



**BERENBERG**

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Volkswirtschaft, 25.09.2023

## 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](http://www.berenberg.de/glossar) ein Online-Glossar zur Verfügung.

Datum: 25.09.2023

- **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 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 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 den Rest des Jahres haben sich eingetrübt. Für das vierte Quartal 2023 erwarten wir eine stagnierende Wirtschaft. Das Gesamtjahr 2023 dürfte mit einem Wachstum von 0,4 % enden. Für 2024 sind die Perspektiven etwas besser. Mit voraussichtlich 0,8 % BIP-Wachstum wird der Aufschwung aber nur moderat ausfallen.

## USA

Die Mitglieder des Offenmarktausschusses (FOMC) stimmten einstimmig dafür, die Zinssätze bei 5,25 bis 5,50 % zu belassen. Die eigentliche Bedeutung lag aber bei den aktualisierten Projektionen der Fed: Das BIP-Wachstum wird deutlich stärker erwartet, die Arbeitslosenquote deutlich niedriger und der Leitzins zum Jahresende 2024 und 2025 deutlich höher.

Mit den neuen Fed-Projektionen ist die Wahrscheinlichkeit für eine weitere Zinserhöhung gestiegen. Dennoch denken wir weiterhin, dass die Fed bereits am Zinsspitzen angekommen ist.

## Deutschland

Das Verarbeitende Gewerbe ist in einen Abschwung geraten, der die gesamte Wirtschaft im zweiten Halbjahr 2023 wahrscheinlich in eine zumindest leichte Rezession zurückwerfen 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. Die Schwäche des Immobilienmarktes zeigt sich auch bei den Preisen. Wohnimmobilien sind im 2. Quartal 2023 um durchschnittlich 9,9 % billiger als im 2. Quartal 2022.

## China

Im Gegensatz zu den westlichen Volkswirtschaften hat China kein Problem mit der Inflation. Im Juli sank die Inflationsrate unter die Null-Linie auf  $-0,2$  %. Die Zentralbank reagierte mit Zinssenkungen, um die schwächelnde Konjunktur zu beleben. Im August stieg die Inflationsrate auf  $0,2$  %.

Weder die kurzfristige, noch die langfristige Perspektive ist rosig. Wir haben unsere Wachstumsprognose für 2023 von  $4,9$  % auf  $4,7$  % 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

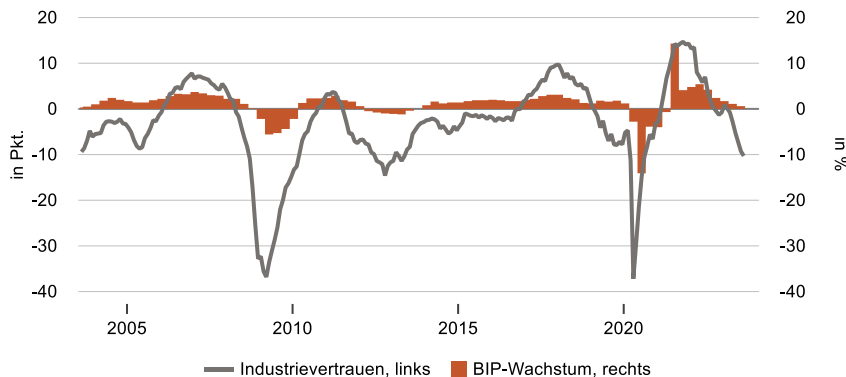
### EZB hebt Zinsen trotz schwacher Konjunktur an

- 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 vorletzte 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.

### Schwache Konjunkturaussichten

- 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.

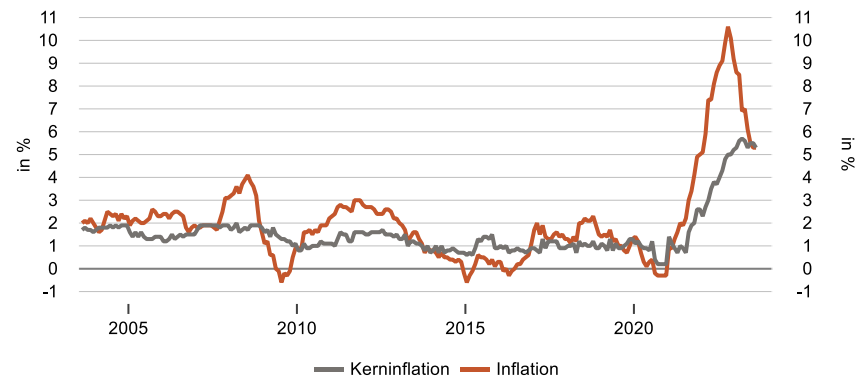
### Eurozone BIP-Wachstum und Industrievertrauen



