



BERENBERG

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Volkswirtschaft, 22.05.2023

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 ein Online-Glossar zur Verfügung.

Datum: 22.05.2023

- **Konjunktur und Wachstum:** Der Russland-Ukraine-Krieg und die damit einhergehende Energiekrise haben noch immer Einfluss auf den Konjunkturausblick. Er trägt zum Preisauftrieb bei. Die Sanktionen gegen Russland haben sich als zweischneidiges Schwert erwiesen, weil sie in Europa zu einer ausgeprägten Energiekrise geführt haben. Insgesamt hat der Krieg aber den ganz großen Schrecken für die Konjunktur verloren. Der wirtschaftliche Absturz ist im Winter 2022/23 ausgeblieben, die Energieversorgung blieb gesichert. Auch an anderer Stelle gibt es Entspannung: Die rigide Corona-Politik der chinesischen Regierung hatte die Weltwirtschaft lange belastet. Ende 2022 hat China aber seine strikte Politik beendet. Die Lieferkettenstörungen sind weitgehend beseitigt. In dieser Gemengelage könnte es bei einem Abschwung ohne Rezessionen bleiben.
- **Inflation:** Der 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 CO₂-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 reduziert.
- **Zinsen:** Seit vielen Jahren 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. Zudem drücken die Probleme im Bankensektor tendenziell auf das Zinsniveau.

Eurozone

Die Inflation ist im April ganz leicht von 6,9 % auf 7,0 % gestiegen. Die Kernrate ist hingegen minimal von 5,7 % auf 5,6 % gefallen. Auch wenn sich die Inflation von ihren Höchstständen deutlich entfernt hat, bleibt das Niveau immer noch zu hoch.

Die EZB hat mit einer Zinserhöhung um 25 Basispunkte reagiert. Der Leitzins (Hauptrefinanzierungssatz) liegt nun bei 3,75 %, der Einlagezins bei 3,25 %. Wir rechnen mit zwei weiteren 25er Schritten im Juni und Juli. Damit dürfte der Zinserhöhungszyklus dann beendet sein.

USA

Das reale BIP wuchs im ersten Quartal annualisiert um 1,1 % ggü. Vorquartal. Während die zugrundeliegenden Details des BIP-Berichts für das erste Quartal robust waren, deuten hochfrequente und monatliche Daten darauf hin, dass sich die Aktivität im März deutlich abgeschwächt hat, was die Ausgangsbasis für das zweite Quartal senkt und die Aussichten trübt.

Der Verbraucherpreisindex ist im April um weitere 0,4 % im Vergleich zum Vormonat gestiegen (nach 0,1 % im März). Im Jahresvergleich ist die Inflation aufgrund der nachlassenden Basiseffekte auf 4,9 % gesunken.

Deutschland

Die Inflationsrate (ggü. Vorjahr) ist im April gemäß vorläufiger Daten ganz leicht von 7,4 % auf 7,2 % gesunken. Gemessen am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) liegt die Inflation mit 7,6 % noch etwas höher.

Die Erzeugerpreise gewerblicher Produkte sind im April im Vorjahresvergleich um 4,1 % gestiegen (März: +6,7 %). Dies war der geringste Anstieg seit März 2021. Im Vormonatsvergleich stiegen die Erzeugerpreise zwar zum ersten Mal seit September 2022 (um 0,3 %). Allerdings zeigt sich insgesamt, dass die Basiseffekte wirken und zu niedrigeren Inflationsraten führen.

China

Das BIP lag im ersten Quartal um 4,5 % höher als im ersten Quartal 2022. Damit hat sich das Wachstum deutlich beschleunigt (Q4/2022: +2,9 %). Besonders positiv entwickelte sich der Dienstleistungssektor – kein Wunder, nachdem das No-Covid-Regime beendet wurde.

