



BERENBERG

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Volkswirtschaft, 18.09.2023

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: 18.09.2023

- **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. Die Energieversorgung dürfte auch im kommenden Winter gewährleistet sein. Die Lieferkettenstörungen sind inzwischen beseitigt, auch dank der Wiederöffnung Chinas nach der Pandemie. Allerdings bleibt der erhoffte Aufschwung in China aus, sodass die Weltwirtschaft keine zusätzlichen Konjunkturimpulse erhält. In dieser Gemengelage ist Deutschland zwar ein wirtschaftlicher Einbruch erspart geblieben, aber bei noch immer zu hoher Inflation stagniert die Wirtschaft.
- **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 wohl 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 Inflationsrate in der Eurozone ist entgegen den Erwartungen nicht weiter gesunken. Stattdessen verharrt sie auf dem Vormonatsniveau bei 5,3 %. Die Kerninflation (ohne Lebensmittel und Energie) ist hingegen von 5,5 % auf 5,3 % gefallen.

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 mehrfach betont, ihre künftige Geldpolitik datenabhängig zu gestalten. Insgesamt spricht viel für eine weiche Landung der US-Wirtschaft.

Die Notenbank dürfte den Leitzins auf ihrer Sitzung diese Woche (19./20. September) nicht weiter anheben. Damit dürfte in den USA das Ende des Zinserhöhungszyklus erreicht sein. Gänzlich ausgeschlossen ist es aber nicht, dass die Fed auf einer der letzten Sitzungen in diesem Jahr doch noch ein letztes Mal die Zinsen erhöht.

Deutschland

Der ifo Geschäftsklimaindex ist zum vierten Mal in Folge gefallen. Im August sank der Index auf 85,7 Punkte (nach 87,4 Punkten im Juli). Sowohl bei der Lagebeurteilung als auch bei der Erwartungskomponente ging es bergab. Die aktuelle Geschäftslage ist sogar auf den niedrigsten Wert seit August 2020 gefallen.

Die Inflationsrate ist im August zwar leicht gesunken, sie hält sich aber noch immer auf deutlich zu hohem Niveau. Der Verbraucherpreisindex (VPI) ist im August von 6,2 % auf 6,1 % gesunken (ggü. Vorjahr).

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 mit Zinssenkungen, um die schwächelnde Konjunktur zu beleben.

Weder die kurzfristige, noch die langfristige Perspektive ist rosig. Wir haben unsere Wachstumsprognose für 2023 von 4,9 % auf 4,6 % gesenkt. 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



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

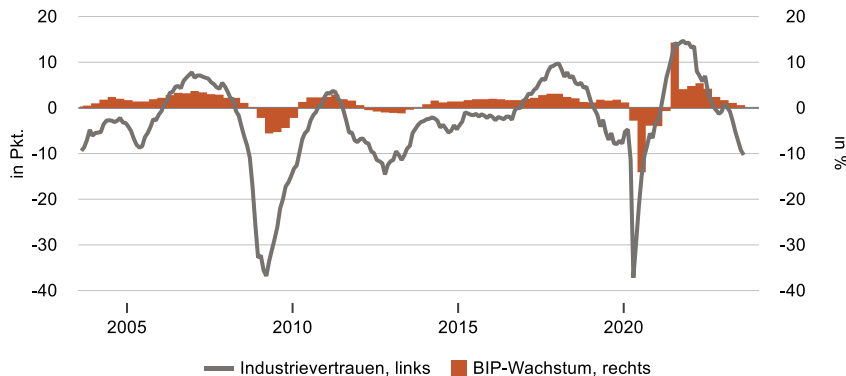
EZB hebt Zinsen trotz schwacher Konjunktur an

- Insgesamt haben sich die Aussichten eingetrübt. Für den Rest des Jahres 2023 erwarten wir in der Eurozone Stagnation. Im Gesamtjahr 2023 dürfte das Wachstum bei 0,4 % liegen. Im kommenden Jahr könnte das Wachstum zumindest auf 0,8 % steigen.
- Trotz des schwierigen konjunkturellen Umfelds hat die Europäische Zentralbank die Leitzinsen letzte Woche um 25 Basispunkte erhöht. Der Einlagezins liegt nun bei 4,0 %. Es war die zehnte Zinserhöhung in Folge. Die Entscheidung fiel nicht einstimmig. Die EZB signalisierte, sie gehe davon aus, dass sie die Zinsen von nun an für einen längeren Zeitraum konstant halten wird.

