



BERENBERG

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Volkswirtschaft, 21.08.2023

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: 21.08.2023

- **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. Allerdings bleibt der erhoffte Aufschwung in China aus, sodass die Weltwirtschaft keine zusätzlichen Konjunkturimpulse erhält. 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. Das Ende des Straffungszyklus ist in Sicht oder mancherorts vielleicht schon erreicht.
- **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 Grenzen gesetzt.

Eurozone

Die Inflation in der Eurozone ist von 5,5 % im Juni auf 5,3 % im Juli gesunken. Aufgrund der nach wie vor hohen Inflation in der Eurozone hat die EZB in ihrer Sitzung am 27.07. den Leitzins um 25 Basispunkte erhöht.

Die Konjunkturaussichten für die zweite Jahreshälfte haben sich 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.

USA

Die Fed hat in ihrer Sitzung am 25./26. Juli den Leitzins wie erwartet um 25 Basispunkte auf 5,25–5,50 % angehoben. Das weitere Vorgehen soll datenabhängig erfolgen.

Die Inflationsdynamik hat zuletzt nachgelassen und die Konjunktur kühlt sich moderat ab (Q2 aber immerhin mit einem annualisierten Wachstum von 2,4 %), sodass der Druck auf die Währungshüter abnimmt. Wir erwarten für die US-Wirtschaft eine relativ weiche Konjunkturlandung. Ein kräftiger Einbruch der Wirtschaft ist inzwischen unwahrscheinlich.

Deutschland

Für Deutschland werden diese Woche einige wichtige Konjunkturdaten veröffentlicht. Mittwoch (23. August) werden die August-Daten des Einkaufsmanagerindex erwartet. Im Vormonat hatten die Daten enttäuscht. Ein großer Lichtblick ist diesen Monat auch nicht zu erwarten.

Am Freitag (25. August) folgen zunächst die finalen BIP-Daten für das zweite Quartal – die vorab gemeldete Stagnation (0 % Wachstum) dürfte bestätigt werden. Anschließend wird der ifo Geschäftsklimaindex für August bekanntgegeben. Wahrscheinlich gibt es nochmal einen kleinen Rücksetzer.

China

Während die westlichen Volkswirtschaften noch immer mit zu hohen Inflationsraten kämpfen, rutscht China in die Deflation. Im Juli sank die Inflationsrate unter die Null-Linie auf $-0,2\%$. Die Zentralbank reagierte nun mit einer Zinssenkung, um die schwächelnde Konjunktur zu beleben.

Weder die kurzfristige, noch die langfristige Perspektive ist rosig. Wir senken unsere Wachstumsprognose für 2023 von 4,9 % auf 4,6 %. In Wahrheit dürfte das Wachstum noch schwächer sein, da die offiziellen chinesischen Daten, an denen wir uns orientieren müssen, wohl geschönt sind.

Eurozone

Konjunktur- und Preisentwicklung

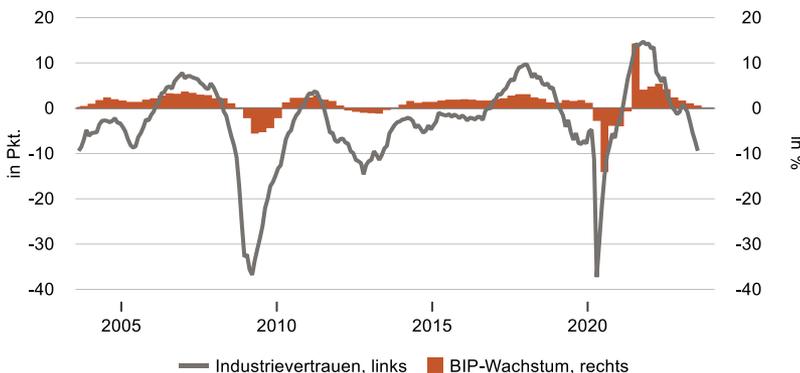
Schwieriges Konjunkturmfeld

- Eine Reihe sich überlagernder Schocks führt zu einem Abschwung in Europas exportorientiertem Verarbeitenden Gewerbe. Dies sind schlechte Nachrichten für die Eurozone, die einen größeren Teil ihres BIP durch den Export von Waren erwirtschaftet als die meisten anderen großen etablierten Volkswirtschaften.
- 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.

