/2023

### Verbesserte Konjunkturaussichten

- Der Einkaufsmanagerindex (PMI) ist im Februar auf 52,3 von 50,3 im Januar gestiegen. Beide Werte lagen über den Reuters-Konsenserwartungen von 50,6 beziehungsweise 50,8. Der Anstieg ist auf eine starke Nachfrage und eine Entspannung der Lieferkettenproblemen zurückzuführen. Auch die Werte für Deutschland und Frankreich kletterten in den Wachstumsbereich (über 50) zurück.
- Die ZEW-Konjunkturerwartungen sind um 13,0 Punkte auf 29,7 gestiegen im Februar. Gleichzeitig legte die Einschätzung der konjunkturellen Lage um 13,2 Punkte auf – 41,6 zu.

### Eurozone Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 01/2003 – 01/2023

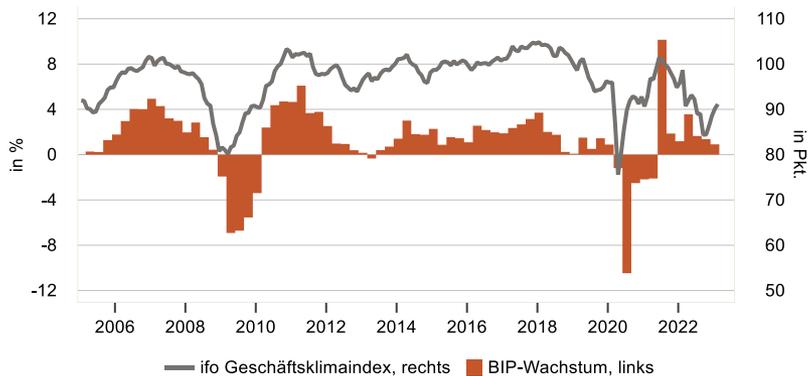
# Deutschland

## Konjunktur- und Preisentwicklung

### Auftragsbestände sinken leicht – auf hohem Niveau

- Laut Angaben des Statistischen Bundesamtes sind die realen Auftragsbestände im Dezember um 0,4 % gegenüber dem Vormonat gesunken. Im Vergleich zum Vorjahresmonat (Dezember 2021) steht aber ein Plus von 1,2 %.
- Die Auftragsbestände waren im Jahr 2021 deutlich gestiegen, weil es kräftige Nachholeffekte nach den Pandemie-Lockdowns gab. Im Jahr 2022 nahmen die Auftragsbestände noch geringfügig weiter zu. Insgesamt liegen die Bestände aber auf einem merklich erhöhten Niveau.

### Deutsches BIP und ifo Geschäftsklima



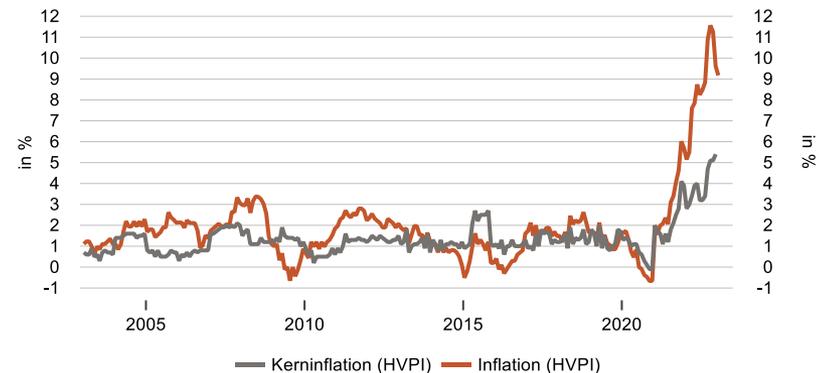
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 02/2006 – 02/2023

### Optimistische Erwartungen

- Der ifo Geschäftsklimaindex ist im Februar auf 91,1 Punkte von 90,1 Punkten im Januar gestiegen. Im Verarbeitenden Gewerbe befindet sich der Index auf dem höchsten Stand seit Mai 2022. Die Erwartungen wurden optimistischer, die aktuelle Lage wird jedoch weniger gut bewertet als zuletzt.
- Auch die ZEW-Konjunkturerwartungen für Deutschland sind von 11,2 Punkten auf 28,1 im Februar gestiegen, deutlich höher als unsere Einschätzung (23,0) und die Reuters-Konsenserwartung (22,0). Die Einschätzungen der konjunkturellen Lage sind um 13,5 Punkte im Vergleich zum Vormonat auf – 45,1 Punkte gestiegen. Der Wert liegt jedoch nach wie vor im negativen Bereich.