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

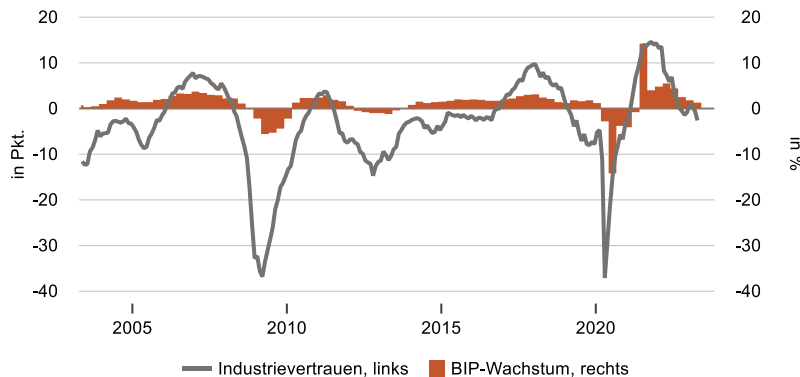
Diskussion um Stabilitätspakt

- Die Finanzminister beabsichtigen die Regeln des Stabilitätspaktes zu reformieren. Die bekannten Fiskalkriterien sollen erhalten bleiben: Schuldenstand max. 60 % des BIP, Haushaltsdefizit max. 3 % des BIP.
- Uneinigkeit gibt es über viele Details, die den politischen Gestaltungsspielraum (sprich: Ausnahmeregel) erhöhen sollen. So geht es u.a. um die Frage, ob es allgemeinverbindliche oder länderindividuelle Schuldenabbaupläne geben soll. Auch sollen verschiedene Ausgabenkategorien bei der Berechnung der Defizite und Schulden außen vor bleiben. Fazit: Der Pakt wird wohl weiter verwässert.

Inflation im April ganz leicht gestiegen

- Die Inflation ist im April ganz leicht von 6,9 % auf 7,0 % gestiegen. Die Kernrate ist hingegen minimal von 5,7 % auf 5,6 % gefallen. Auch wenn sich die Inflation von ihren Höchstständen deutlich entfernt hat, bleibt das Niveau immer noch zu hoch.
- Da die BIP-Daten für das erste Quartal positiv überrascht haben (insbesondere in den südlichen Ländern), bleibt die Geldpolitik der EZB restriktiv. Im Mai hat sie die Leitzinsen um 25 Basispunkte angehoben und es dürften noch zwei solche Schritte im Juni und im Juli folgen.

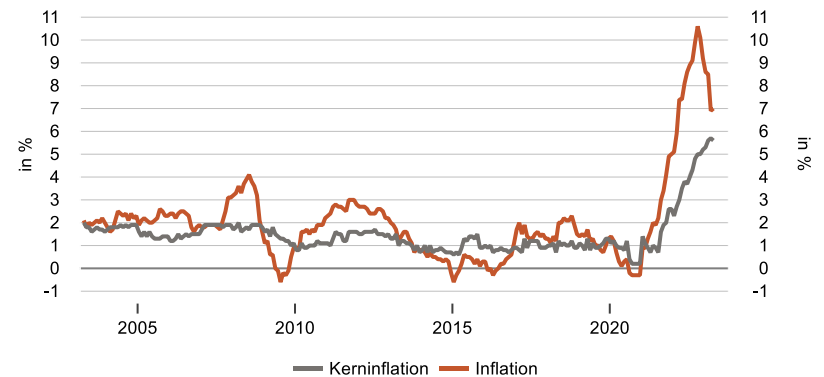
Eurozone BIP-Wachstum und Industrievertrauen



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 05/2003 – 05/2023

Eurozone Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 04/2003 – 04/2023

Deutschland

Konjunktur- und Preisentwicklung



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

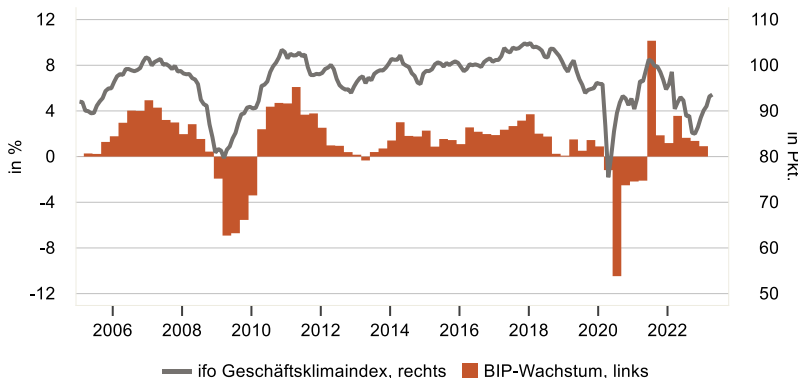
Druck am Immobilienmarkt

- Sehr schwache Daten vom Immobilienmarkt: Die Zahl der Baugenehmigungen für Wohnungen lag im März um 25,7 % unter dem Wert im Vorjahresmonat. Das ist der stärkste Rückgang seit März 2007 (-46,5 % ggü. März 2006). Hohe Baukosten und verschärfte Finanzierungsbedingungen gelten als Hauptgründe für den starken Rückgang.
- Auch bei den Baugenehmigungen für Häuser geht es kräftig bergab: Die Genehmigungen für Einfamilienhäuser lagen im ersten Quartal mit 14.300 um 31,1 % unter dem ersten Quartal im Vorjahr. Bei Zweifamilienhäusern ging es sogar um 51,9 % runter.