Preisauftrieb nimmt ab

- Die Inflation in der Eurozone ist entsprechend unserer Erwartung von 5,5 % im Juni auf 5,3 % im Juli gesunken.
- Zwischen den Mitgliedsstaaten variieren die Inflationszahlen stark. Während in Frankreich die Inflation im Juli von 5,3 % im Juni auf 5,0 % im Vergleich zum Vorjahr gefallen ist, ist in Spanien hingegen die Inflation aufgrund eines Basiseffekts von 1,6 % im Juni wieder auf 2,1 % im Juli gestiegen.
- Aufgrund der nach wie vor hohen Inflationszahlen in der Eurozone hat die EZB in ihrer Sitzung am 27. Juli den Leitzins um 25 Basispunkte erhöht.

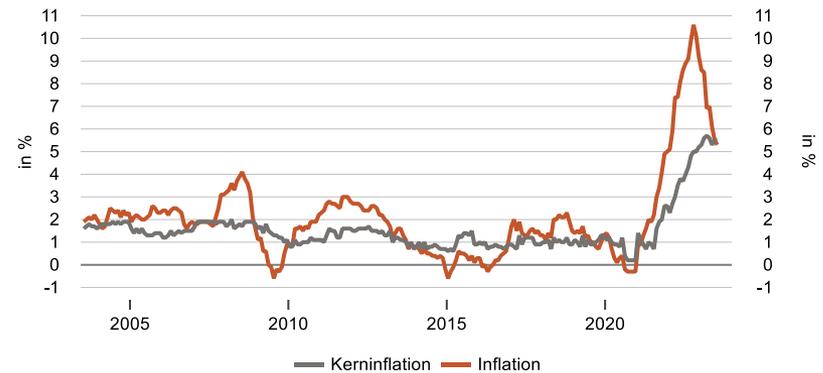
Eurozone BIP-Wachstum und Industrievertrauen



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 08/2003 – 08/2023

Eurozone Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 07/2003 – 07/2023

Deutschland

Konjunktur- und Preisentwicklung

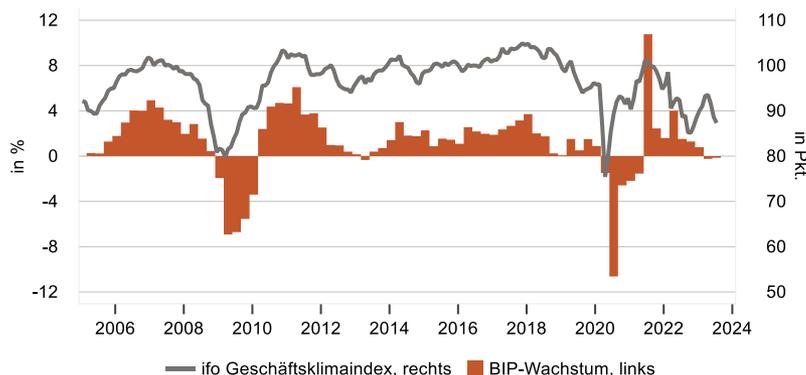
Rückgang der Industrieproduktion

- Die Industrieproduktion ist im Juni um 1,5 % gegenüber dem Vormonat gesunken, wobei dieser Rückgang deutlich stärker ausfiel als erwartet (-0,5 %). Im Vorjahresvergleich liegt das Minus bei 1,7 %.
- Maßgeblich dazu beigetragen haben die Automobilindustrie und das Baugewerbe. Die Produktion in der Automobilindustrie sank im Juni um 3,5 % im Vergleich zum Vormonat und im Baugewerbe um 2,8 %. Positiven Einfluss im Juni hatte die pharmazeutische Industrie mit einem Wachstum von 7,9 %, nachdem die Produktion im Mai um 13,3 % gefallen war.

Schwache Konjunktur, aber noch kein längeres Drama

- Konjunkturell macht Deutschland gerade keine positiven Schlagzeilen. Der leichten Winter-Rezession folgt eine Frühjahrs-Stagnation. Und es wird wohl noch bis zum nächsten Jahr dauern, bis Deutschland einen Wiederaufschwung erleben wird.
- Die aus der aktuellen Schwäche abgeleitete Sorge, Deutschland sei wieder der „kranke Mann Europas“, kommt aber noch zu früh. Deutschland hat noch zu große strukturelle Vorteile, um direkt nach unten durchgereicht zu werden. Insbesondere ist hier die anhaltend starke Arbeitsmarktverfassung zu nennen.