EZB im Blickpunkt

- Für die Wirtschaft bedeutet die zusätzliche Zinserhöhung ein gewisses Abwärtsrisiko. Ebenso ist es ein Risiko für unsere Einschätzung, dass die wirtschaftliche Erholung Anfang nächsten Jahres einsetzen und sich im nächsten Frühjahr beschleunigen wird.
- Während die EZB ihre Inflationsprognose für 2023 und 2024 vor allem wegen des jüngsten Ölpreisanstiegs um 0,2 Prozentpunkte an hob, senkte sie ihre Prognosen für 2025, d. h. für den geldpolitisch relevanten mittelfristigen Zeitraum, von 2,2 % auf 2,1 %. Damit liegt die Prognose nur noch minimal über dem 2 %-Ziel.

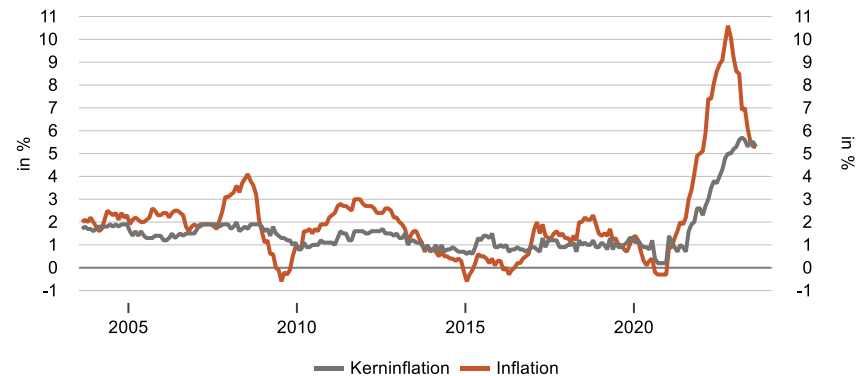
Eurozone BIP-Wachstum und Industrievertrauen



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 08/2003 – 08/2023

Eurozone Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 08/2003 – 08/2023

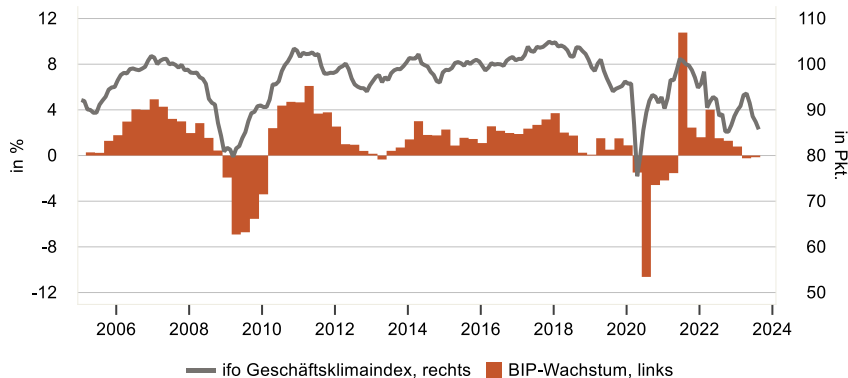
Deutschland

Konjunktur- und Preisentwicklung

Schwache Industrieproduktion

- Das Verarbeitende Gewerbe ist in einen erheblichen Abschwung geraten, der die gesamte Wirtschaft im zweiten Halbjahr 2023 wahrscheinlich in eine zumindest leichte Rezession zurückwerfen wird. Es besteht ein erhöhtes Abwärtsrisiko für unsere Prognose, dass das deutsche BIP im dritten Quartal um 0,1 % und im vierten Quartal um 0,3 % (jeweils ggü. Vorquartal) schrumpfen wird. Für das Gesamtjahr 2023 erwarten wir inzwischen ein Minuswachstum von 0,5 %.
- Die Zahl der Baugenehmigungen liegt im Juli 2023 um 31,5 % unter dem Vorjahresmonat. Hauptgründe dürften die gestiegenen Baukosten und Zinsen sein.

