



**BERENBERG**

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Volkswirtschaft, 24.07.2023

## 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: 24.07.2023

- **Konjunktur und Wachstum:** Der Russland-Ukraine-Krieg bleibt ein Faktor 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 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 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. Das Ende des Straffungszyklus ist in Sicht.
- **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.

## Eurozone

In der Eurozone sank die Inflationsrate im Juni von 6,1 % auf 5,5 % (die Kernrate stieg allerdings von 5,3 % auf 5,4 %). Der Disinflationprozess geht somit weiter. In Italien ist der Harmonisierte Verbraucherpreisindex (HVPI) von 8,0 % auf 6,7 % gesunken, in Spanien sogar von 2,9 % auf 1,6 %.

Diese Woche steht die EZB-Zinsentscheidung im Fokus (Donnerstag, 27. Juli). Die Währungshüter werden die Leitzinsen sehr wahrscheinlich um 25 Basispunkte anheben. Im September könnte ein letzter kleiner Zinsschritt folgen, sodass der Hauptrefinanzierungssatz im Zinsgipfel bei 4,50 % liegen würde.

## USA

Diesen Mittwoch (26. Juli) richten sich die Blicke der Finanzwelt wieder Richtung Washington D.C. – die US-Notenbank Fed tagt und wird am Mittwochabend voraussichtlich eine weitere und wohl letzte Zinserhöhung um 25 Basispunkte bekanntgeben.

Die Inflationsdynamik hat zuletzt nachgelassen und die Konjunktur kühlt sich weiter ab, sodass der Druck auf die Währungshüter abnimmt. Wir erwarten für die US-Wirtschaft aber nur eine leichte Rezession bzw. eine weiche Konjunkturlandung. Ein kräftiger Einbruch der Wirtschaft ist unwahrscheinlich.

## Deutschland

Dienstag (25. Juli) veröffentlicht das ifo Institut die Juli-Daten seines Geschäftsklimaindex. Nachdem der ifo-Index im Vormonat merklich gefallen ist, dürfte er im Juli noch einmal moderat nachgeben. Die Konjunkturaussichten bleiben also vorerst eingetrübt.

Die schwachen Konjunkturperspektiven werden von den heute veröffentlichten Einkaufsmanagerindizes bestätigt: Der Gesamtindex sank von 50,6 auf 48,3 Punkte. Der Index für das Verarbeitende Gewerbe fiel von 40,6 auf 38,8 Punkte, das ist der schwächste Wert seit über drei Jahren. Und selbst der Dienstleistungsindex fiel von 54,1 auf 52,0 Punkte.

## China

Die chinesische Konjunktur bleibt schwach: Im zweiten Quartal ist die chinesische Wirtschaft lediglich um 0,8 % ggü. dem ersten Quartal gestiegen. Gegenüber Q2/2022 legte das BIP um 6,3 % zu und damit weniger als erwartet, denn das Vorjahresquartal war aufgrund der Lockdowns sehr schwach.

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.

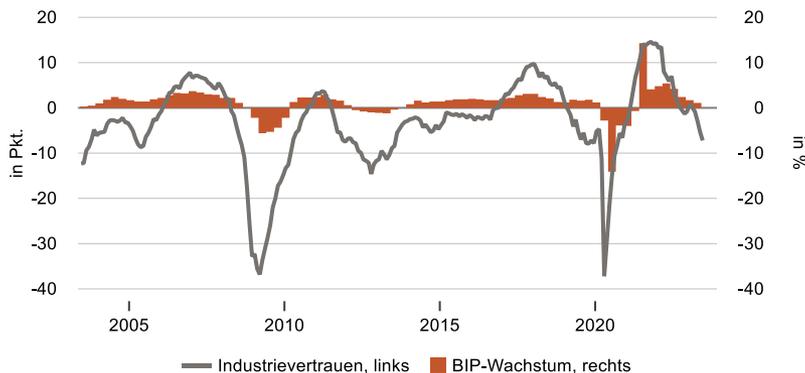
# Eurozone

## Konjunktur- und Preisentwicklung

### Schwieriges Konjunkturm Umfeld

- Erneut schlechte Nachrichten aus der Unternehmenswelt: Der PMI (Einkaufsmanagerindex) ist im Juli abermals gefallen. Mit 48,9 Punkten fiel er gegenüber Juni um einen Punkt und sank damit stärker als erwartet. Der Index liegt damit nicht nur deutlich unter der 50-Punkte-Expansionsschwelle, es ist auch der niedrigste Wert seit acht Monaten.
- Insgesamt haben sich die Aussichten für die zweite Jahreshälfte eingetrübt. Für den Rest des Jahres 2023 erwarten wir ein sehr geringes Wachstum in der Eurozone. Wenn der Abschwung in den USA beendet ist, könnte die Eurozone ab Frühjahr 2024 wieder zu einem Aufholwachstum über ihrer Trendrate zurückkehren.

