



BERENBERG

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Volkswirtschaft, 26.06.2023

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: 26.06.2023

- **Konjunktur und Wachstum:** Der Russland-Ukraine-Krieg bleibt ein wesentlicher Treiber für die Konjunktur und die Kapitalmärkte. 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 gab es in der ersten Jahreshälfte 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 beseitigt. In dieser Gemengelage ist Deutschland mit einer leichten Winter-Rezession davongekommen.
- **Inflation:** Der Krieg hatte die Lage bei den Energiepreisen zeitweilig drastisch verschärft, sodass der allgemeine Preisauftrieb befeuert wurde. Inzwischen nimmt die Aufwärtsdynamik diesseits und jenseits des Atlantiks aber ab („Disinflation“). Doch selbst nach einem weiteren Abflauen der Inflation dürfte die Teuerung nicht dauerhaft 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 Straffung gezwungen – trotz der negativen konjunkturellen Folgen des Krieges. Die großen Zentralbanken haben die Zinswende mit zeitweilig relativ großen Schritten umgesetzt. Zuletzt haben sie die Intensität der Straffung reduziert, bleiben aber dennoch im Straffungsmodus.
- **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.

Bank of England (BoE) strafft die Geldpolitik stärker als erwartet

Nachdem in der vorausgegangenen Woche die US-Notenbank Fed, die EZB und die Bank of Japan ihre geldpolitischen Entscheidungen getroffen hatten, waren in der letzten Woche die Bank of England und die Schweizerische Nationalbank (SNB) dran. Von der Bank of England hatten die Beobachter mehrheitlich eine Zinserhöhung um 0,25 Prozentpunkte erwartet. Doch damit lagen sie nicht richtig. Die BoE erhöhte den Leitzins um 0,5 Prozentpunkte (mit 7:2 Stimmen) und reagierte damit auf den hartnäckigen Preisauftrieb, den robusten Arbeitsmarkt und die Lohninflation. Am Tag vor der Zinsentscheidung war die Inflationsrate für den Monat Mai veröffentlicht worden. Statt wie erwartet auf 8,3–8,4 % zu fallen stagnierte die Inflation bei 8,7 %. Die Kerninflation stieg sogar von 6,8 % auf 7,1 %. Das Inflationsumfeld drängt die BoE also zu einer noch strafferen Geldpolitik. Wir gehen davon aus, dass die britischen Währungshüter noch zweimal die Zinsen um jeweils 25 Basispunkte erhöhen werden, sodass der Leitzins bis Jahresende 2023 bei 5,50 % stehen dürfte. Für 2024 prognostizieren wir die geldpolitische Wende mit insgesamt sechs Zinssenkungen auf 4,00 % zum Jahresende.

Die Schweizerische Nationalbank befindet sich in einer vergleichsweise komfortablen Position. Die Inflation ist im Mai auf knapp 2,2 % gefallen und befindet sich damit schon in der Nähe der von der SNB angestrebten Zielinflation. Dennoch haben die Schweizer Währungshüter den Leitzins um 25 Basispunkte angehoben und eine weitere Straffung in Aussicht gestellt. Diese Stabilitätsorientierung stärkt den Schweizer Franken. Wir erwarten deshalb für dieses Jahr nicht mehr, dass der Euro über die Parität zum Franken steigen kann.

Wichtige Termine: 26. Juni bis 02. Juli 2023

		Datum	Prognose	Konsens	Letzter Wert
Inflation, Juni (HVPI, ggü. Vorjahr)	Deutschland	29.06., 14:00	6,6 %	6,8 %	6,3 %
BIP, Q1 (annualisiert)	USA	29.06., 14:30	1,3 %	1,4 %	1,3 %
Inflation, Juni (ggü. Vorjahr)	Eurozone	30.06., 11:00	5,4 %	5,6 %	6,1 %

Eurozone

- Die Wirtschaft der Eurozone schrumpfte sowohl in Q1 2023 als auch in Q4 2022 um 0,1% qoq. Nachdem Eurostat seine früheren Schätzungen für Q4/2022 (Stagnation) und eines Wachstums von 0,1 % qoq für Q1/2023 nach unten revidiert hat, erfüllt die Eurozone damit die Definition einer "technischen" Rezession mit zwei vierteljährlichen BIP-Rückgängen in Folge.
- Ende dieser Woche werden die Inflationsdaten für Juni veröffentlicht – am Donnerstag zunächst in Deutschland, am Freitag dann für die gesamte Eurozone.

