



BERENBERG

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Volkswirtschaft, 09.10.2023

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: 09.10.2023

- **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/schrumpft 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 Zinsen kräftig angehoben. 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 – in die Höhe geschossen. Inzwischen sind die Zinsen so hoch wie zuletzt vor der globalen Finanzkrise.

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.

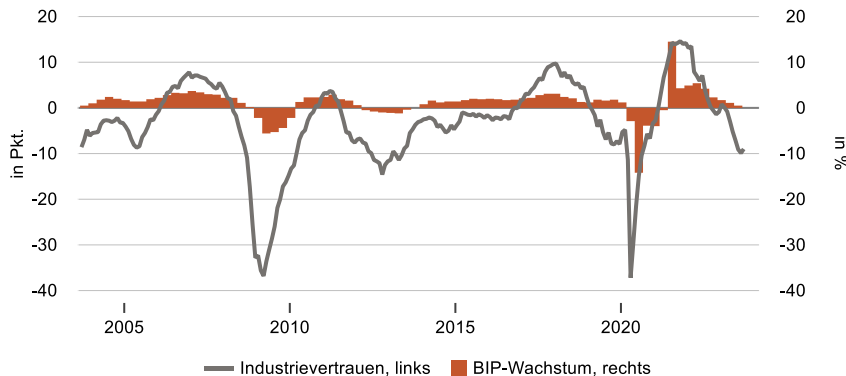
Eurozone

Konjunktur- und Preisentwicklung

Konjunkturelle Schwächephase

- Insgesamt haben sich die Aussichten eingetrübt. Für den Rest des Jahres 2023 erwarten wir in der Eurozone allenfalls 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 im September 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.

Eurozone BIP-Wachstum und Industrievertrauen



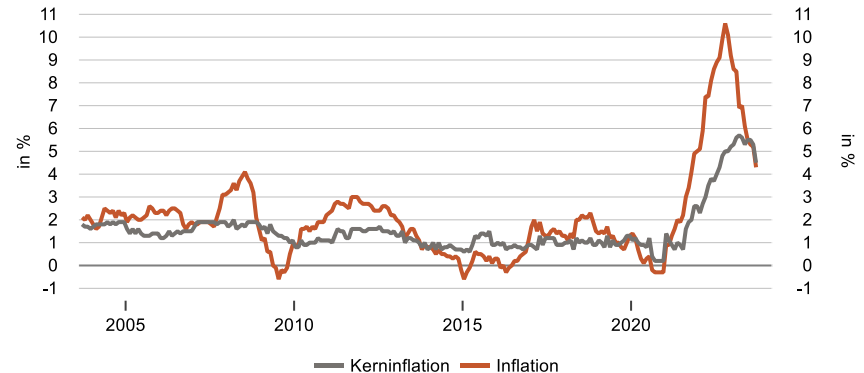
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 09/2003 – 09/2023

Inflationsrate sinkt deutlich

- Das Schlimmste scheint vorbei zu sein: Die Inflationsrate sank im September von 5,2 % auf 4,3 % (ggü. Vorjahr) und lag damit unter den 4,5 %, die sowohl der Reuters-Konsens als auch wir erwartet hatten.
- Die Kerninflation (ohne Nahrungsmittel, Energie, Alkohol und Tabak) ging ebenfalls stärker als erwartet zurück und lag im September bei 4,5 % (ggü. Vorjahr), nach 5,3 % im August (die Konsensschätzung lag bei 4,8 %). Dies waren die letzten Inflationsdaten, die der EZB-Rat vor seiner geldpolitischen Sitzung am 26. Oktober sehen wird. Die Daten passen zu unserer Einschätzung, dass die EZB die Leitzinsen nicht weiter anheben wird.