### Eurozone BIP-Wachstum und Industrievertrauen



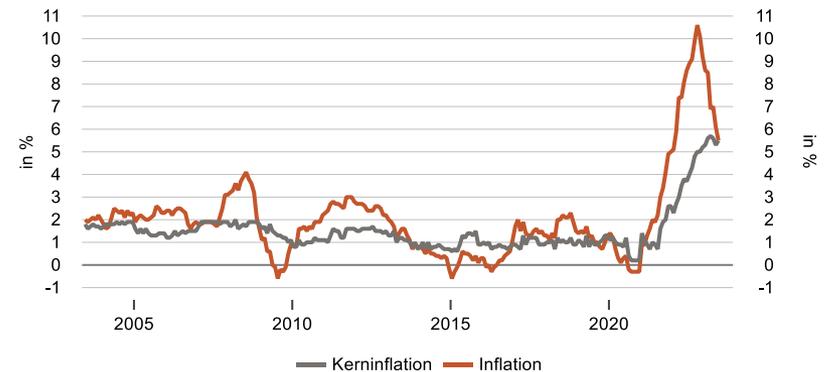
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 06/2003 – 06/2023

### EZB vor nächstem Zinsschritt

- In der Eurozone sank die Inflationsrate im Juni von 6,1 % auf 5,5 % (die Kernrate stieg allerdings von 5,3 % auf 5,4 %). Der Disinflationprozess geht also weiter. In Italien ist der HVPI von 8,0 % auf 6,7 % gesunken, in Spanien sogar von 2,9 % auf 1,6 %.
- Diese Woche steht die EZB-Zinsentscheidung im Fokus (Donnerstag, 27. Juli). Die Währungshüter werden die Leitzinsen sehr wahrscheinlich um 25 Basispunkte anheben. Im September könnte ein letzter kleiner Zinsschritt folgen, sodass der Hauptrefinanzierungssatz im Zinsgipfel bei 4,50 % liegen würde.

### Eurozone Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 06/2003 – 06/2023

# Deutschland

## Konjunktur- und Preisentwicklung

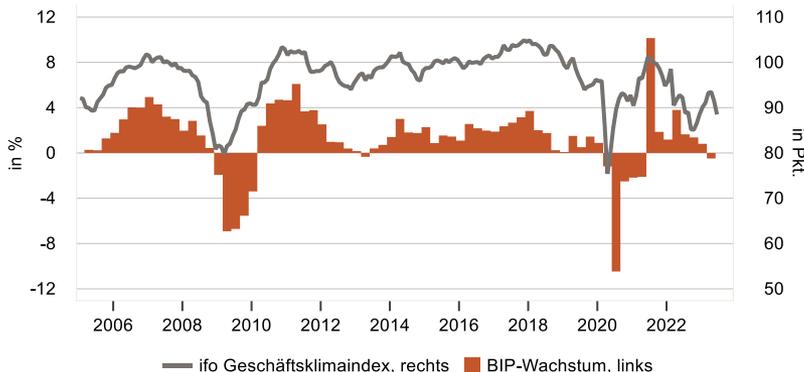
### Sondereffekt sorgt für höhere Inflation

- Die Inflation ist im Juni von 6,1 % auf 6,4 % gestiegen. Während sich der Preisauftrieb bei den Waren von 7,7 % auf 7,3 % verlangsamte, beschleunigte sich die Teuerung bei den Dienstleistungen von 4,5 % auf 5,3 %. Ausschlaggebend dafür ist der Basiseffekt durch das 9-Euro-Ticket und den Tankrabatt.
- Die Energiepreise sind von 2,6 % auf 3,0 % gestiegen. Der Anstieg der Lebensmittelpreise hat sich leicht verlangsamt von 14,9 % im Mai auf 13,7 % im Juni. Die Lebensmittelpreise bleiben jedoch Haupttreiber der Inflation. Nach Abklingen des Basiseffekts erwarten wir wieder einen Rückgang der Inflationszahlen.