Deutsches BIP und ifo Geschäftsklima



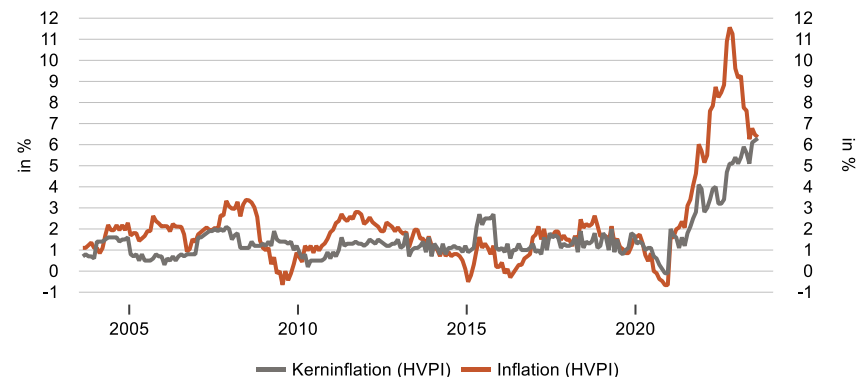
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 08/2006 – 08/2023

Inflation sinkt nur leicht

- Die Inflationsrate ist im August zwar leicht gesunken, sie hält sich aber noch immer auf deutlich zu hohem Niveau. Der Verbraucherpreisindex (VPI) ist im August von 6,2 % auf 6,1 % gesunken (ggü. Vorjahr). Gemessen am europäisch harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) ging es von 6,5 % auf 6,4 % zurück.
- Während die Dienstleistungspreise im Vergleich zum Vorjahr um 5,1 % gestiegen sind, verteuerten sich die Waren um 7,1 %. Besonders hoch fällt der Preisanstieg bei Nahrungsmitteln (+9 %) und Energie (+8,3 %) aus. Entlastung gibt es immerhin bei den Importpreisen. Sie lagen im August um 13,2 % niedriger als im August 2022.

Deutschland Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 08/2002 – 08/2023

Großbritannien

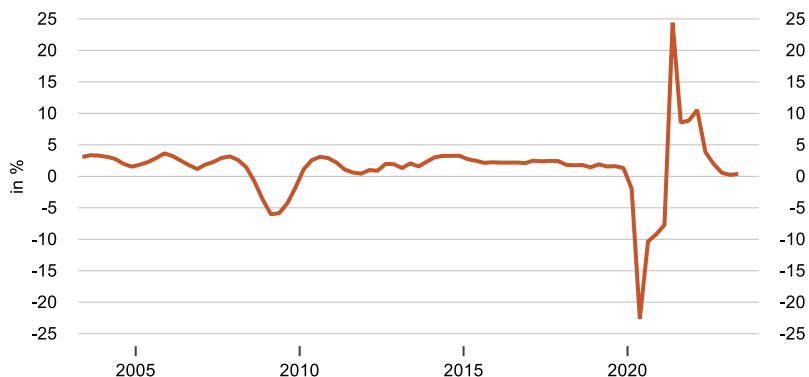
Konjunktur- und Preisentwicklung



Immobilienmarkt schwächelt

- Der vielbeachtete RICS-Hauspreisindex ist im August auf den niedrigsten Stand seit April 2008 gesunken. Der Gesamtindex, der anzeigt, wie viele der Befragten in den letzten drei Monaten steigende oder fallende Preise meldeten, sank im August von -55 auf -68 (der bisherige Tiefststand war -92 im April 2008). Das ist die Folge der gestiegenen Hypothekenzinsen.
- Obwohl der starke Rückgang des RICS-Index auf einen sich beschleunigenden Rückgang der Hauspreise im Spätsommer hindeutet, sehen die nach vorne gerichteten Daten besser aus. So stiegen die Verkaufserwartungen im August wieder an. Die Preiserwartungen für die nächsten 12 Monate blieben mit -49 weitgehend unverändert,

Großbritannien BIP-Wachstum (ggü. Vorjahr)



