



**BERENBERG**

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Volkswirtschaft, 27.11.2023

## 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: 27.11.2023

- **Konjunktur und Wachstum:** Die geopolitische Lage bleibt ein Faktor für die Konjunktur und die Kapitalmärkte. Der Russland-Ukraine-Krieg gestaltet sich sehr zäh. Die Folgen für die Rohstoffpreise und für die globalisierte Wirtschaft bleiben ein Belastungsfaktor. Insgesamt hat der Krieg aber den ganz großen Schrecken für die Konjunktur verloren. Als neues Risiko ist der Krieg im Nahen Osten hinzugekommen. Aus wirtschaftlicher Sicht sind die potenziellen Folgen für den Ölpreis ein erhebliches Risiko. Die Energieversorgung dürfte in Europa auch im bevorstehenden Winter gewährleistet sein. Die Lieferkettenstörungen sind inzwischen beseitigt, auch dank der Wiederöffnung Chinas nach der Pandemie. Allerdings fällt der Aufschwung in China schwächer aus als erhofft, 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 hat die Aufwärtsdynamik diesseits und jenseits des Atlantiks aber deutlich abgenommen („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 Zinsen kräftig angehoben. Zuletzt haben sie aber auf weitere Zinserhöhungen verzichtet. Das Ende des Straffungszyklus ist in Sicht bzw. in vielen Ländern wohl schon erreicht.
- **Zinsen:** Seit mehreren 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

Nach einem grauen Herbst mit einem wahrscheinlichen Rückgang des BIP im vierten Quartal dürfte die Wirtschaft der Eurozone noch vor dem Jahreswechsel die Talsohle erreichen, sich Anfang 2024 stabilisieren und ab dem Frühjahr einen Aufschwung erleben.

Der leichte Anstieg des Einkaufsmanagerindex von 46,5 im Oktober auf 47,1, der zweite Anstieg der deutschen ifo-Geschäftserwartungen in Folge sowie die beiden Anstiege der ZEW-Erwartungen für die Eurozone deuten darauf hin, dass sich die Lage in den kommenden Monaten eher verbessern als verschlechtern dürfte.

## USA

Die Inflation ist auf dem Rückzug. Nach der Veröffentlichung der Daten für den Oktober (Gesamtinflation: 3,2 %, Kernrate: 4,0 %) reagierten die Marktakteure und -beobachter erleichtert. Eine weitere Straffung der Geldpolitik gilt seither als äußerst unwahrscheinlich. Der Dollar hat dadurch einen Teil seiner Überbewertung verloren.

Die Arbeitsmarktdaten fielen im Oktober schwächer als erwartet aus. Der Beschäftigungszuwachs lag mit 150.000 neuen Stellen unter den vom Konsens erwarteten 168.000. Zudem wurden die beiden Vormonate um insgesamt gut 100.000 Stellen nach unten korrigiert.

## Deutschland

Das deutsche BIP ging im dritten Quartal um nur 0,1 % ggü. Vorquartal zurück. Das ist weniger als wir (-0,4 %) und der Reuters-Konsens (-0,2 %) befürchtet hatten. Die positiven Impulse der Ausrüstungsinvestitionen wirkten den rückläufigen privaten Konsumausgaben entgegen.

Haushaltspolitisch befindet sich Deutschland in einer heiklen Situation: Das Urteil des Bundesverfassungsgerichts, die zur Bewältigung der Corona-Krise vorgesehenen Gelder dürften nicht in den Klima- und Transformationsfonds überführt werden, bringt die Bundesregierung in erhebliche Bedrängnis. Durch das Urteil fehlen ihr 60 Mrd. Euro.

## China

Auch wenn das Gesamtjahr 2023 konjunkturell eher enttäuschend verläuft, gab es zuletzt mal wieder positive Konjunkturnachrichten. Das BIP wuchs im dritten Quartal real um 4,9 % und damit stärker als erwartet (Analystenerwartung war 4,5 %). Die Einzelhandelsumsätze und die Industrieproduktion waren ebenfalls positiv. Wir erwarten für das laufende Jahr ein Wachstum von 5,0 %.

Längerfristig ist China für die Weltwirtschaft dennoch keine Wachstumslokomotive mehr, sondern sowohl ökonomisch wie politisch zum Risikofaktor geworden.