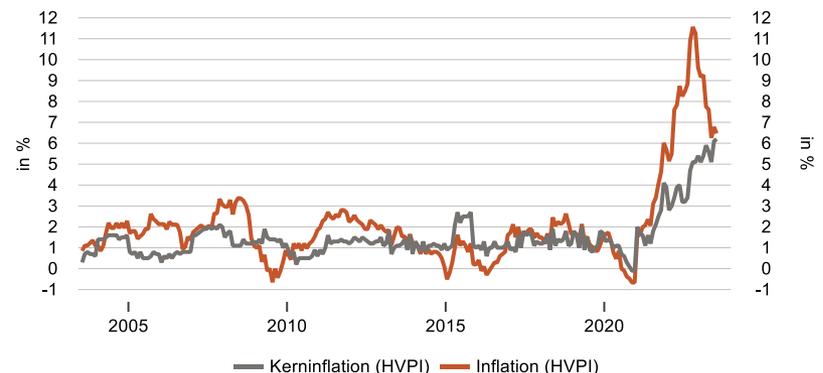
Deutsches BIP und ifo Geschäftsklima



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 07/2006 – 07/2023

Deutschland Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 07/2002 – 07/2023

Großbritannien

Konjunktur- und Preisentwicklung

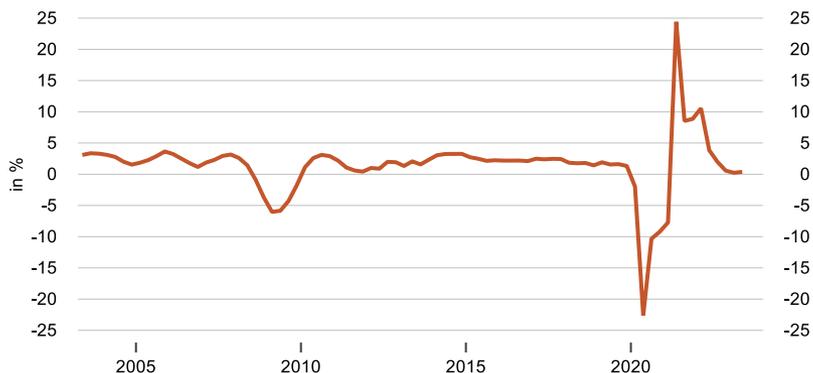


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Bank of England in herausforderndem Umfeld

- Die Bank of England (BoE) hat in ihrer letzten Sitzung wie erwartet den Leitzins um 25 Basispunkte auf 5,25 % angehoben.
- Dank stark gesunkener Energiekosten ging die Inflation im Juli weiter auf 6,8 % zurück (7,9 % im Vormonat Juni). Die Inflationsdaten und die neuen Arbeitsmarktdaten (s. Text auf der rechten Seite) nehmen einigen Druck von der Bank of England, die Zinsen weiter anzuheben als bisher allgemein erwartet wird. Wir rechnen im September mit einer weiteren Zinserhöhung von 25 Basispunkten auf einen Höchststand von 5,5 %, mit dem Risiko einer letzten Anhebung um 25 Basispunkte im November.

Großbritannien BIP-Wachstum (ggü. Vorjahr)



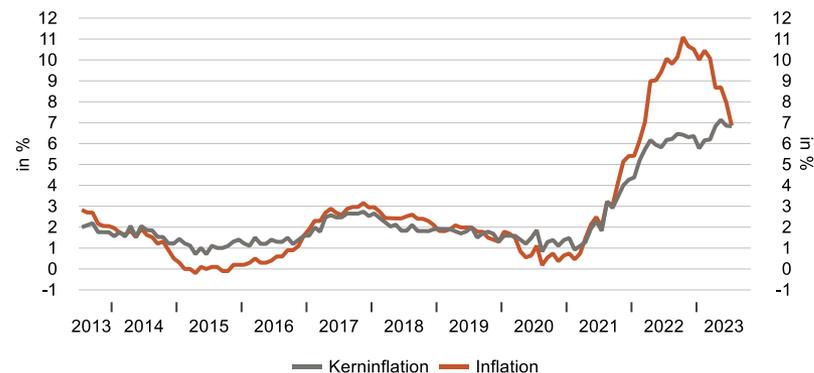
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 06/2003 – 06/2023

Uneinheitliche Arbeitsmarktdaten

- Die etwas widersprüchlichen Arbeitsmarktdaten für Juni könnten die Bank of England (BoE) vor ein Rätsel stellen. Einerseits spricht die positive Überraschung beim Lohnwachstum für das Risiko, dass der kurzfristige Inflationsdruck hoch bleibt. Andererseits schwächen sich die Daten zur Arbeitslosigkeit und Beschäftigung schneller ab als erwartet.
- Sollte sich der negative Trend bei der Beschäftigung fortsetzen, könnten die Aussichten für die Löhne und damit die Inflation schwächer ausfallen als bisher angenommen. Die Wette der Geldmärkte auf einen weitergehenden Zinsanstieg (wegen der positiven Lohnüberraschung) ist deshalb gewagt.