USA

Die US-Notenbank Fed hat den Leitzins in ihrer letzten Sitzung wie erwartet nicht verändert. Sie hat aber weitere Zinserhöhungen in Aussicht gestellt. Dabei hat sie ein schärferes Vorgehen angedeutet als es Marktbeobachter vermutet hatten.

Vor der Zinsentscheidung waren die Mai-Inflationsdaten veröffentlicht worden. Die Inflation ist stärker als erwartet von 4,9 % auf 4,0 % gefallen. Die Kerninflation ist von 5,5 % auf 5,3 % zurückgegangen.

Deutschland

- Der ifo Geschäftsklimaindex ist im Juni von 91,5 Punkten auf 88,5 Punkte gesunken. Die Erwartungen im Verarbeitenden Gewerbe sind auf den niedrigsten Stand seit November 2022 gefallen. Auch im Handel, Dienstleistungssektor und Baugewerbe ist der Index gesunken. Insgesamt sind die Erwartungen deutlich pessimistischer. Die aktuelle Lage wird von den Unternehmen ebenfalls schlechter bewertet.
- Auch der Einkaufsmanagerindex des Verarbeitenden Gewerbes ist im Juni von 43,2 auf 41,0 Punkte gefallen, dem niedrigsten Wert seit Mai 2020.

China

Das BIP lag im ersten Quartal um 4,5 % höher als im ersten Quartal 2022. Insgesamt fällt die Erholung nach dem Ende der Null-Covid-Politik aber enttäuschend aus.

Auch die langfristige Perspektive ist nicht rosig: 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. China entwickelt sich vom ehemaligen Wachstumsmotor der Weltwirtschaft zum Risikofaktor.

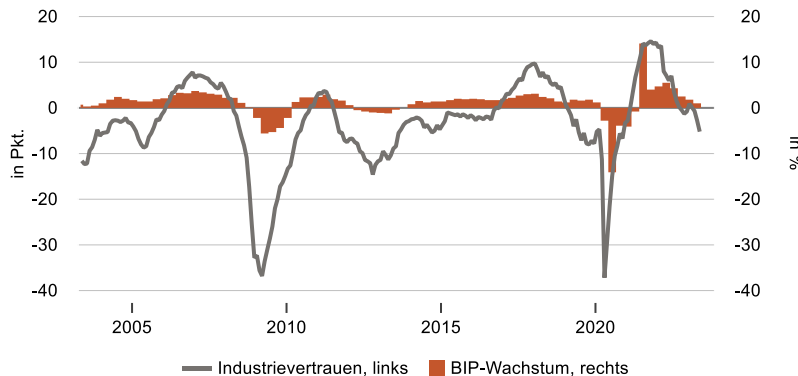
Eurozone

Konjunktur- und Preisentwicklung

Technische Rezession

- Die Wirtschaft der Eurozone schrumpfte sowohl in Q1 2023 als auch in Q4 2022 um 0,1% qoq. Nachdem Eurostat seine früheren Schätzungen für Q4/2022 (Stagnation) und eines Wachstums von 0,1 % qoq für Q1/2023 nach unten revidiert hat, erfüllt die Eurozone damit die Definition einer "technischen" Rezession mit zwei vierteljährlichen BIP-Rückgängen in Folge.
- Der Streit um die Reform des Stabilitätspaktes geht weiter. Die Frontlinie verläuft zwischen den eher moderat verschuldeten Ländern, die klare und verbindliche Regeln für den Schuldenabbau wollen und den hoch verschuldeten Ländern, die möglichst weiche und länderspezifische Abbauziele bevorzugen.