Inflation sinkt leicht

- Die Inflationsrate (ggü. Vorjahr) ist im April gemäß vorläufiger Daten ganz leicht von 7,4 % auf 7,2 % gesunken. Gemessen am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) liegt die Inflation mit 7,6 % noch etwas höher. Im Vergleich zum Vormonat stiegen die Preise um 0,4 % (VPI) bzw. 0,6 % (HVPI).
- Die Erzeugerpreise gewerblicher Produkte sind im April im Vorjahresvergleich um 4,1 % gestiegen (März: +6,7 %). Dies war der geringste Anstieg seit März 2021. Im Vormonatsvergleich stiegen die Erzeugerpreise um 0,3 % – der erste Anstieg seit September 2022.

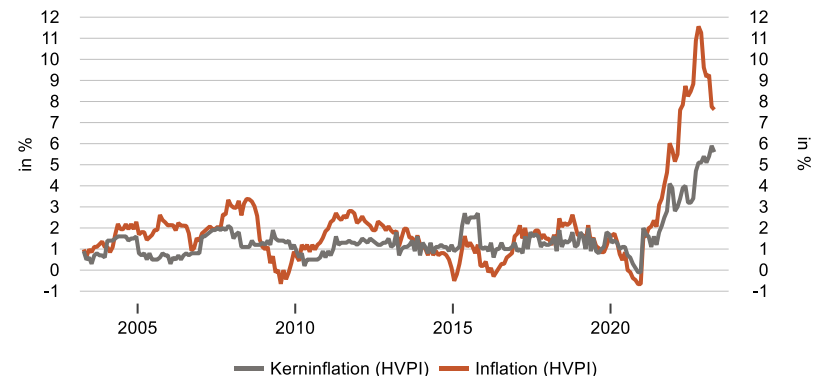
Deutsches BIP und ifo Geschäftsklima



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 04/2006 – 04/2023

Deutschland Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 04/2002 – 04/2023

Großbritannien

Konjunktur- und Preisentwicklung

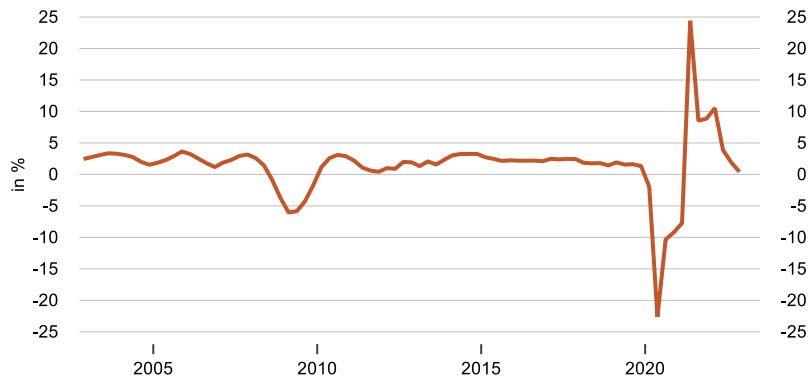


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Stagnation statt Rezession

- Das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) ist in Q1 um 0,1 % gestiegen, leicht über unserer Erwartung von 0 %. Der reale Konsum der Haushalte hat um 0,1 % gegenüber dem Vorquartal zugelegt. Die Unternehmensinvestitionen sind um 0,7 % gestiegen, liegen jedoch weiterhin 1,4 % unter dem Vor-Corona Niveau. Wir erwarten entgegen der Bloomberg-Konsenserswartung von -0,2 % ein Wachstum des BIP im Jahr 2023 von 0,3 % und im Jahr 2024 von 1,5 % (Bloomberg: 0,9 %).
- Der Rückgang des BIP-Deflator (Preisindex des BIP) in Q1, das mögliche Ende der Zinserhöhungen der BoE und das Abklingen politischer Spannungen unterstützen unsere Wachstumsprognosen für das BIP.