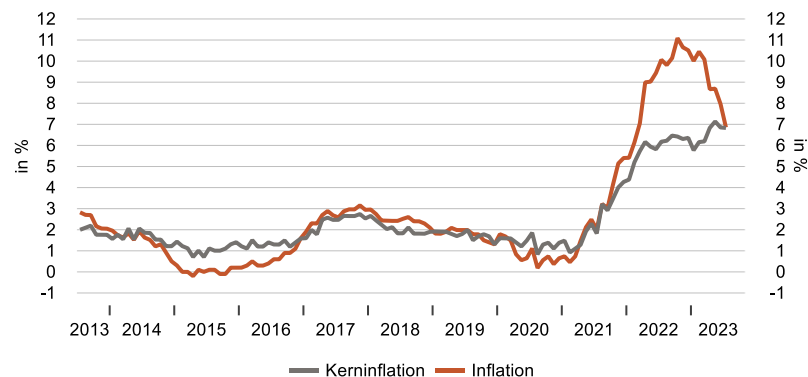
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 06/2003 – 06/2023

Bank of England mit letzter Zinserhöhung?

- Dank stark gesunkener Energiekosten ging die Inflation im Juli weiter auf 6,8 % zurück (7,9 % im Vormonat Juni). Diese Woche (Mittwoch) werden zunächst die Inflationsdaten für den August veröffentlicht. Wegen der höheren Energiepreise dürfte die Inflation wieder leicht steigen, auf voraussichtlich 7,0 %.
- Am Donnerstag wird die Bank of England (BoE) ihre Zinsentscheidung bekanntgeben. Wir gehen davon aus, dass die BoE den Leitzins um 25 Basispunkte auf dann 5,50 % anhebt. Damit dürfte dann auch im Vereinigten Königreich der Zinsgipfel erreicht sein.

Großbritannien Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 07/2013 – 07/2023

USA

Konjunktur- und Preisentwicklung

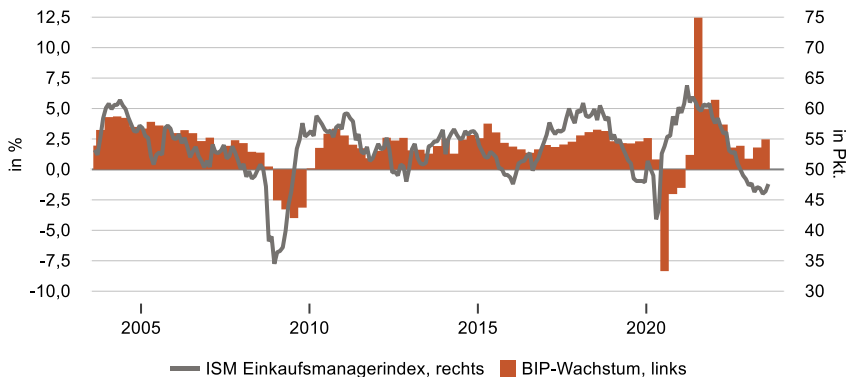


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Fed-Entscheidung: Zinsgipfel erreicht?

- Die zuletzt veröffentlichten Daten deuten weiter auf eine weiche Konjunkturlandung hin: Die Einzelhandelsumsätze sind weiter gestiegen, die Erstanträge auf Arbeitslosenhilfe waren letzte Woche recht niedrig und die Inflation hat wieder zugelegt.
- Die Notenbank dürfte den Leitzins auf ihrer Sitzung diese Woche (19./20. September) nicht weiter anheben. Damit dürfte in den USA das Ende des Zinserhöhungszyklus erreicht sein. Gänzlich ausgeschlossen ist es angesichts der immer noch recht ordentlichen Konjunkturdaten aber nicht, dass die Fed auf einer der letzten Sitzungen in diesem Jahr doch noch ein letztes Mal die Zinsen erhöht.