Eurozone BIP-Wachstum und Industrievertrauen



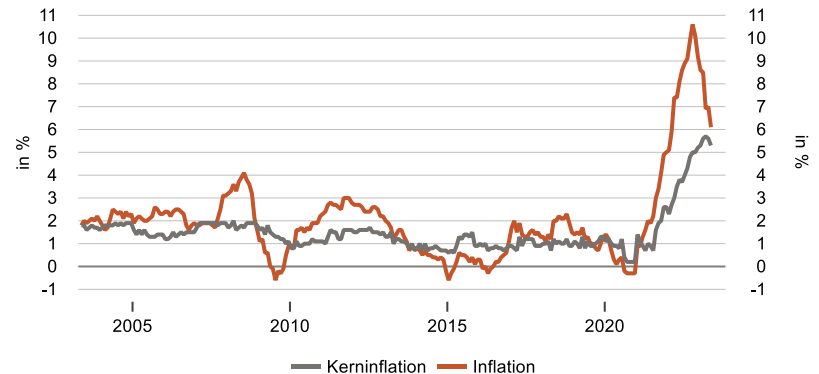
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 05/2003 – 05/2023

Zinsentscheidung EZB: wie erwartet

- Die Inflationsrate in der Eurozone ist im Mai von 7,0 % auf 6,1 % gefallen und liegt damit unter der Reuters-Konsensersparung von 6,3 %. Diese Woche werden die Inflationsdaten für Juni veröffentlicht. Sowohl der Marktkonsens als auch wir erwarten einen weiteren Rückgang der Inflation auf 5,6 % bzw. 5,4 %.
- Die EZB sieht ihren Kampf gegen die Inflation folgerichtig noch nicht als beendet an. Sie hat die Leitzinsen vergangene Woche um 25 Basispunkte angehoben und dürfte noch mindestens einen weiteren Schritt machen. Der Einlagezins beträgt jetzt 3,50 %.

Eurozone Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 05/2003 – 05/2023

Deutschland

Konjunktur- und Preisentwicklung

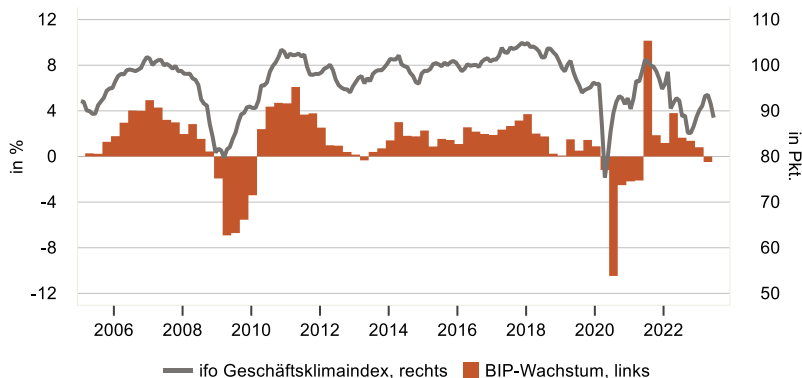


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

ZEW-Index bestätigt schwache Konjunkturlage

- Die Einschätzung der konjunkturellen Lage hat sich laut ZEW-Index im Juni nochmals deutlich eingetrübt. Der Indexwert fiel um 21,7 Punkte auf $-56,5$ Punkte. Die Erwartungen haben sich dagegen leicht verbessert. Hier stieg der Indexwert um 2,2 auf $-8,5$ Punkte.
- Deutschland ist nun doch in eine Winter-Rezession gerutscht. Das deutsche Bruttoinlandsprodukt ist im ersten Quartal um 0,3 % gegenüber dem Vorquartal gesunken. Im Vorquartal (Q4/2022) war die Wirtschaft bereits um 0,5 % geschrumpft.