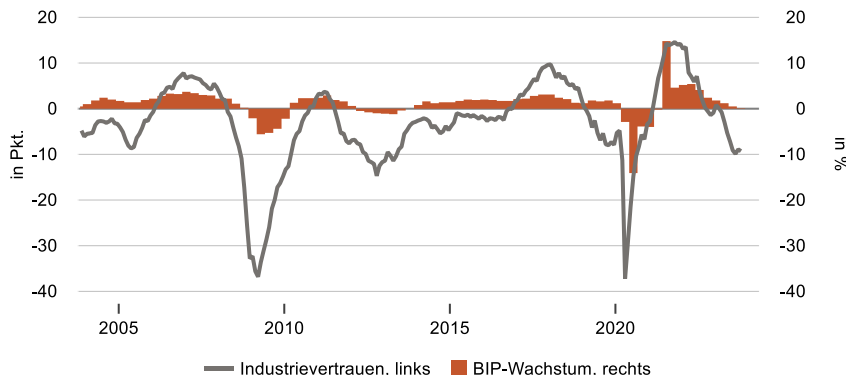
# Eurozone

## Konjunktur- und Preisentwicklung

### Das Schlimmste könnte bald vorbei sein

- Nach einem grauen Herbst mit einem wahrscheinlichen Rückgang des BIP der Eurozone im vierten Quartal dürfte die Wirtschaft noch vor dem Jahreswechsel die Talsohle erreichen, sich Anfang 2024 stabilisieren und ab dem Frühjahr einen Aufschwung erleben.
- Der leichte Anstieg des Einkaufsmanagerindex von 46,5 im Oktober auf 47,1 im November unterstützt unsere Annahme, dass der Abschwung bald endet. Zusammen mit dem zweiten Anstieg der deutschen ifo-Geschäftserwartungen in Folge und den beiden Anstiegen der ZEW-Erwartungen für die Eurozone deuten die Daten darauf hin, dass sich die Lage in den kommenden Monaten eher verbessern als verschlechtern dürfte.

### Eurozone BIP-Wachstum und Industrievertrauen



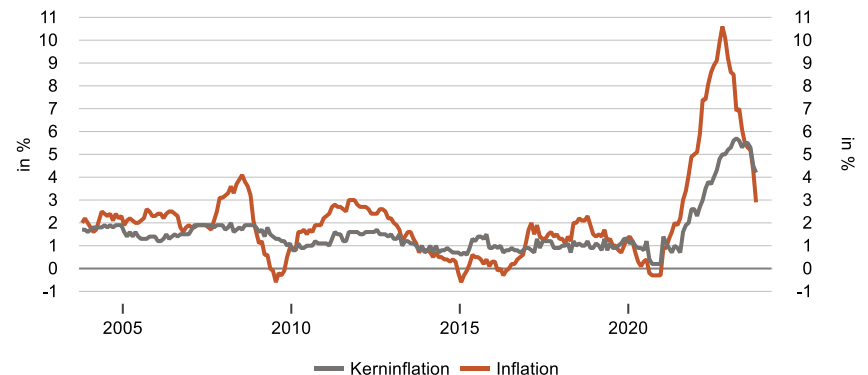
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 11/2003 – 11/2023

### ...und die Inflation sinkt

- Die Inflation hat sich weiter abgeschwächt. Sie sank im Oktober auf 2,9 % gegenüber 4,3 % im September und lag damit unter den 3,1 %, die sowohl der Reuters-Konsens als auch wir erwartet hatten. Die Kerninflation ging zwar langsamer zurück als die Gesamtinflationsrate, sank aber den dritten Monat in Folge und lag im Oktober bei 4,2 % gegenüber dem Vorjahr, nach 4,5 % im September.
- Für die Europäische Zentralbank dürften der starke Abwärtstrend bei der Inflation sowie die schwache Konjunktur Grund genug sein, die Zinsen im Dezember konstant zu halten.