### Getrübte Stimmung in der deutschen Wirtschaft

- Dienstag (25. Juli) veröffentlicht das ifo Institut die Juli-Daten seines Geschäftsklimaindex.
- Im Vormonat Juni war der ifo-Geschäftsklimaindex von 91,5 Punkten auf 88,5 Punkte gesunken. Die Erwartungen im Verarbeitenden Gewerbe waren 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 Lage wurde von den Unternehmen ebenfalls schlechter bewertet. Im Juli dürften die Werte nur noch moderat gesunken sein.

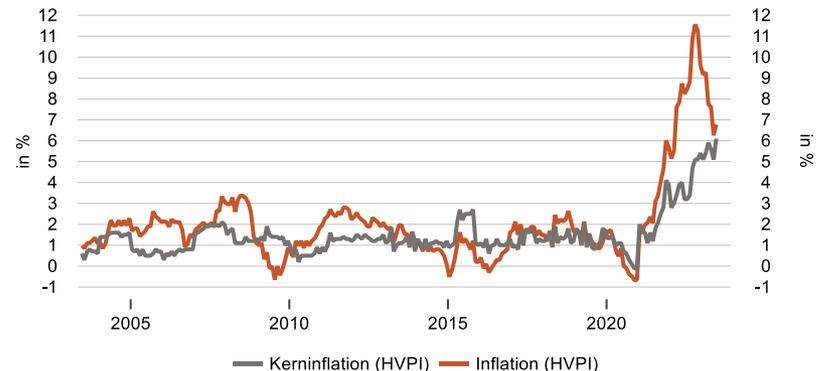
### Deutsches BIP und ifo Geschäftsklima



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 06/2006 – 06/2023

### Deutschland Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 06/2002 – 06/2023

# Großbritannien

## Konjunktur- und Preisentwicklung



**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

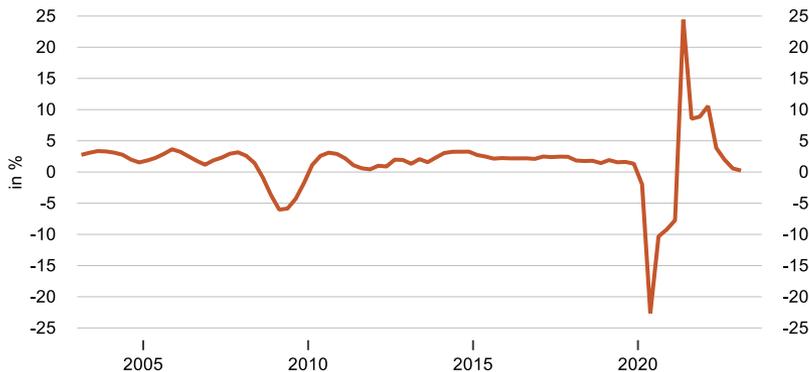
### Positive Überraschung bei den Inflationszahlen

- Nach mehreren Monaten negativer Überraschungen ist der unerwartet starke Rückgang der Inflationsrate im Juni eine Erleichterung: Die Gesamtinflation ging im Juni von 8,7 % auf 7,9 % zurück und lag damit unter den Erwartungen des Bloomberg-Konsens von 8,2 %. Gleichwohl bleibt die Inflationsrate mit fast dem Vierfachen des 2 %-Ziels der Bank of England (BoE) immer noch viel zu hoch.
- Die Kerninflation sank im Juni auf 6,9 %, nach 7,1 % im Mai. Analysten hatten damit gerechnet, dass sich die Kerninflation nicht verändern würde.

### Inflationsdaten nehmen Druck von der Bank of England

- Die positive Überraschung nimmt etwas Handlungsdruck von der Bank of England. Dennoch ist die BoE noch nicht am Ende des Zinserhöhungszyklus angekommen. In unserem Basisszenario gehen wir davon aus, dass der Leitzins im September einen Höchststand von 5,5 % erreichen wird. Es bleibt aber ein Risiko, dass der Zinsanstieg sogar bis 5,75 % geht.
- Zuletzt hatte die BoE den Leitzins um 0,5 Prozentpunkte (mit 7:2 Stimmen) erhöht und mit diesem unerwartet großen Zinsschritt auf den hartnäckigen Preisauftrieb, den robusten Arbeitsmarkt und die Lohninflation reagiert.