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 08/2003 – 08/2023

### Eurozone Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 08/2003 – 08/2023

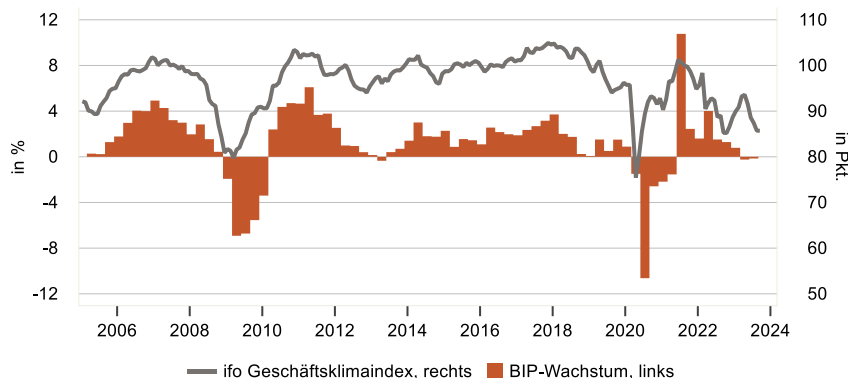
# Deutschland

## Konjunktur- und Preisentwicklung

### Immobilienmarkt im Abschwung

- Das Verarbeitende Gewerbe ist in einen Abschwung geraten, der die gesamte Wirtschaft im zweiten Halbjahr 2023 wahrscheinlich in eine zumindest leichte Rezession zurückwerfen 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. Die Schwäche des Immobilienmarktes zeigt sich auch bei den Preisen. Die Preise für Wohnimmobilien sind im 2. Quartal 2023 um durchschnittlich 9,9 % gegenüber dem 2. Quartal 2022 gesunken.

### Deutsches BIP und ifo Geschäftsklima



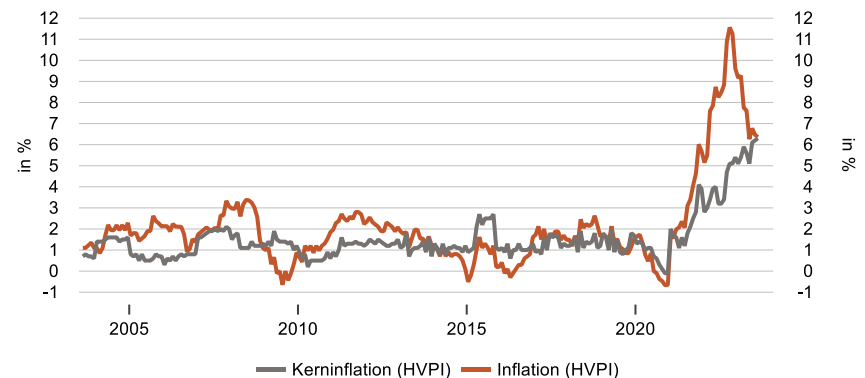
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 09/2006 – 09/2023

### 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



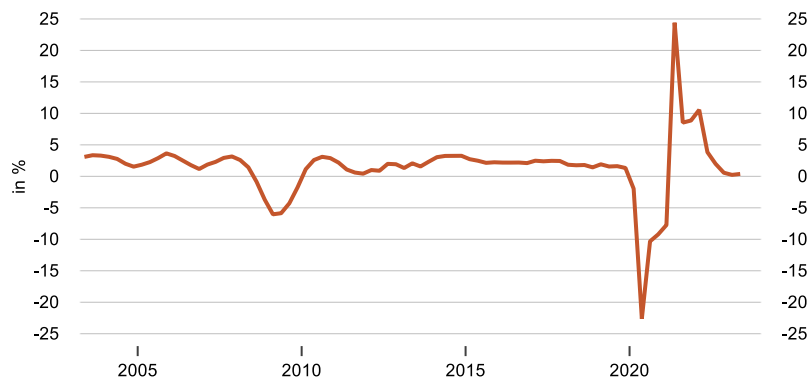
### Überraschender Rückgang der Inflation