Großbritannien Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 07/2013 – 07/2023

USA

Konjunktur- und Preisentwicklung

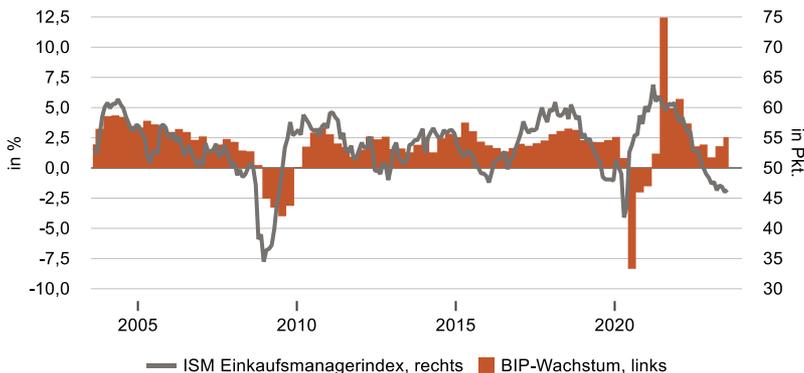


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Fed-Protokoll deutet auf Zinspause im September

- Das Sitzungsprotokoll des Offenmarktausschusses (FOMC) vom 25. und 26. Juli zeigt, dass die Währungshüter zwar nach wie vor über die Aufwärtsrisiken für die Inflation besorgt sind, dass aber die Anzeichen für einen nachlassenden Inflationsdruck und die leichte Abkühlung auf den Arbeitsmärkten den Handlungsdruck gedämpft haben.
- Die in den Wochen nach der Juli-Sitzung veröffentlichten Daten werden die Fed, die ihr weiteres Vorgehen selbst als "datenabhängig" bezeichnete, wahrscheinlich zu einer weiteren Pause auf ihrer Sitzung am 19. und 20. September bewegen.

USA BIP-Wachstum und Einkaufsmanagerindex



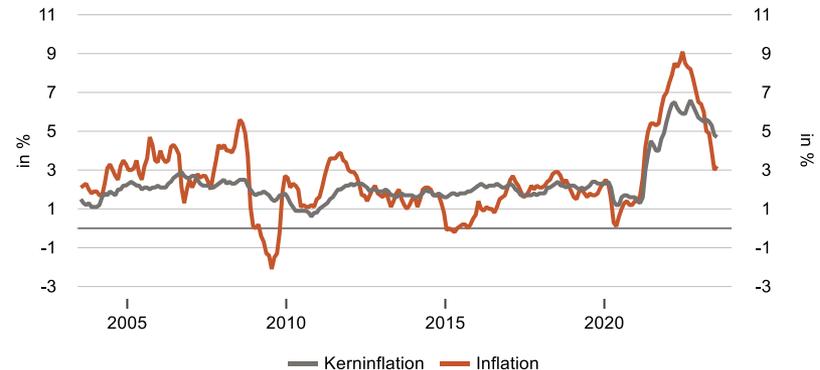
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 07/2002 – 07/2023

Nachlassender Preisdruck

- Die neuen Inflationsdaten deuten darauf hin, dass der Preisauftrieb verglichen mit der Hochphase der Inflation ab Mitte 2021 weiter nachlässt. Der Verbraucherpreisindex ist im Juli nur um 0,2 % gestiegen. Auch die Kernrate der Inflation stieg gegenüber dem Vormonat um 0,2 %. Insgesamt erhöhte sich der Verbraucherpreisindex im Jahresvergleich um 3,2 % (nach 3 % im Juni).
- Auch die Produzentenpreise deuten auf mittelfristig nachlassende Aufwärtsdynamik bei der Inflation. Aufgrund der Basiseffekte ist bis zum Jahresende allerdings mit einiger Volatilität bei der Inflationsrate zu rechnen.

USA Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 07/2003 – 07/2023

EUR/USD: Wieder leichte Vorteile für den Dollar

- Der Wechselkurs EUR/USD ist wieder unter die Marke von 1,09 gesunken. Bei der US-Konjunktur sieht es inzwischen nach einer weichen Landung aus. Dadurch sinkt für die US-Notenbank Fed die Notwendigkeit, die Konjunktur im kommenden Jahr durch deutliche Zinssenkungen zu beleben. Damit wird es für die Eurozone schwerer, den Zinsruckstand aufzuholen.
- Es bleibt aber dabei, dass sowohl die Fed als auch die EZB ihre weitere Politik datenabhängig gestalten wollen und neuen Konjunkturdaten größere Bedeutung zukommt. Die Kurse können kurzfristig also immer wieder schwanken.