### Eurozone Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 10/2003 – 10/2023

# Deutschland

## Konjunktur- und Preisentwicklung

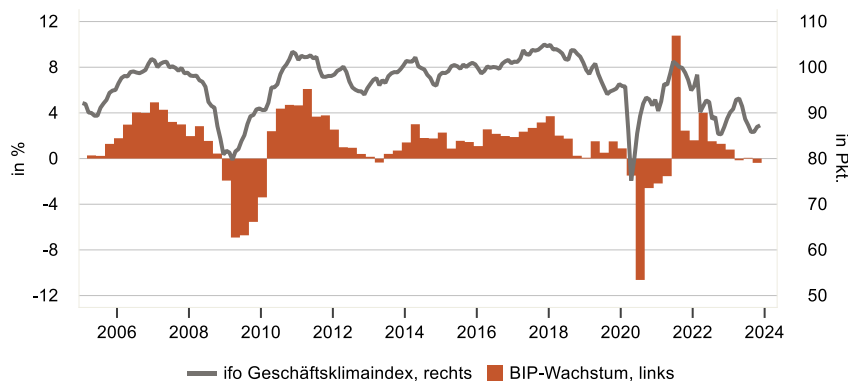


**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

### ifo-Geschäftsklimaindex steigt zum dritten Mal

- Trendwende bei der Konjunktur? Der ifo-Geschäftsklimaindex ist im November von 86,9 auf 87,3 Punkte gestiegen. Das ist der dritte Anstieg in Folge. Allerdings ist es abermals nur ein leichter Anstieg. Sowohl die Beurteilung der aktuellen Lage als auch die Erwartungen haben sich ganz leicht verbessert.
- Bei der sektoralen Betrachtung zeigt sich, dass es beim Verarbeitenden Gewerbe und im Handel deutlicher bergauf geht, im Baugewerbe immerhin ein leichter Anstieg zu verzeichnen ist. Nur bei den Dienstleistungen gab es einen leichten Rücksetzer.

### Deutsches BIP und ifo-Geschäftsklima



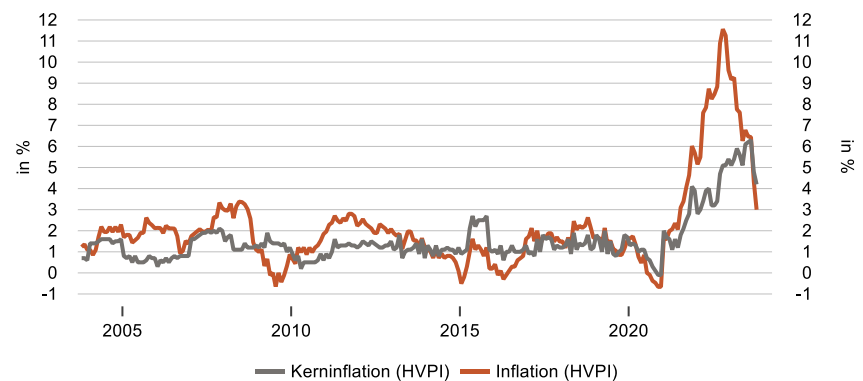
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 11/2006 – 10/2023

### Bundesregierung in schwerem Fahrwasser

- Das Urteil des Bundesverfassungsgerichts, die zur Bewältigung der Corona-Krise vorgesehenen Gelder dürften nicht in den Klima- und Transformationsfonds überführt werden, bringt die Bundesregierung in erhebliche Bedrängnis. Dadurch fehlen 60 Mrd. Euro. Der Bundesfinanzminister hat in dieser Not bekanntgegeben, dass die Schuldenbremse deshalb auch 2023 ausgesetzt wird.
- Mit diesem Schritt kann die Bundesregierung den Haushalt 2023 verfassungskonform gestalten. Dennoch bleiben die Probleme gewaltig. Schon für den Haushalt 2024 droht neuer Streit, weil die SPD die Schuldenbremse erneut aussetzen möchte.

### Deutschland Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 10/2002 – 10/2023

# Großbritannien

## Konjunktur- und Preisentwicklung



**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

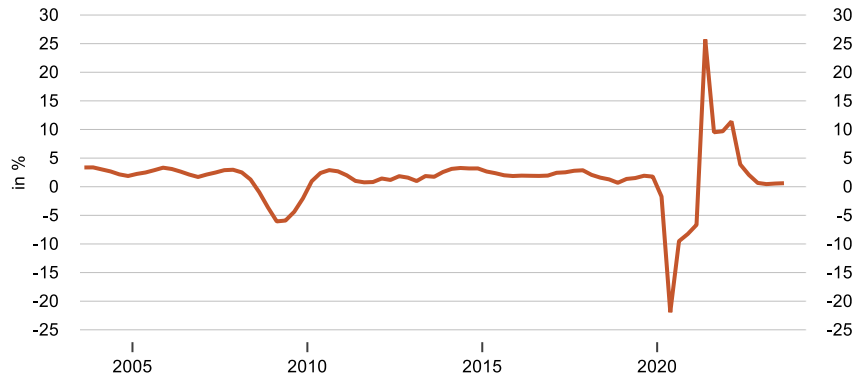
### Einkaufsmanagerindizes machen Hoffnung

- Während die Wirtschaft der Eurozone im vierten Quartal wahrscheinlich leicht schrumpfen wird, könnte sich die Konjunktur des Vereinigten Königreichs bereits stabilisieren.
- Der Einkaufsmanagerindex stieg von 48,7 im Oktober auf ein Viermonatshoch von 50,1 im November und liegt damit ganz knapp über der Wachstums-/Kontraktionslinie von 50. Während die Dienstleistungstätigkeit von 49,5 auf 50,5 anstieg, ließ der Abschwung im Verarbeitenden Gewerbe mit einem Anstieg des Produktionsindex von 44,3 auf ein Viermonatshoch von 47,9 deutlich nach.