### Deutschland Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 01/2002 – 01/2023

# Großbritannien

## Konjunktur- und Preisentwicklung

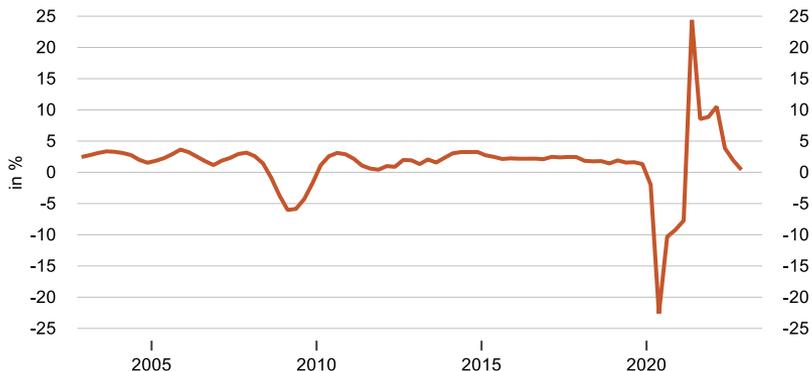


**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

### Konjunktur: Relativ widerstandsfähig

- Die realen Unternehmensinvestitionen sind in Q4 2022 um 4,8 % im Vergleich zum Vorquartal gestiegen und lagen damit wieder über dem Vor-Brexit-Niveau. Bleibt die politische Lage weiterhin stabil, stehen die Aussichten gut, dass die Investitionen trotz der hohen Energiepreise und der restriktiven Geldpolitik weiter ansteigen. Der PMI (Purchasing Manager Index) in Großbritannien hat sich von 48,5 im Januar auf 53,0 im Februar erhöht und ist damit stärker angestiegen, als der Index in der Eurozone.
- Angesichts des starken Gegenwinds durch die steigende Inflation und die Straffung der Geldpolitik deutet die Tatsache, dass die Produktion eher stagniert als sinkt, auf eine gewisse Widerstandsfähigkeit hin.

### Großbritannien BIP-Wachstum (ggü. Vorjahr)



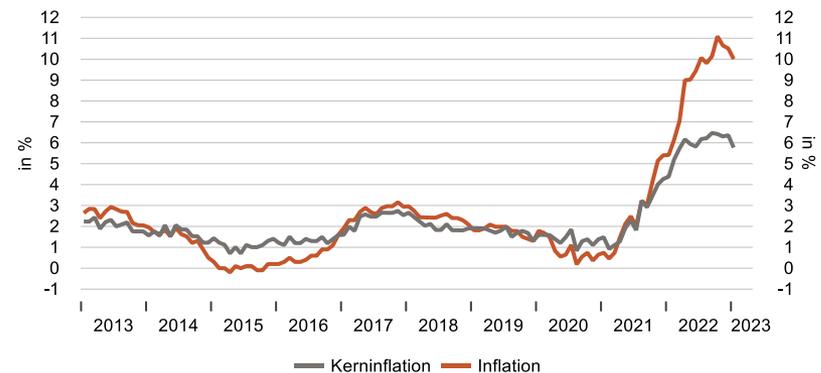
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 12/2002 – 12/2022

### Schwacher Immobilienmarkt

- Die Inflationsrate ist im Januar etwas überraschend von 10,5 % auf 10,1 % gesunken. Der Rückgang ist insbesondere auf niedrigere Preise für Benzin sowie Hotels und Restaurants zurückzuführen. Im Jahresverlauf dürfte auch in Großbritannien die Inflationsrate deutlich sinken.
- Gemäß des RICS-Survey ist die Aktivität auf dem britischen Immobilienmarkt zu Jahresbeginn weiter zurückgegangen. Der Gesamtsaldo der Hauspreise sank von -42,2 % im Dezember auf -47,0 % im Januar. Dies ist der niedrigste monatliche Saldo seit April 2009, als die globale Finanzkrise auch den britischen Immobilienmarkt belastete.