Deutsches BIP und ifo Geschäftsklima



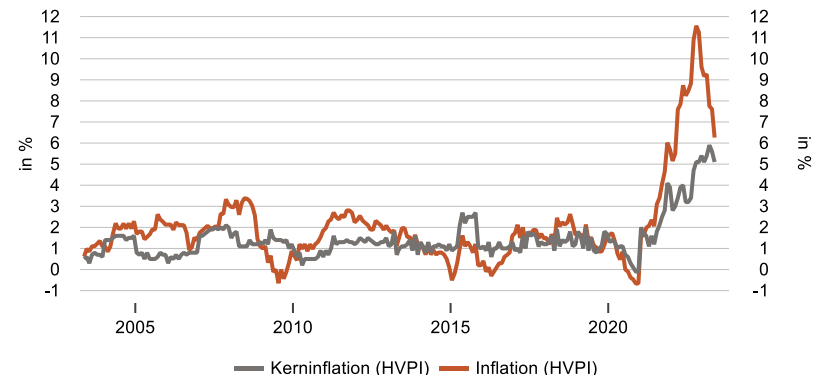
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 06/2006 – 06/2023

Getrübt Stimmung in der deutschen Wirtschaft

- Der ifo-Geschäftsklimaindex ist im Juni von 91,5 Punkten auf 88,5 Punkte gesunken. Die Erwartungen im Verarbeitenden Gewerbe sind auf den niedrigsten Stand seit November 2022 gefallen. Auch im Handel, Dienstleistungssektor und Baugewerbe ist der Index gesunken. Insgesamt sind die Erwartungen deutlich pessimistischer. Die aktuelle Lage wird von den Unternehmen ebenfalls schlechter bewertet.
- Auch der Einkaufsmanagerindex des Verarbeitenden Gewerbes ist im Juni von 43,2 auf 41,0 Punkte gefallen, dem niedrigsten Wert seit Mai 2020.

Deutschland Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 05/2002 – 05/2023

Großbritannien

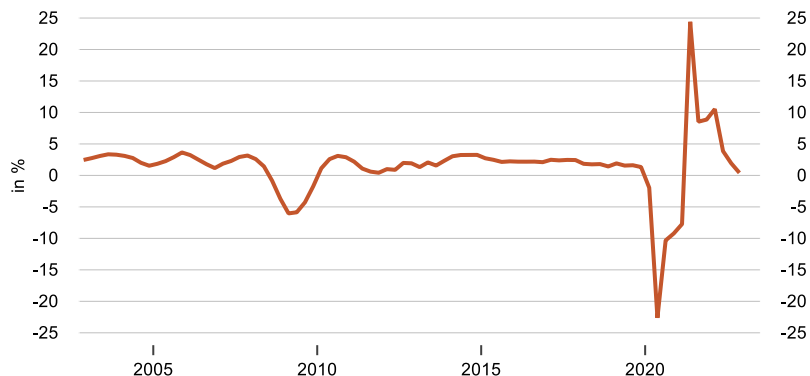
Konjunktur- und Preisentwicklung



Stagnation statt Rezession

- Das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) ist in Q1/2023 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 prognostizieren ein Wachstum des BIP im Jahr 2023 von 0,4 % und im Jahr 2024 von 1,2 %.
- Der Rückgang des BIP-Deflators (Preisindex des BIP) in Q1 und das Abklingen politischer Spannungen unterstützen unsere Wachstumsprognosen für das BIP.

Großbritannien BIP-Wachstum (ggü. Vorjahr)



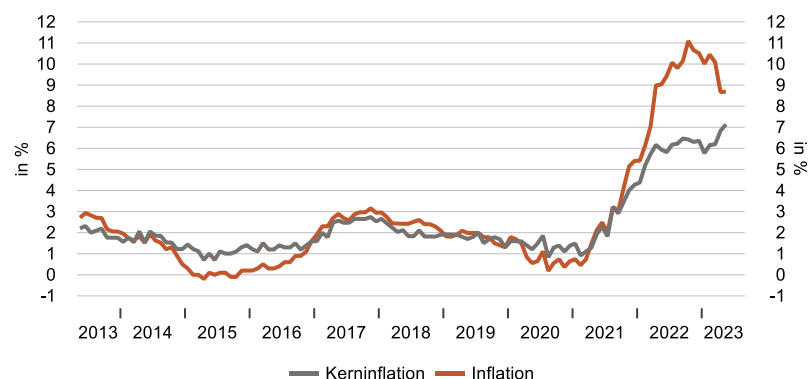
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 12/2002 – 12/2022