Großbritannien BIP-Wachstum (ggü. Vorjahr)



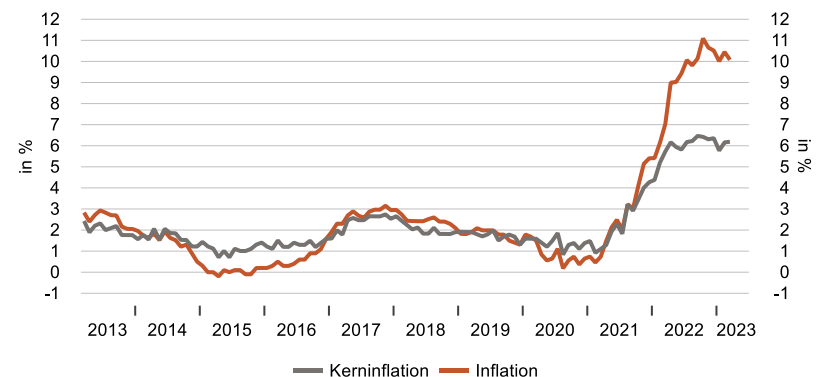
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 12/2002 – 12/2022

Weiterer Zinsschritt der BoE

- Die Bank of England (BoE) hat in ihrer Sitzung am 11. Mai die Zinsen entsprechend unserer Erwartung um weitere 25 Basispunkte auf 4,5 % angehoben. Die Inflation lag mit 10,2 % in Q1 über der Prognose der BoE von 9,7 % und damit deutlich über dem Inflationsziel von 2 %.
- Für Juni 2023 erwartet die BoE einen Rückgang der Inflation auf 7,9 % (von 10,1 % im März). Gehen die Inflationsdaten und Wirtschaftsdaten mit den Prognosen der BoE einher, ist in der Sitzung am 22. Juni mit keinen weiteren Zinserhöhungen zu rechnen.

Großbritannien Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 03/2013 – 03/2023

USA

Konjunktur- und Preisentwicklung

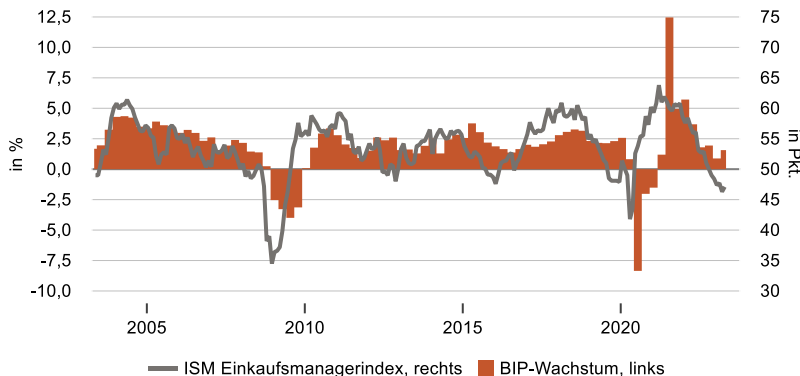


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

USA am Schuldenlimit

- Die Finanzmärkte sind besorgt wegen der US-Schuldenobergrenze. In einem äußerst ungünstigen, aber extrem unwahrscheinlichen Fall, könnte den USA die Zahlungsunfähigkeit drohen.
- Wichtig ist, dass den USA „lediglich“ ein technischer Staatsbankrott droht. Ein Staatsbankrott droht normalerweise dann, wenn ein Land keine Geldgeber mehr findet. Die USA gelten aber trotz hoher Schulden weiter als sicherer Anlegehafen. Sie haben keinerlei Probleme, Geldgeber zu finden. Die US-Politik hat sich die Schuldenobergrenze selbst auferlegt und müsste nur eine Erhöhung beschließen.