USA BIP-Wachstum und Einkaufsmanagerindex



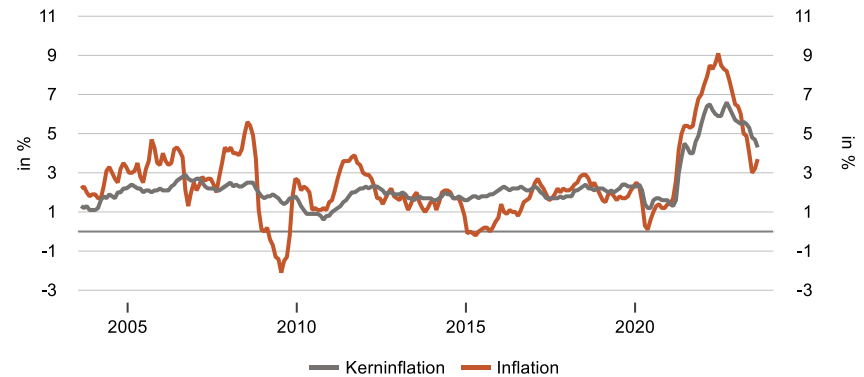
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 08/2002 – 08/2023

Inflation: Gemischtes Bild

- Die August-Inflationsdaten liefern ein gemischtes Bild. Die Inflationsrate („headline inflation“) stieg um 0,6 % ggü. dem Vormonat und um 3,7 % im Vorjahresvergleich. Damit beschleunigte sich der Preisauftrieb wieder. Im Juli lagen die Preise nur um 3,2 % über dem Vorjahresniveau. Die beschleunigte Inflation ist hauptsächlich auf höhere Energiepreise zurückzuführen. Die Kernrate der Inflation ist von 4,7 % auf 4,3 % ggü. Vorjahr gesunken.
- Die Produzentenpreise sind um 0,7 % ggü. Vormonat gestiegen, was in erster Linie auf den monatlichen Anstieg der Energiekosten um 10,5 % zurückzuführen ist.

USA Inflation (ggü. Vorjahr)



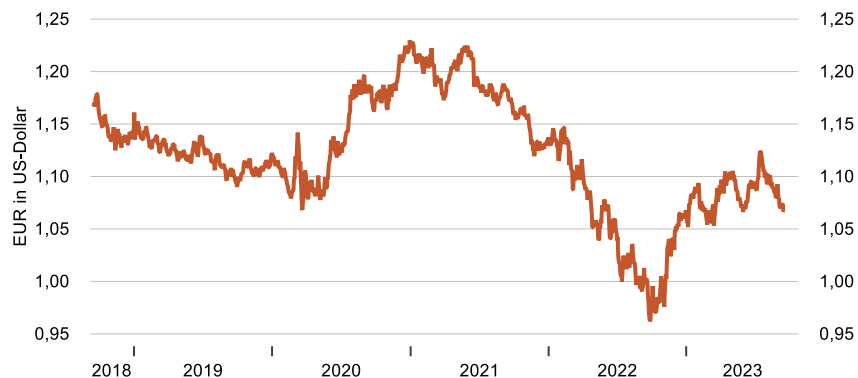
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 08/2003 – 08/2023

EUR/USD: Euro gibt trotz Zinserhöhung nach

- Es war ein Kampf mit sehr offenem Ausgang zwischen den „Tauben“ und den „Falken“ im EZB-Rat. Letztlich haben sich die Falken durchgesetzt und die EZB hat die Leitzinsen um 25 Basispunkte angehoben. Der Euro konnte von dieser letztlich doch leicht erraschenden Entscheidung aber nicht profitieren. Im Gegenteil: Der Wechselkurs sackte nach der Zinsentscheidung weit unter die Marke von 1,07 US-Dollar je Euro.
- Zu der Euro-Schwäche trugen auch einige eher positive US-Konjunkturdaten bei (Einzelhandelsdaten, Erstanträge auf Arbeitslosenhilfe). Auch die wieder höhere US-Inflation weckt erneut etwas Zinsphantasie.