Eurozone Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 09/2003 – 09/2023

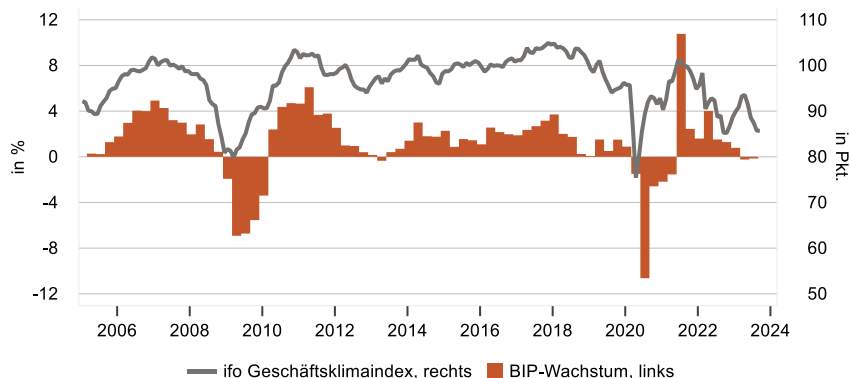
Deutschland

Konjunktur- und Preisentwicklung

Ifo-Index mit ganz leichtem Rückgang

- 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 %.
- Der Ifo-Geschäftsklimaindex ist im September nur noch geringfügig gesunken (von 85,8 auf 85,7 Punkte). Während die Geschäftslage etwas schwächer als im Vormonat beurteilt wird, haben sich die Erwartungen leicht verbessert. Von den vier befragten Wirtschaftsbereichen steht vor allem das Baugewerbe noch unter Druck.

Deutsches BIP und Ifo Geschäftsklima



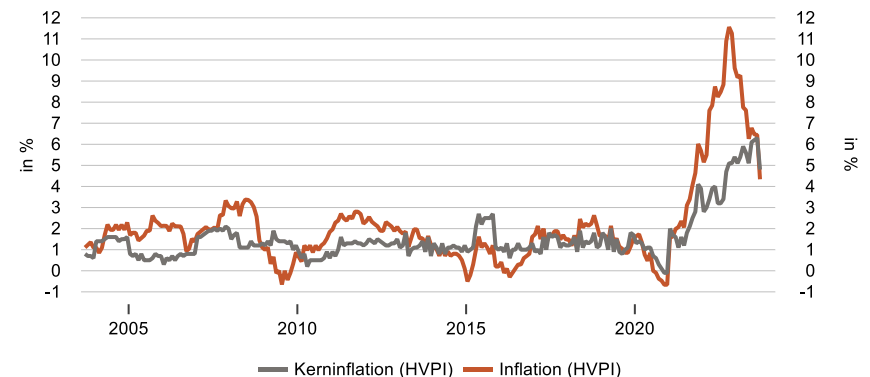
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 09/2006 – 09/2023

Inflation sinkt nur leicht

- Die Inflationsrate ist im September deutlich gesunken. Der Verbraucherpreisindex (VPI) ist von 6,1 % auf 4,5 % ggü. Vorjahr gefallen. Das ist der niedrigste Wert seit Februar 2022. Überdurchschnittlich stark sind im Vergleich zum Vorjahr die Nahrungsmittelpreise gestiegen.
- Die Kernrate der Inflation (ohne Nahrungsmittel und Energie) ist von 5,5 % auf 4,6 % gesunken.
- Der kräftige Rückgang der Inflationsrate ist zu einem guten Teil auf Sonder- bzw. Basiseffekte zurückzuführen, weil im September des Vorjahres das 9-Euro-Ticket und der Tankrabatt weggefallen waren. Die Inflationsdaten im August waren deshalb noch nach oben verzerrt.

Deutschland Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 09/2002 – 09/2023

Großbritannien

Konjunktur- und Preisentwicklung



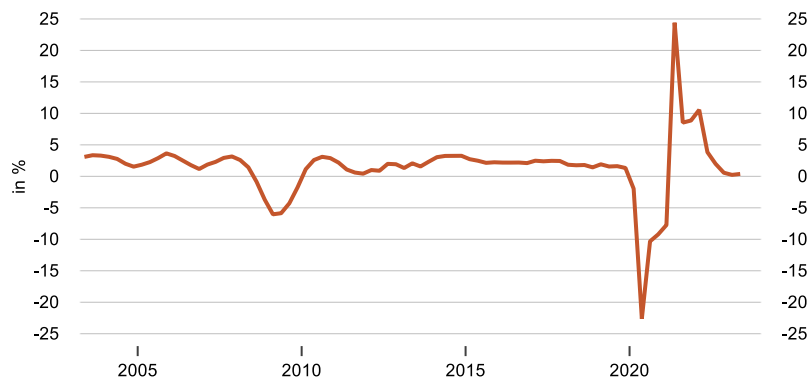
Überraschender Rückgang der Inflation

- 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.