USA BIP-Wachstum und Einkaufsmanagerindex



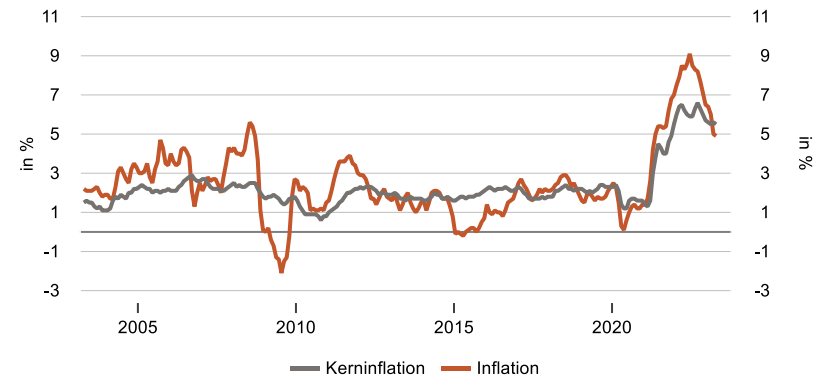
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 04/2002 – 04/2023

Anhaltender Inflationsdruck

- Der Verbraucherpreisindex (CPI) ist im April um 0,4 % ggü. dem Vormonat gestiegen. Im Vorjahresvergleich ist die Inflation aufgrund der nachlassenden Basiseffekte auf 4,9 % gesunken.
- Die Einzelhandelsumsätze stiegen im April um 0,4 % ggü. dem Vormonat, nachdem sie im März um 0,7 % gesunken waren. Dies deutet auf ein nach wie vor robustes Konsumklima hin, das von robusten Lohnzuwächsen und einem soliden Arbeitsmarkt geprägt ist. Der Anstieg der Verbraucherausgaben ist zwar positiv, doch deuten die Einzelheiten des Berichts über die Einzelhandelsumsätze auf Schwachstellen hin, die unter der Oberfläche brodeln.

USA Inflation (ggü. Vorjahr)



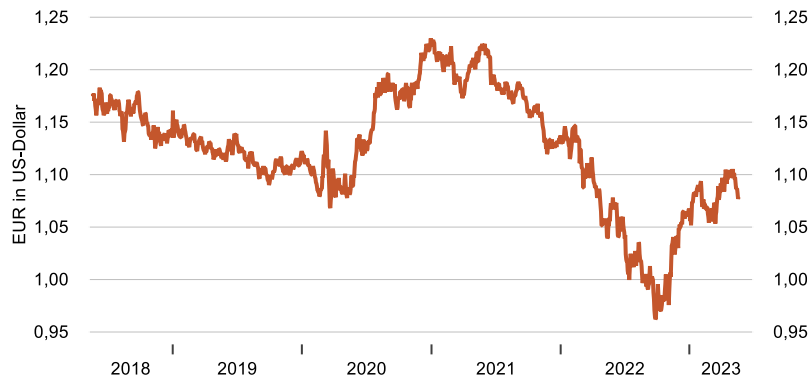
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 04/2003 – 04/2023

Schuldenlimit hält die Märkte in Atem

- Die Zeit für eine Einigung im Streit um eine höhere US-Schuldenobergrenze wird knapp. Ohne sie könnte es bereits Anfang Juni dazu kommen, dass die Staatsausgaben nicht mehr vollständig beglichen werden können. Wir rechnen damit, dass es in letzter Minute eine Einigung geben wird. Auch bleibt es nahezu sicher, dass die USA ihre Staatsschulden und Zinsen vollumfänglich bedienen werden.
- Dennoch werden die Marktakteure die Entwicklung des Disputts mit einiger Anspannung verfolgen. Bis eine Einigung im Schuldenstreit erreicht ist, muss deshalb mit erhöhter Volatilität gerechnet werden.

Wechselkurs EUR/USD



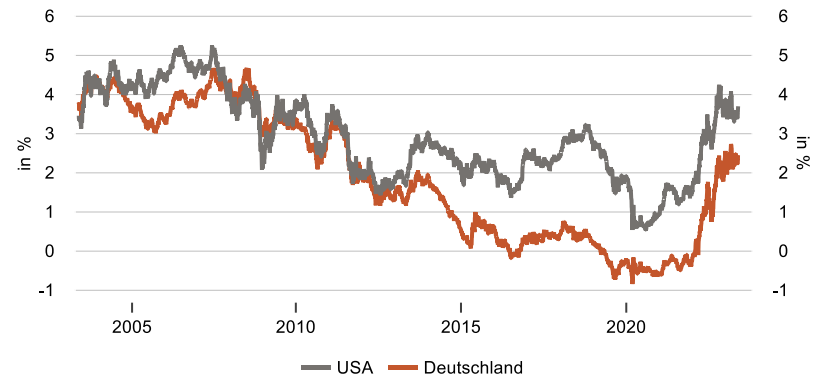
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 05/2018 – 05/2023