Hartnäckige Inflation, Bank of England reagiert

- Den vierten Monat in Folge hat sich die Inflation hartnäckiger gezeigt als erwartet. Im Mai blieb die Inflation wie schon im Vormonat bei 8,7 %. Erwartet worden war ein Rückgang auf 8,3–8,4 %. Zudem ist die Kernrate der Inflation von 6,8 % auf 7,1 % gestiegen. Das ist der höchste Wert seit März 1992. Für die Kernrate lag die Erwartung auf Höhe des Vormonatswertes bei 6,8 %
- Die BoE hat den Leitzins um 0,5 Prozentpunkte (mit 7:2 Stimmen) erhöht und reagierte mit diesem unerwartet großen Zinsschritt auf den hartnäckigen Preisauftrieb, den robusten Arbeitsmarkt und die Lohninflation. In diesem Jahr dürften noch zwei kleinere Zinserhöhungen folgen.

Großbritannien Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 05/2013 – 05/2023

USA

Konjunktur- und Preisentwicklung

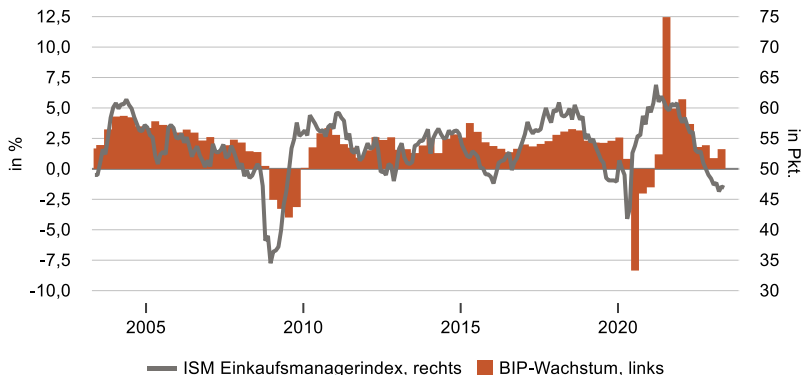


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Weiterer Zinsschritt erwartet

- Die US-Wirtschaft hat sich in der ersten Jahreshälfte als widerstandsfähig erwiesen. Wir erwarten daher ein BIP-Wachstum von 1,3 % in 2023.
- Die US-Notenbank Fed hat den Leitzins in ihrer letzten Sitzung wie erwartet nicht verändert. Fed-Chef Powell betont jedoch, dass weitere Zinserhöhungen dieses Jahr notwendig sind, um das 2 %-Ziel der Fed zu erreichen. Für 2023 rechnen wir mit einer weiteren Zinserhöhung von 25 Basispunkten. Einen Rückgang der Zinsen erwarten wir nun erst für 2024.

USA BIP-Wachstum und Einkaufsmanagerindex



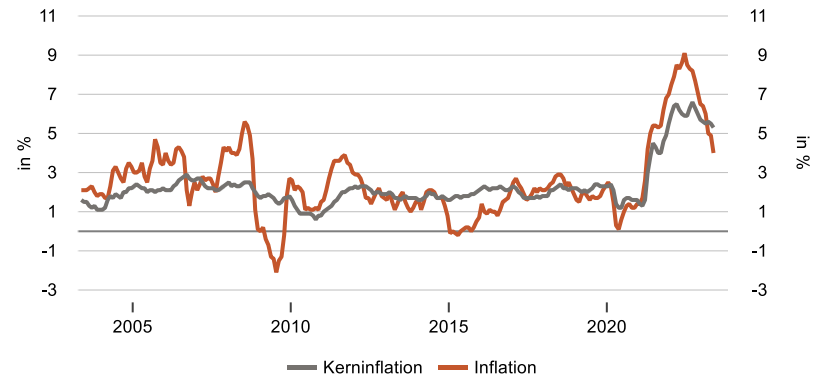
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 05/2002 – 05/2023

Solider Einzelhandel, schwächere Industrieproduktion

- Der starke Arbeitsmarkt und die Lohnzuwächse haben zu kräftigen Zuwächsen bei den Arbeitseinkommen geführt. Zusammen mit den hohen, aber schwindenden Überschussersparnissen haben sie die die Verbraucherausgaben gestützt. Die Einzelhandelsumsätze stiegen im Monatsvergleich um 0,3 %. Schaut man auf die Details, zeigt sich das Bild einer soliden, aber sich abkühlenden Nachfrage.
- Die Industrieproduktion ging im Mai leicht um 0,2 % zurück. Die nachlassende Nachfrage nach Industriegütern, die steigenden Lagerbestände der Kunden und die ungewisseren Aussichten veranlassen die Hersteller zur Vorsicht und zur Drosselung der Produktion.