- Kleine Überraschung: Statt auf 7,0 % ggü. Vorjahr zu steigen (wie wir und der Konsens vorausgesagt hatten) verlangsamte sich der Preisauftrieb im August und ging auf 6,7 % zurück (von 6,8 % im Juli).
- Die Kerninflation, die die schwankungsanfälligen Energie- und Lebensmittelpreise ausschließt und somit den inländischen Inflationsdruck besser erfasst, überraschte sogar noch stärker als die Gesamtinflation. Die Kerninflation sank im August auf 6,2 % gegenüber 6,9 % im Juli und gegenüber den vom Konsens erwarteten 6,8 %. Die Inflationsdaten waren eine Steilvorlage für die Bank of England, den Leitzins nicht zu erhöhen.

### Bank of England lässt Leitzins unverändert

- In einer sehr engen Entscheidung stimmte der neunköpfige geldpolitische Ausschuss der Bank of England (BoE) auf seiner September-Sitzung mit 5:4 Stimmen dafür, den Leitzins bei 5,25 % zu belassen.
- Obwohl wir mit einer letzten Anhebung durch die BoE gerechnet hatten, verringert das Innehalten jetzt das Risiko, dass die Währungshüter den Zinssatz zu stark anheben und das Vereinigte Königreich über den Winter in eine vermeidbare Rezession stürzt. Unserer Meinung nach war dies die richtige Entscheidung der Bank of England.

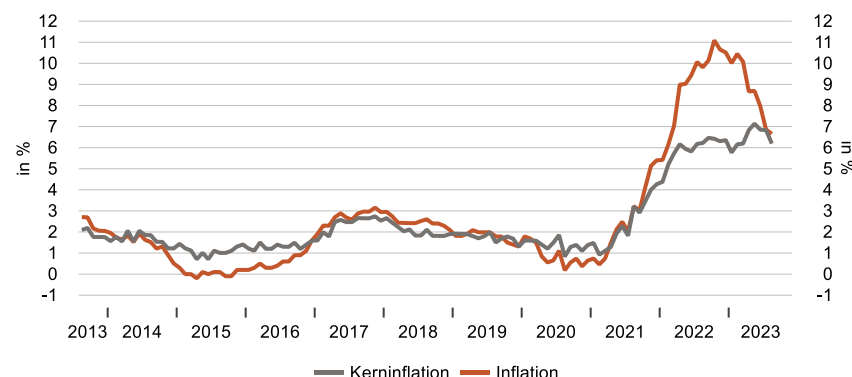
### Großbritannien BIP-Wachstum (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 06/2003 – 06/2023