### Großbritannien Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 01/2013 – 01/2023

# USA

## Konjunktur- und Preisentwicklung

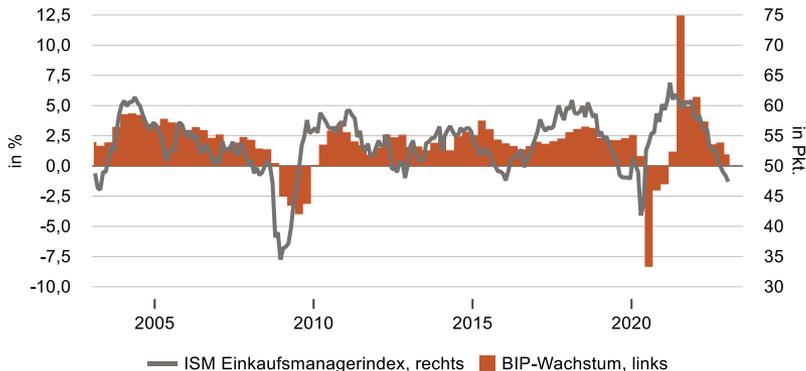


**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

### Erhöhter Preisdruck

- Zu Jahresbeginn ist die Inflation, die sich zuvor etwas abgemildert hatte, wieder gestiegen. Der Preisindex der persönlichen Konsumausgaben (PCE) lag im Januar 5,4 % höher als ein Jahr zuvor – im Dezember waren es noch 5,0 % gewesen. Auch die PCE-Kernrate zog an – auf 4,7 % im Januar von 4,4 % im Dezember.
- Das Sitzungsprotokoll der Fed aus Februar deutet auf weitere Zinserhöhungen hin. Wir gehen davon aus, dass die Fed die Leitzinsen auf jeder ihren nächsten drei Sitzungen um 25 Basispunkte anheben wird.

### USA BIP-Wachstum und Einkaufsmanagerindex



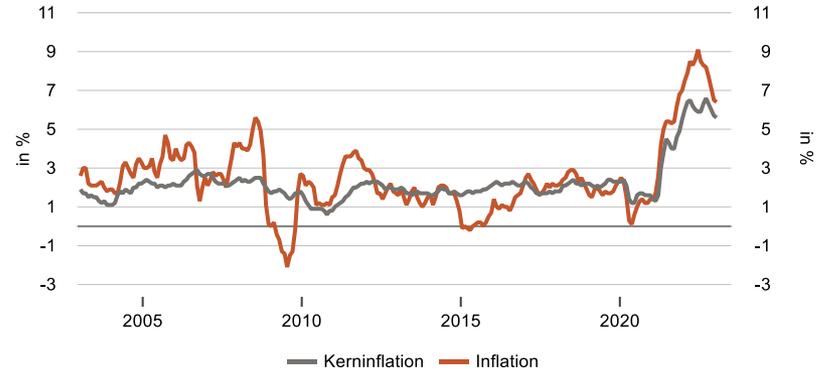
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 01/2002 – 01/2023

### Robuste Verbrauchernachfrage

- Die Einzelhandelsumsätze sind nach Rückgängen im November und Dezember im Januar um 3 % gegenüber dem Vormonat gestiegen. Auch der Personal Consumption and Expenditures Report deutet auf eine robuste Wirtschaft hin. Die Beschäftigung stieg im Januar um 517.000 und die Löhne und Gehälter in der Privatwirtschaft legten um 1 % gegenüber dem Vormonat zu, der höchsten Zuwachsrate seit Juli.
- Die COLAs (Cost-of-Living Adjustments) und weitere staatliche Konjunkturprogramme stützen die Wirtschaft. Die aktuellen Impulse sind zwar moderater als die der Konjunkturpakete während der Pandemie, sollten von der Fed aber dennoch berücksichtigt werden.

### USA Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 01/2003 – 01/2023

### Dollar von US-Daten beflügelt

- Der Eurokurs ist auf unter 1,07 US-Dollar je Euro gefallen. Die Konjunktur- und Inflationsdaten aus den USA und die damit verbundene Aussicht auf weitere Zinserhöhungen treiben den US-Dollar an.
- Wir sehen dies aber nicht als Trendwende, sondern als Gegenbewegung innerhalb der sehr starken Euro-Erholung der vergangenen Monate. Bis zum Jahresende sehen wir weiteres Aufwärtspotential für die Gemeinschaftswährung, bis etwa in den Bereich 1,15 US-Dollar je Euro.

### Wechselkurs EUR/USD



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 02/2018 – 02/2023

### Fed und EZB dürften länger straffen

- Angesichts der hohen Inflation und der sehr robusten nominalen Ausgaben in den USA gehen wir davon aus, dass die Fed ihre Leitzinsen im März, Mai und Juni jeweils um 25 Basispunkte anheben wird. Dabei besteht die Chance, dass sie schneller straffen wird und bereits im März einen 50-Basispunkte-Schritt vollführt. In jedem Fall rechnen wir nun mit einer Obergrenze für das Leitzinsband von 5,5 % in der Spitze.
- Für die EZB rechnen wir ebenfalls mit einer weiteren Straffung um 75 Basispunkte. Damit würde der Hauptrefinanzierungssatz in Q2 auf 3,75 % steigen – mit einem signifikanten Risiko, dass es 4 % werden.