USA Inflation (ggü. Vorjahr)



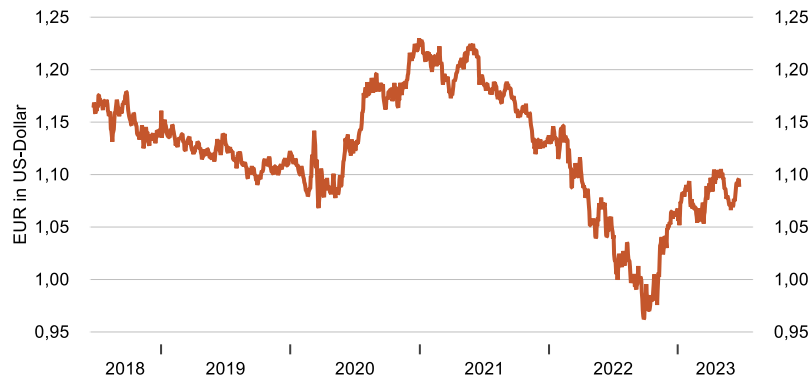
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 05/2003 – 05/2023

Auf und Ab für den Euro

- Nach den Zentralbanksitzungen der Fed und der EZB konnte der Euro zunächst zulegen und notierte zeitweilig bei rund 1,10 US-Dollar je Euro. Anschließend gab es aber einen leichten Dämpfer, sodass der Euro aktuell auf knapp 1,09 zurückgefallen ist.
- Auf längere Sicht bleiben wir für den Euro moderat optimistisch. Allerdings erschwert die konjunkturelle Schwäche in der Eurozone die Erholung. Wir haben unsere Wahrungsprognose deshalb leicht nach unten angepasst und erwarten zum Jahresende nur noch einen EUR/USD-Wechselkurs bei 1,12 (bisher 1,15).

Wechselkurs EUR/USD



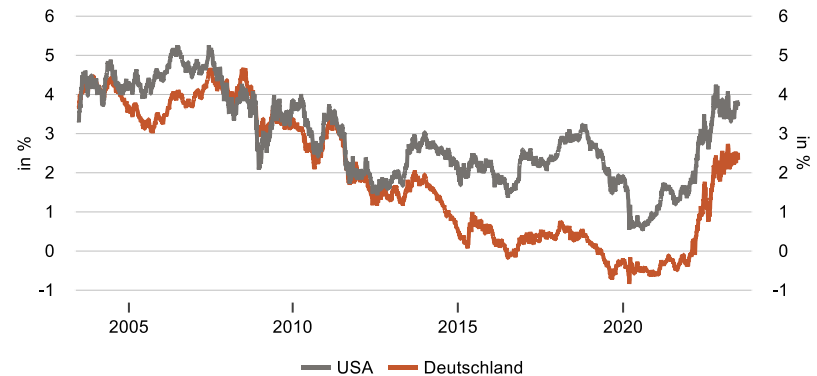
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 06/2018 – 06/2023

Schweizerische Nationalbank erhöhet den Leitzins

- In der Schweiz ist die Inflationsrate im Mai auf 2,16 % (von 2,56 % im April) gefallen. Damit nähert sich die Inflation der 2 %-Marke deutlich an und die Schweizerische Nationalbank befindet sich im internationalen Vergleich in einer komfortablen Situation.
- Dennoch haben die Schweizer Währungshüter den Leitzins um 25 Basispunkte angehoben und eine weitere Straffung in Aussicht gestellt. Der Franken profitiert weiterhin von dieser stabilitatsorientierten Geldpolitik.