US-Dollar bleibt Weltleitwahrung

- Der Streit um das Schuldenlimit fällt in eine Zeit, in der die Rolle des US-Dollars als Weltleitwahrung infrage gestellt wird. Wie schon so oft kommt ein Abgesang auf den Dollar aber zu früh. Der US-Dollar ist als Transaktions- und als Reservewährung unangefochten die Nummer 1. Daran ändert sich auch nichts, wenn künftig einige Transaktionen weniger in USD abgewickelt werden. Insgesamt fehlt schlichtweg eine ernsthafte Alternative zur US-Währung.

Rendite 10-jähriger Staatsanleihen



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 05/2003 – 05/2023

Kapitalmarktprognosen



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

			Aktuell	Prognose	
			19.05.2023	31.12.2023	30.06.2024
Aktienmärkte	USA	S&P 500	4.191	4.150	4.350
		DAX	16.275	16.200	17.300
	Europa	EURO STOXX 50	4.395	4.350	4.700
		MSCI Großbritannien	2.222	2.350	2.500
Rentenmärkte	USA	Fed Funds	5,00-5,25	4,75-5,00	4,00-4,25
		10 Jahre	3,70	3,50	3,70
	Euroland	Hauptrefinanzierungssatz	3,75	4,25	4,25
		10 Jahre*	2,43	2,70	2,80
	Großbritannien	Bank Rate	4,50	4,00	3,50
		10 Jahre	4,01	3,70	3,70
Währungen	USA	EUR/USD	1,08	1,15	1,17
	Schweiz	EUR/CHF	0,97	1,02	1,02
	Großbritannien	EUR/GBP	0,86	0,85	0,85
	Japan	EUR/JPY	149	144	147

*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
Welt*	100,0	3,0	2,2	2,2	2,6												
USA	23,7	2,1	1,1	0,5	2,1	8,0	4,2	2,6	2,4	3,6	3,9	4,7	4,2	-10,0	-6,8	-5,5	-3,6
China	18,3	3,0	5,7	4,1	4,0	2,0	1,3	2,6	2,2	5,6	4,4	4,1	4,2	-4,2	-4,0	-3,5	-2,5
Japan	5,1	1,0	1,1	1,2	1,3	2,5	3,0	1,8	1,3	2,6	2,6	2,4	2,3	-6,5	-5,3	-4,0	-3,0
Indien	3,3	7,0	6,5	6,7	6,0									-7,0	-6,5	-6,0	-6,0
Lateinamerika	5,2	2,5	1,0	2,4	2,5									-6,0	-5,5	-4,5	-4,5
Europa	26,2	3,0	0,4	1,3	1,5												
Eurozone	15,0	3,5	0,7	1,4	1,6	8,4	5,3	2,4	2,4	6,7	6,5	5,9	5,2	-3,6	-2,7	-2,1	-1,9
Deutschland	4,4	1,9	0,0	1,4	1,5	8,7	6,0	2,4	2,5	3,1	2,8	2,4	2,0	-2,6	-2,0	-1,4	-1,1
Frankreich	3,0	2,6	0,8	1,6	1,7	5,9	5,7	2,4	2,5	7,3	6,9	6,3	5,5	-4,7	-4,5	-3,8	-2,9
Italien	2,2	3,8	1,1	1,1	1,1	8,7	6,1	2,0	2,4	8,1	8,0	7,6	6,8	-8,0	-3,5	-3,2	-2,5
Spanien	1,5	5,5	2,0	1,8	2,0	8,3	3,4	2,8	2,7	12,9	12,9	12,0	10,8	-4,8	-4,0	-3,0	-2,2
Portugal	0,3	6,7	2,5	2,1	2,1	8,1	5,6	2,6	2,6	6,0	6,9	6,4	5,7	-1,9	-1,4	-1,0	-0,9
Anderes Westeuropa																	
Großbritannien	3,3	4,1	0,4	1,5	1,7	9,1	7,2	2,3	2,4	3,7	4,1	3,9	3,5	-7,7	-4,2	-3,5	-2,8
Schweiz	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
Schweden	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
Osteuropa																	
Russland	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
Türkei	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.