Wechselkurs EUR/USD



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 08/2018 – 08/2023

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 etwas höher als aktuell. Die schwachen Konjunkturdaten reduzieren die Wahrscheinlichkeit für einen Zinsschritt der EZB im September.
- Erst im kommenden Jahr, wenn die Eurozone konjunkturell wieder aufholt, dürfte der Euro wieder spürbar zulegen. Wir sehen die Möglichkeit, dass der Wechselkurs bis Ende 2024 auf 1,18 steigt.

Rendite 10-jähriger Staatsanleihen



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 08/2003 – 08/2023

Kapitalmarktprognosen



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

			Aktuell	Prognose	
			18.08.2023	31.12.2023	30.06.2024
Aktienmärkte	USA	S&P 500	4.369	4.300	4.600
		DAX	15.574	16.200	17.300
	Europa	EURO STOXX 50	4.212	4.350	4.700
		MSCI Großbritannien	2.074	2.200	2.350
Rentenmärkte	USA	Fed Funds	5,25-5,50	5,25-5,50	5,00-5,25
		10 Jahre	4,26	4,25	4,25
	Euroland	Hauptrefinanzierungssatz	4,25	4,50	4,50
		10 Jahre*	2,61	2,70	2,80
	Großbritannien	Bank Rate	5,25	5,50	5,00
		10 Jahre	4,67	4,50	4,30
Währungen	USA	EUR/USD	1,08	1,12	1,15
	Schweiz	EUR/CHF	0,96	1,00	1,00
	Großbritannien	EUR/GBP	0,85	0,85	0,85
	Japan	EUR/JPY	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
Welt*	100,0	3,1	2,3	2,2	2,4												
USA	24,2	2,1	2,1	1,2	1,7	8,0	4,0	2,6	2,3	3,6	3,6	4,4	4,2	-10,0	-6,8	-6,0	-5,7
China	18,4	3,0	4,6	3,8	3,6	2,0	0,5	2,0	2,2	5,6	5,3	5,0	4,8	-4,2	-4,0	-3,5	-2,5
Japan	5,2	1,0	1,9	0,8	1,1	2,5	3,1	2,0	1,5	2,6	2,5	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	26,4	3,0	0,6	1,1	1,7												
Eurozone	15,2	3,4	0,6	1,0	1,8	8,4	5,4	2,6	2,5	6,7	6,5	6,4	5,6	-3,6	-2,9	-2,1	-1,9
Deutschland	4,4	1,9	-0,3	0,8	1,7	8,7	6,0	2,5	2,5	3,1	3,1	3,2	2,8	-2,6	-2,0	-1,0	-1,1
Frankreich	3,1	2,5	0,7	1,3	1,7	5,9	5,6	2,7	2,5	7,3	7,2	6,9	6,1	-4,7	-4,7	-4,3	-2,9
Italien	2,2	3,8	0,8	0,8	1,2	8,7	5,9	2,0	2,4	8,1	7,6	7,3	6,6	-8,0	-4,0	-3,2	-2,5
Spanien	1,5	5,5	2,2	1,6	2,1	8,3	3,4	2,9	2,7	12,9	12,0	11,2	10,0	-4,8	-4,0	-3,0	-2,2
Portugal	0,3	6,7	2,4	1,8	2,3	8,1	5,2	2,5	2,6	6,0	6,5	5,9	5,3	-0,4	-0,1	-0,1	-0,1
Anderes Westeuropa																	
Großbritannien	3,2	4,1	0,4	1,0	1,7	9,1	7,4	2,7	2,0	3,7	4,3	4,5	4,1	-7,7	-4,2	-3,5	-2,8
Schweiz	0,8	2,1	0,7	1,2	1,4	2,8	2,4	1,5	1,3	2,2	2,3	2,2	1,8	0,2	0,1	0,5	0,5
Schweden	0,7	2,6	-0,5	1,2	2,0	8,1	6,7	2,3	2,3	7,5	7,9	7,5	6,8	0,7	-0,5	-0,5	0,0
Osteuropa																	
Russland	1,9	-2,1	0,5	0,0	-0,5	13,8	8,0	7,0	6,0	3,9	3,6	4,0	4,5	-2,2	-4,0	-4,0	-4,0
Türkei	0,8	5,6	2,5	2,5	2,5	72,3	46,0	38,0	30,0	10,5	10,7	11,0	10,5	-1,6	-6,5	-5,0	-4,5

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.