### Großbritannien Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 08/2013 – 08/2023

# USA

## Konjunktur- und Preisentwicklung

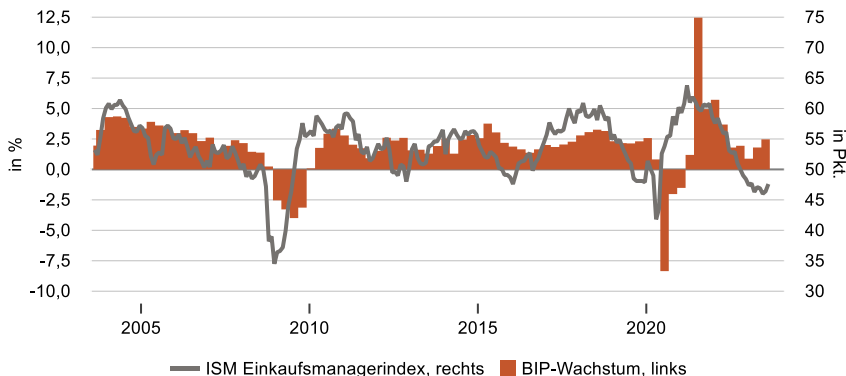


**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

### Die Fed hält die Zinsen konstant

- Die Mitglieder des Offenmarktausschusses (FOMC) stimmten einstimmig dafür, die Zinssätze bei 5,25 bis 5,50 % zu belassen. Die eigentliche Bedeutung lag aber bei den aktualisierten Projektionen der Fed: Das BIP-Wachstum wird deutlich stärker erwartet, die Arbeitslosenquote deutlich niedriger und der Leitzins zum Jahresende 2024 und 2025 deutlich höher.
- Die Änderungen sind eine erhebliche Abweichung von den Projektionen der Fed vom Juni. Und obwohl Fed-Chef Powell dies in seiner Pressekonferenz bestritt, deuten die neuen Projektionen darauf hin, dass die meisten Fed-Mitglieder nun eine "weiche" oder "keine" Konjunkturlandung erwarten.

### USA BIP-Wachstum und Einkaufsmanagerindex



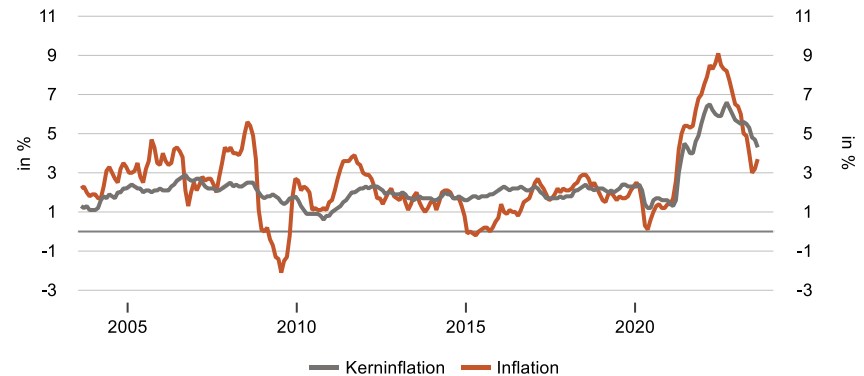
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 08/2002 – 08/2023

### Inflation: Gemischtes Bild

- Mit den neuen Fed-Projektionen ist die Wahrscheinlichkeit für eine weitere Zinserhöhung gestiegen. Dennoch denken wir weiterhin, dass die Fed mit größerer Wahrscheinlichkeit am Zinsgipfel angekommen ist.
- 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.

### USA Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond

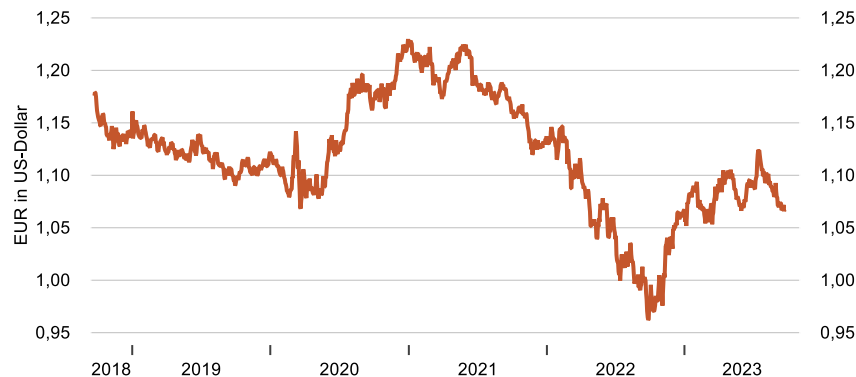
Zeitraum: 08/2003 – 08/2023



### EUR/USD: Zentralbanken stärken den US-Dollar

- Die Euro-Schwäche, die mit der EZB-Sitzung vorletzte Woche begann, hat sich in der vergangenen Woche fortgesetzt. Die Sitzung der US-Notenbank hat das Bild zugunsten des Dollars gefestigt. EUR/USD setzt sich vorerst zwischen 1,06 und 1,07 fest.
- In den letzten Wochen haben die US-Konjunkturdaten tendenziell positiv errascht, während sich die Lage in der Eurozone als schwierig darstellt. Wenn es in den USA zu einer sanften Konjunkturlandung kommt (oder mglichweise zu gar keiner Landung), dann hätte sich die Wirtschaft als sehr widerstandsfähig gegenüber der deutlich gestrafften Geldpolitik gezeigt.