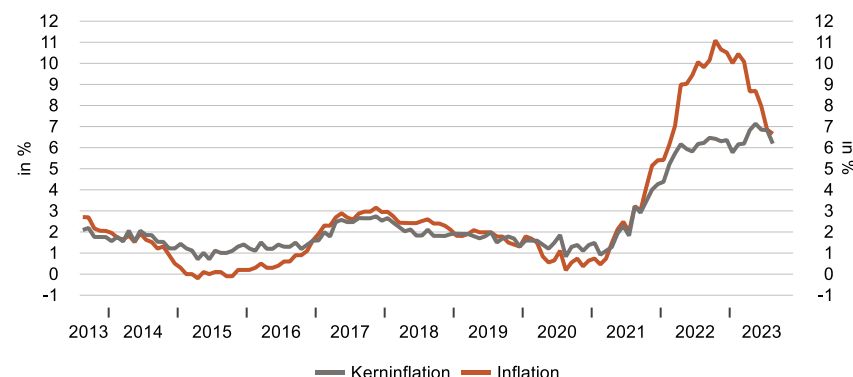
Großbritannien BIP-Wachstum (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 06/2003 – 06/2023

Großbritannien Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 08/2013 – 08/2023

USA

Konjunktur- und Preisentwicklung

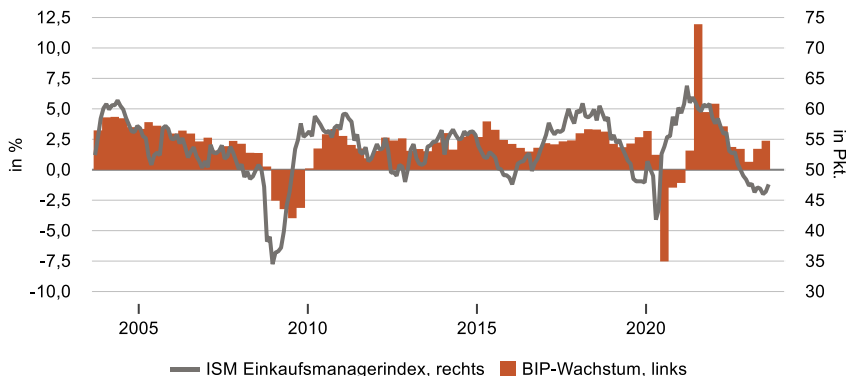


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Erneut starke Arbeitsmarktdaten

- Der letzte Arbeitsmarktbericht war unerwartet stark. Die Zahl der Beschäftigten stieg im September um 336.000. Der Zuwachs war damit fast doppelt so hoch wie die Konsensschätzung (+170.000). Die Aufwärtskorrekturen für die Monate Juli und August verstärkten das Bild eines anhaltend starken Arbeitsmarktes. Die Arbeitslosenquote verharrt bei niedrigen 3,8 %.
- Was bedeutet das für das Vorgehen der US-Notenbank Fed? Unsere Basisannahme bleibt, dass die Fed den Zinsgipfel erreicht hat und den Leitzins bis in das nächste Jahr konstant hält. Ähnlich starke Arbeitsmarktdaten im Oktober könnten allerdings doch eine Zinserhöhung zur Folge haben.

USA BIP-Wachstum und Einkaufsmanagerindex



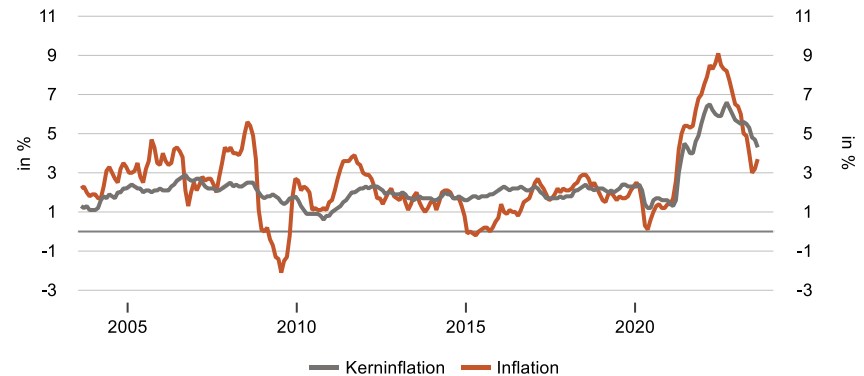
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 09/2002 – 09/2023

Inflation: PCE-Daten deuten auf abnehmende Inflation

- Der reale persönliche Konsum stagnierte im August weitgehend (+0,1 % ggü. Vormonat). Zuvor hatte es im Juli noch einen kräftigen Anstieg von 0,6 % gegeben. Rückgänge bei den Gebrauchs- und Verbrauchsgütern wurden durch einen bescheidenen Anstieg bei den Dienstleistungen ausgeglichen. Die zinsensiblen Verbrauchskategorien wie Kraftfahrzeuge (-0,9% Vormonat) sowie Einrichtungsgegenstände und langlebige Haushaltsgeräte (-0,5%) zeigten eine bemerkenswerte Schwäche.
- Die PCE-Inflation stieg im August um 3,5 % ggü. Vorjahr (Juli: 3,4 %). Kommenden Mittwoch werden die Inflationsdaten für September veröffentlicht.