Rendite 10-jähriger Staatsanleihen



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 06/2003 – 06/2023

Kapitalmarktprognosen



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

			Aktuell	Prognose	
			23.06.2023	31.12.2023	30.06.2024
Aktienmärkte	USA	S&P 500	4.348	4.300	4.600
		DAX	15.829	16.200	17.300
	Europa	EURO STOXX 50	4.271	4.350	4.700
		MSCI Großbritannien	2.133	2.200	2.350
Rentenmärkte	USA	Fed Funds	5,00-5,25	5,25-5,50	4,25-4,50
		10 Jahre	3,74	3,80	3,90
	Euroland	Hauptrefinanzierungssatz	4,00	4,25	4,25
		10 Jahre*	2,33	2,60	2,80
	Großbritannien	Bank Rate	5,00	5,50	4,75
		10 Jahre	4,29	4,00	4,10
Währungen	USA	EUR/USD	1,08	1,12	1,15
	Schweiz	EUR/CHF	0,97	1,00	1,00
	Großbritannien	EUR/GBP	0,85	0,85	0,85
	Japan	EUR/JPY	156	146	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	3,1	2,1	2,1	2,6												
USA	23,7	2,1	1,3	0,6	1,8	8,0	4,1	2,6	2,4	3,6	3,8	4,6	4,2	-10,0	-6,8	-5,5	-3,6
China	18,3	3,0	5,3	3,9	3,9	2,0	1,1	2,5	2,2	5,6	5,2	4,9	4,7	-4,2	-4,0	-3,5	-2,5
Japan	5,1	1,0	1,2	1,1	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	6,8	6,0	6,5	6,0									-9,6	-8,0	-7,8	-7,5
Lateinamerika	5,2	4,0	1,5	2,2	2,2									-3,9	-5,0	-4,5	4,0
Europa	26,2	3,1	0,3	1,2	1,7												
Eurozone	15,0	3,5	0,3	1,2	1,8	8,4	5,2	2,4	2,5	6,7	6,5	6,0	5,2	-3,6	-2,9	-2,1	-1,9
Deutschland	4,4	1,9	-0,4	1,3	1,7	8,7	5,8	2,3	2,5	3,1	2,8	2,4	2,0	-2,6	-2,0	-1,0	-1,1
Frankreich	3,0	2,5	0,5	1,4	1,7	5,9	5,3	2,2	2,5	7,3	6,9	6,3	5,5	-4,7	-4,7	-4,3	-2,9
Italien	2,2	3,8	1,1	1,0	1,2	8,7	6,1	2,0	2,4	8,1	7,8	7,4	6,6	-8,0	-4,0	-3,2	-2,5
Spanien	1,5	5,5	2,2	1,6	2,1	8,3	3,2	2,7	2,7	12,9	12,8	11,9	10,7	-4,8	-4,0	-3,0	-2,2
Portugal	0,3	6,7	2,3	1,9	2,3	8,1	5,0	2,4	2,6	6,0	6,8	6,3	5,6	-0,4	-0,1	-0,1	-0,1
Anderes Westeuropa																	
Großbritannien	3,3	4,1	0,4	1,2	1,7	9,1	7,6	2,7	2,2	3,7	4,0	3,8	3,4	-7,7	-4,2	-3,5	-2,8
Schweiz	0,8	2,1	0,6	1,4	1,2	2,8	2,4	1,5	1,5	2,2	2,3	2,2	1,8	0,2	0,1	0,5	0,5
Schweden	0,7	2,6	0,0	1,2	1,2	8,1	6,5	2,3	2,3	7,5	7,9	7,5	6,8	0,7	-0,5	-0,5	0,0
Osteuropa																	
Russland	1,8	-2,1	-2,0	-1,0	-0,5	13,8	6,5	5,0	4,5	3,9	3,5	4,0	4,5	-2,2	-6,5	-2,5	-2,0
Türkei	0,8	5,6	3,0	2,8	2,5	72,3	45,0	35,0	30,0	10,5	10,5	10,5	10,5	-1,6	-6,5	-6,0	-5,5

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.