### Wechselkurs EUR/USD



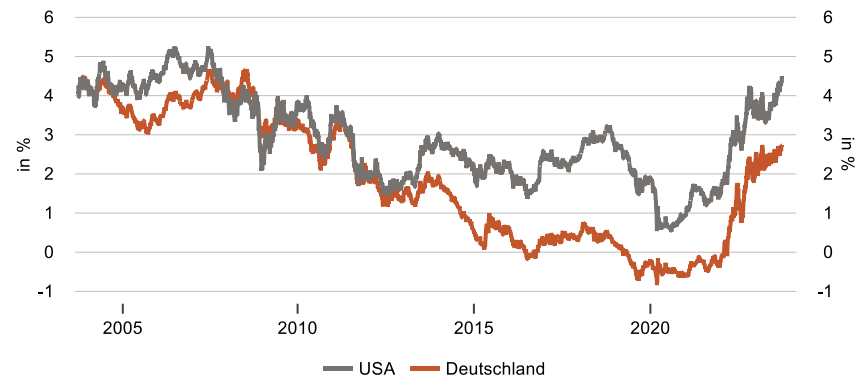
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 09/2018 – 09/2023

### Aufwärtspotenzial des Euro mittelfristig 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 bis Jahresende (und darüber hinaus) als begrenzt an. Für Ende 2023 senken wir unsere EUR/USD-Prognose auf 1,08.
- 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 haben unsere Prognose von 1,00 auf 0,97 gesenkt.

### Rendite 10-jähriger Staatsanleihen



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 09/2003 – 09/2023



			Aktuell	Prognose	
			22.09.2023	30.06.2024	31.12.2024
<b>Aktienmärkte</b>	USA	<b>S&amp;P 500</b>	4.320	4.600	4.750
		<b>DAX</b>	15.557	17.300	18.000
	Europa	<b>EURO STOXX 50</b>	4.207	4.700	4.800
		<b>MSCI Großbritannien</b>	2.199	2.350	2.400
<b>Rentenmärkte</b>	USA	<b>Fed Funds</b>	5,25-5,50	5,00-5,25	4,25-4,50
		<b>10 Jahre</b>	4,44	4,25	4,30
	Euroland	<b>Hauptrefinanzierungssatz</b>	4,50	4,25	4,00
		<b>10 Jahre*</b>	2,73	2,80	2,90
	Großbritannien	<b>Bank Rate</b>	5,25	5,00	4,00
		<b>10 Jahre</b>	4,25	4,30	4,20
<b>Währungen</b>	USA	<b>EUR/USD</b>	1,06	1,12	1,15
	Schweiz	<b>EUR/CHF</b>	0,96	0,98	0,98
	Großbritannien	<b>EUR/GBP</b>	0,87	0,86	0,85
	Japan	<b>EUR/JPY</b>	158	159	161

\*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	2,3	2,2	2,4												
<b>USA</b>	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
<b>China</b>	18,4	3,0	4,7	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
<b>Japan</b>	5,2	1,0	1,8	1,0	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
<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>	26,4	3,0	0,5	1,0	1,6												
<b>Eurozone</b>	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
<b>Deutschland</b>	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
<b>Frankreich</b>	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
<b>Italien</b>	2,2	3,8	0,7	0,5	1,2	8,7	6,2	2,5	2,2	8,1	7,8	7,5	6,8	-8,0	-4,0	-3,2	-2,5
<b>Spanien</b>	1,5	5,5	2,2	1,4	2,1	8,3	3,7	3,3	2,3	12,9	12,0	11,1	9,9	-4,8	-4,0	-3,0	-2,2
<b>Portugal</b>	0,3	6,7	2,3	1,6	2,3	8,1	5,6	2,8	2,3	6,1	6,4	5,8	5,2	-0,4	-0,1	-0,1	-0,1
<b>Anderes Westeuropa</b>																	
<b>Großbritannien</b>	3,2	4,1	0,3	0,8	1,7	9,1	7,4	2,7	2,0	3,7	4,3	4,4	4,0	-7,7	-4,2	-3,5	-2,8
<b>Schweiz</b>	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
<b>Schweden</b>	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
<b>Osteuropa</b>																	
<b>Russland</b>	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
<b>Türkei</b>	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.