### Rendite 10-jähriger Staatsanleihen



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 02/2003 – 02/2023

# Kapitalmarktprognosen



**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

			Aktuell	Prognose	
			24.02.2023	30.06.2023	31.12.2023
<b>Aktienmärkte</b>	USA	<b>S&amp;P 500</b>	3.970	4.150	4.300
		<b>DAX</b>	15.209	15.000	15.700
	Europa	<b>EURO STOXX 50</b>	4.178	4.100	4.250
		<b>MSCI Großbritannien</b>	2.265	2.250	2.350
<b>Rentenmärkte</b>	USA	<b>Fed Funds</b>	4,50-4,75	5,25-5,50	5,00-5,25
		<b>10 Jahre</b>	3,95	3,50	3,30
	Euroland	<b>Hauptrefinanzierungssatz</b>	3,00	4,00	4,00
		<b>10 Jahre*</b>	2,53	2,60	2,70
	Großbritannien	<b>Bank Rate</b>	4,00	4,25	3,75
		<b>10 Jahre</b>	3,76	3,50	3,20
<b>Währungen</b>	USA	<b>EUR/USD</b>	1,05	1,10	1,15
	Schweiz	<b>EUR/CHF</b>	0,99	1,00	1,02
	Großbritannien	<b>EUR/GBP</b>	0,88	0,85	0,85
	Japan	<b>EUR/JPY</b>	143	143	144

\*Bundesanleihen.



# Wirtschaftliches Umfeld

	BIP					Inflation				Arbeitslosenquote				Saldo Staatshaushalt			
	Anteil	2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025
<b>Welt*</b>	100,0	3,0	1,8	2,3	2,6												
<b>USA</b>	23,7	2,1	0,8	0,8	2,2	8,0	4,2	2,6	2,4	3,6	4,1	4,7	4,2	-10,0	-6,8	-5,5	-3,6
<b>China</b>	18,3	3,0	4,7	4,2	3,9	2,0	2,4	2,3	2,3	4,1	4,1	4,1	4,2	-4,2	-4,0	-3,5	-2,5
<b>Japan</b>	5,1	1,0	1,4	1,2	1,6	2,5	2,7	1,2	0,8	2,6	2,4	2,4	2,4	-6,5	-5,3	-4,0	-3,0
<b>Indien</b>	3,3	7,0	6,5	6,7	6,0									-7,0	-6,5	-6,0	-6,0
<b>Lateinamerika</b>	5,2	2,5	1,0	2,4	2,5									-6,0	-5,5	-4,5	-4,5
<b>Europa</b>	26,2	3,0	0,1	1,5	1,4												
<b>Eurozone</b>	15,0	3,5	0,7	1,6	1,5	8,4	5,6	2,4	2,5	6,7	6,7	6,1	5,3	-3,7	-3,0	-2,3	-2,0
<b>Deutschland</b>	4,4	1,9	0,0	1,6	1,5	8,7	5,8	2,4	2,5	3,0	3,0	2,6	2,2	-2,6	-2,0	-1,4	-1,1
<b>Frankreich</b>	3,0	2,6	0,5	1,7	1,7	5,9	5,4	2,3	2,5	7,3	7,2	6,6	5,8	-5,2	-5,1	-3,8	-2,9
<b>Italien</b>	2,2	3,9	0,3	1,1	1,1	8,7	6,7	2,3	2,5	8,1	8,0	7,4	6,5	-5,5	-5,0	-3,5	-2,5
<b>Spanien</b>	1,5	5,5	1,3	1,8	2,0	8,3	4,4	2,4	2,5	12,9	13,4	12,5	11,3	-5,1	-4,4	-3,1	-2,2
<b>Portugal</b>	0,3	6,7	0,8	1,9	1,9	8,1	5,3	2,3	2,6	6,0	6,9	6,4	5,8	-1,9	-1,4	-1,0	-0,9
<b>Anderes Westeuropa</b>																	
<b>Großbritannien</b>	3,3	4,0	-0,8	1,6	1,7	9,1	6,6	2,0	2,3	3,7	4,5	4,3	3,9	-7,7	-4,2	-3,5	-2,8
<b>Schweiz</b>	0,8	2,0	0,6	1,4	1,2	2,7	2,2	1,3	1,5	2,2	2,4	2,1	1,8	-0,4	-0,2	0,9	0,2
<b>Schweden</b>	0,7	2,8	0,0	1,7	1,6	8,1	6,0	2,2	2,4	7,5	7,9	7,5	6,8	0,0	0,0	0,2	0,4
<b>Osteuropa</b>																	
<b>Russland</b>	1,8	-4,0	-3,5	-1,5	-1,5	13,8	7,0	5,0	4,5	4,0	5,0	6,0	7,0	-2,5	-3,0	-2,5	-2,0
<b>Türkei</b>	0,8	5,0	2,5	2,5	2,0	72,3	45,0	25,0	20,0	10,5	10,5	10,5	10,5	-4,0	-4,5	-4,5	-4,0

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

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

Anteile basieren auf BIP-Zahlen des IWF World Economic Outlook 2022.