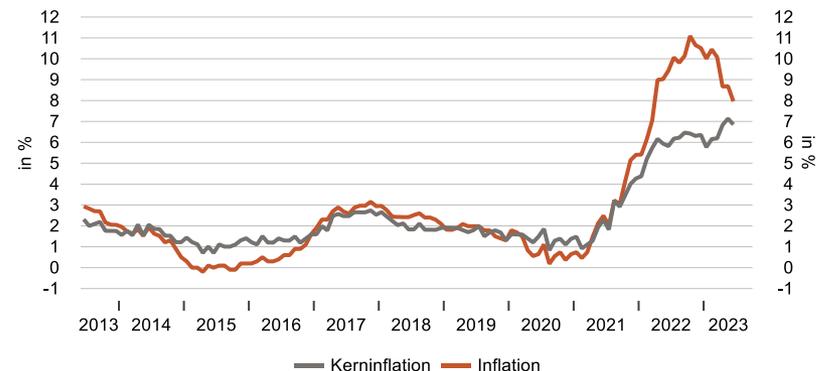
### Großbritannien BIP-Wachstum (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 03/2003 – 03/2023

### Großbritannien Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 05/2013 – 05/2023

# USA

## Konjunktur- und Preisentwicklung

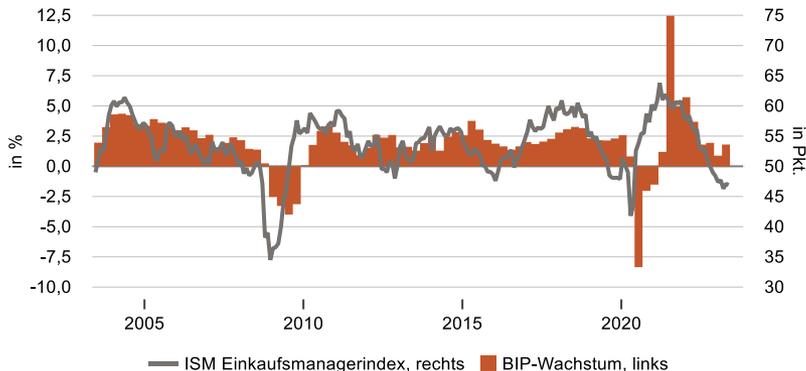


**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

### Weiche Konjunkturlandung wahrscheinlich

- Die US-Wirtschaft dürfte bis Ende 2023 und Anfang 2024 nur leicht schrumpfen, bevor das Wachstum im Frühjahr 2024 wieder zum Trend zurückkehrt. Die zugrunde liegenden Fundamentaldaten – insbesondere der immer noch robuste Arbeitsmarkt – sind stabil, der Wohnungsbau befindet sich im Aufschwung und die Fiskalpolitik dürfte die Belastung durch die höheren Zinssätze teilweise ausgleichen.
- Eine milde Rezession oder eine weiche Landung sind deutlich wahrscheinlicher als ein kräftiger Rückgang des realen BIP.

### USA BIP-Wachstum und Einkaufsmanagerindex



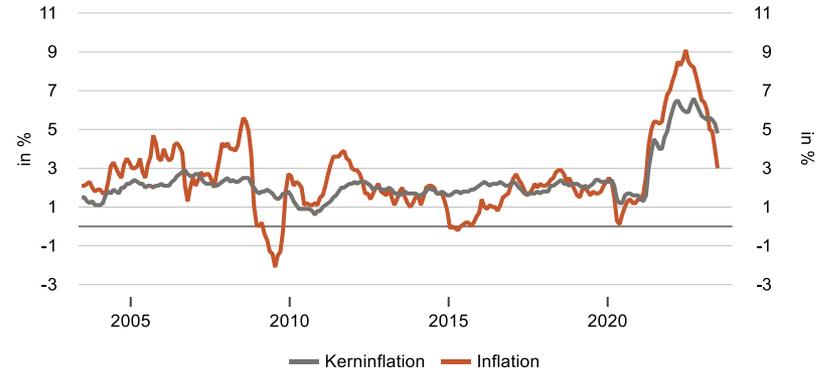
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 06/2002 – 06/2023

### Fed mit weiterem (und letztem?) Zinsschritt

- Auf ihrer letzten Sitzung am 13./14. Juni hat die Fed den Leitzins unverändert bei 5,00 bis 5,25 % belassen. Nun steht diese Woche (25./26. Juli) die nächste Notenbanksitzung an. Es gilt als ausgemacht, dass die Fed den Leitzins um 25 Basispunkte auf 5,25-5,50 % anheben wird.
- Nachdem die Inflationsrate im Juni überraschend deutlich von 4,0 % auf 3,0 % gefallen ist, dürfte dies nun der letzte Zinsschritt der Fed in diesem Zinserhöhungszyklus werden. Da Geldpolitik zeitverzögert wirkt, werden die Zinserhöhungen der vergangenen Monaten noch nachwirken und den Preisauftrieb bremsen.