Wechselkurs EUR/USD



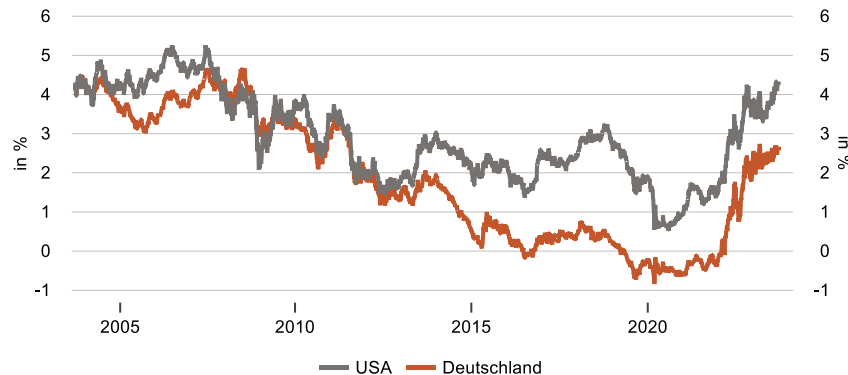
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 09/2018 – 09/2023

Aufwärtspotenzial des Euro begrenzt

- So, wie sich der Konjunkturausblick für die Eurozone und für die USA darstellt, wird es der Eurozone schwerer fallen, den Zinsvorsprung der USA abzubauen. Wir sehen das Aufwärtspotenzial des Euro deshalb mindestens für dieses Jahr als begrenzt an. Für das Jahresende 2023 senken wir unsere EUR/USD-Prognose von 1,12 auf 1,10.
- Auch gegenüber dem Franken dürfte sich der Euro bis Jahresende schwer tun. Inzwischen hat sich der Wechselkurs deutlich unter der Parität eingerichtet – zwischen 0,95 und 0,96 Franken je Euro. Wir senken unsere EUR/CHF-Prognose von 1,00 auf 0,97.

Rendite 10-jähriger Staatsanleihen



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 09/2003 – 09/2023



			Aktuell	Prognose	
			15.09.2023	31.12.2023	30.06.2024
Aktienmärkte	USA	S&P 500	4.450	4.300	4.600
		DAX	15.893	16.200	17.300
	Europa	EURO STOXX 50	4.295	4.350	4.700
		MSCI Großbritannien	2.203	2.200	2.350
Rentenmärkte	USA	Fed Funds	5,25-5,50	5,25-5,50	5,00-5,25
		10 Jahre	4,33	4,25	4,25
	Euroland	Hauptrefinanzierungssatz	4,50	4,50	4,25
		10 Jahre*	2,67	2,60	2,80
	Großbritannien	Bank Rate	5,25	5,50	5,00
		10 Jahre	4,35	4,50	4,30
Währungen	USA	EUR/USD	1,06	1,10	1,13
	Schweiz	EUR/CHF	0,95	0,97	0,98
	Großbritannien	EUR/GBP	0,86	0,85	0,85
	Japan	EUR/JPY	157	160	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	2,1	2,4												
USA	24,2	2,1	2,1	1,2	1,7	8,0	4,1	2,7	2,3	3,6	3,7	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	1,6	0,7	1,1	2,5	3,1	2,0	1,5	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	26,4	3,0	0,5	1,0	1,6												
Eurozone	15,2	3,4	0,4	0,8	1,7	8,4	5,6	3,0	2,3	6,7	6,5	6,4	5,7	-3,6	-2,9	-2,1	-1,9
Deutschland	4,4	1,9	-0,5	0,6	1,6	8,7	6,2	2,8	2,2	3,1	3,0	3,0	2,6	-2,6	-2,0	-1,0	-1,1
Frankreich	3,1	2,5	0,7	1,1	1,7	5,9	6,0	3,7	2,5	7,3	7,4	7,2	6,4	-4,7	-4,7	-4,3	-2,9
Italien	2,2	3,8	0,7	0,5	1,2	8,7	6,4	2,5	2,4	8,1	7,8	7,5	6,8	-8,0	-4,0	-3,2	-2,5
Spanien	1,5	5,5	2,2	1,4	2,1	8,3	3,6	3,1	2,7	12,9	12,0	11,1	9,9	-4,8	-4,0	-3,0	-2,2
Portugal	0,3	6,7	2,3	1,6	2,3	8,1	5,5	2,7	2,5	6,1	6,4	5,8	5,2	-0,4	-0,1	-0,1	-0,1
Anderes Westeuropa																	
Großbritannien	3,2	4,1	0,3	0,8	1,7	9,1	7,5	2,8	2,0	3,7	4,3	4,4	4,0	-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.