USA Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 08/2003 – 08/2023

Sichere Anlagehafen gefragt

- Die letzten geldpolitischen Entscheidungen haben den Euro geschwächt und den US-Dollar gestärkt. Im Tief war der Wechselkurs auf 1,045 US-Dollar je Euro gefallen, bevor sich der Euro wieder bis 1,06 erholen konnte. Erneute geopolitische Unsicherheiten haben den US-Dollar nun aber wieder gestärkt.
- Die Angriffe der Hamas gegen Israel rücken die sicheren Anlagehafen wieder in den Fokus. Sowohl der US-Dollar als auch der Schweizer Franken legen zum Wochenbeginn zu. EUR/USD fällt Richtung 1,05 zurück, EUR/CHF sinkt auf 0,96.

Wechselkurs EUR/USD



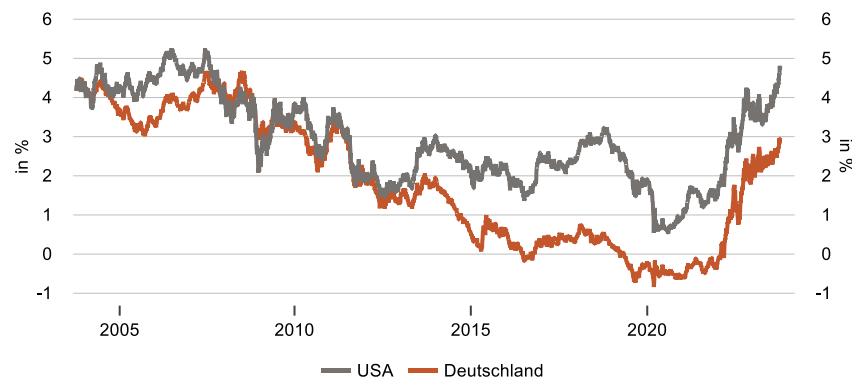
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 10/2018 – 10/2023

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 haben wir unsere EUR/USD-Prognose auf 1,08 gesenkt.
- 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 auf 0,97 zurückgenommen.

Rendite 10-jähriger Staatsanleihen



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 10/2003 – 10/2023



			Aktuell	Prognose	
			06.10.2023	30.06.2024	31.12.2024
Aktienmärkte	USA	S&P 500	4.308	4.600	4.750
		DAX	15.229	17.300	18.000
	Europa	EURO STOXX 50	4.144	4.700	4.800
		MSCI Großbritannien	2.147	2.350	2.400
Rentenmärkte	USA	Fed Funds	5,25-5,50	5,00-5,25	4,25-4,50
		10 Jahre	4,78	4,30	4,30
	Euroland	Hauptrefinanzierungssatz	4,50	4,25	4,00
		10 Jahre*	2,90	2,80	2,90
	Großbritannien	Bank Rate	5,25	5,00	4,00
		10 Jahre	4,61	4,30	4,20
Währungen	USA	EUR/USD	1,05	1,12	1,15
	Schweiz	EUR/CHF	0,96	0,98	0,98
	Großbritannien	EUR/GBP	0,86	0,86	0,85
	Japan	EUR/JPY	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
Welt*	100,0	3,1	2,3	2,2	2,4												
USA	24,2	1,9	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	-5,9	-6,0
China	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
Japan	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
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	3,1	0,5	0,9	1,6												
Eurozone	15,2	3,4	0,4	0,8	1,7	8,4	5,6	2,9	2,3	6,7	6,5	6,4	5,7	-3,6	-3,1	-2,2	-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	3,1	2,7	-2,6	-2,0	-1,0	-1,1
Frankreich	3,1	2,5	0,7	1,1	1,7	5,9	5,7	3,1	2,5	7,3	7,3	7,1	6,3	-4,7	-5,0	-4,4	-2,9
Italien	2,2	3,9	0,7	0,5	1,1	8,7	6,3	2,7	2,2	8,1	7,6	7,3	6,5	-8,0	-5,0	-3,4	-2,5
Spanien	1,5	5,8	2,4	1,4	2,1	8,3	3,6	3,2	2,3	12,9	11,9	11,0	9,8	-4,8	-4,0	-3,0	-2,2
Portugal	0,3	6,8	2,3	1,6	2,3	8,1	5,7	2,9	2,3	6,1	6,4	5,7	5,1	-0,4	-0,1	-0,1	-0,1
Anderes Westeuropa																	
Großbritannien	3,2	4,3	0,5	0,7	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
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	0,8	2,0	8,1	8,2	3,0	2,3	7,5	7,6	7,8	7,5	0,7	-0,2	-0,5	-0,1
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.