### USA Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 06/2003 – 06/2023

### EUR/USD im Wechselbad der Gefühle

- Nachdem die Inflation in den USA stärker als erwartet von 4,0 auf 3,0 % gesunken ist, sind die Erwartungen an weitere Zinserhöhungen der Fed zurückgenommen worden. Diese Woche dürfte die Fed die Zinsen letztmals anheben und damit den Straffungszyklus beenden. Aufgrund dieser Neueinschätzung konnte der Euro kräftig zulegen und notierte zeitweilig über 1,12 US-Dollar je Euro.
- Inzwischen gab es aber leichte Dämpfer für den Euro. Nach den schwachen Konjunkturdaten (heutige PMIs) fiel der Wechselkurs vorerst unter die Marke von 1,11 US-Dollar je Euro zurück.

### Wechselkurs EUR/USD



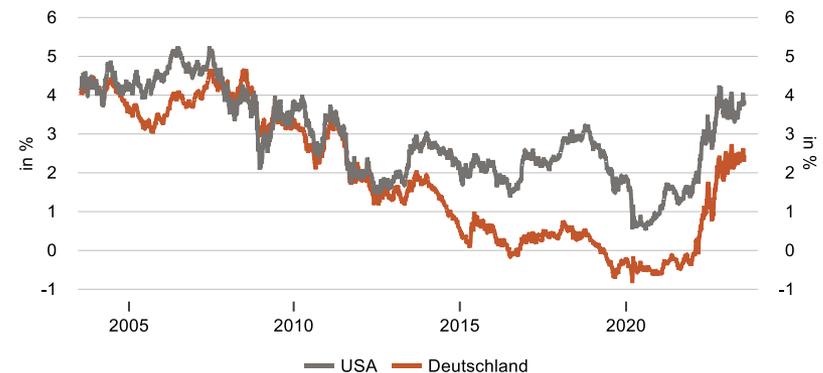
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 07/2018 – 07/2023

### Konjunktur schwächt den Euro-Ausblick

- Die schwache Eurozonen-Konjunktur belastet den Euro-Ausblick. Bis Jahresende sehen wir den Wechselkurs EUR/USD bei rund 1,12, also ungefähr auf dem aktuellen Niveau. Die schwachen Konjunkturdaten reduzieren die Wahrscheinlichkeit für einen Zinsschritt der EZB im September. Damit würde die Eurozone die Zinsdifferenz zu den USA nicht weiter abbauen.
- Erst im kommenden Jahr, wenn die Eurozone konjunkturell wieder aufholt, dürfte der Euro weiter zulegen. Wir sehen die Möglichkeit, dass der Wechselkurs bis Ende 2024 auf 1,18 steigt.

### Rendite 10-jähriger Staatsanleihen



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 07/2003 – 07/2023

# Kapitalmarktprognosen



**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

			Aktuell	Prognose	
			21.07.2023	31.12.2023	30.06.2024
<b>Aktienmärkte</b>	USA	<b>S&amp;P 500</b>	4.536	4.300	4.600
		<b>DAX</b>	16.177	16.200	17.300
	Europa	<b>EURO STOXX 50</b>	4.391	4.350	4.700
		<b>MSCI Großbritannien</b>	2.188	2.200	2.350
<b>Rentenmärkte</b>	USA	<b>Fed Funds</b>	5,00-5,25	5,25-5,50	4,25-4,50
		<b>10 Jahre</b>	3,84	3,80	3,90
	Euroland	<b>Hauptrefinanzierungssatz</b>	4,00	4,50	4,50
		<b>10 Jahre*</b>	2,41	2,70	2,80
	Großbritannien	<b>Bank Rate</b>	5,00	5,50	4,75
		<b>10 Jahre</b>	4,23	4,30	4,30
<b>Währungen</b>	USA	<b>EUR/USD</b>	1,11	1,12	1,15
	Schweiz	<b>EUR/CHF</b>	0,96	1,00	1,00
	Großbritannien	<b>EUR/GBP</b>	0,87	0,85	0,85
	Japan	<b>EUR/JPY</b>	158	162	163

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