### Bank of England dürfte die Geldpolitik 2024 lockern

- Nachdem eine gefürchtete Rezession über den Winter vermieden wurde und die große politische Unsicherheit vorbei ist, könnten die Verbraucher wieder zuversichtlich werden, wenn die Inflation im zweiten Quartal 2024 auf unter 3 % fällt und sich bis zum zweiten Halbjahr auf 2 % zubewegt.
- In diesem Fall wird die Bank of England wahrscheinlich damit beginnen, die Geldpolitik zu lockern, um die Nachfrage zu stützen, sobald die Inflationsrisiken vollständig beseitigt sind. Ausgehend von einem aktuellen Leitzins von 5,25 % rechnen wir ab Juni 2024 mit Zinssenkungen um 125 Basispunkte.

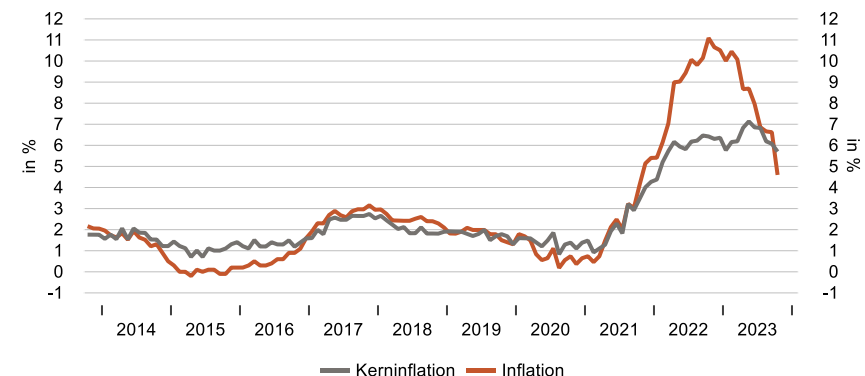
### Großbritannien BIP-Wachstum (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 09/2003 – 09/2023

### Großbritannien Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 10/2013 – 10/2023

# USA

## Konjunktur- und Preisentwicklung

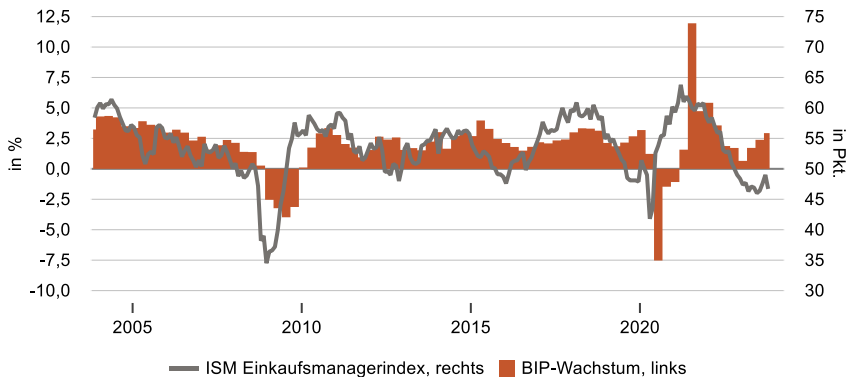


**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

### Konjunktur kühlt ab

- Auch wenn sich die US-Konjunktur angesichts der deutlich gestrafften Geldpolitik erstaunlich robust zeigt, so zeigt sich doch eine gewisse Abkühlung der Konjunktur. So ist die Arbeitslosenquote moderat gestiegen. Sie lag im Oktober bei 3,9 %. Im historischen Vergleich ist das gleichwohl immer noch ein sehr guter Wert.
- Die Arbeitsmarktdaten fielen im Oktober insgesamt schwächer als erwartet aus. Der Beschäftigungszuwachs lag mit 150.000 neuen Stellen unter den vom Konsens erwarteten 168.000. Zudem wurden die beiden Vormonate um insgesamt gut 100.000 Stellen nach unten korrigiert.

### USA BIP-Wachstum und Einkaufsmanagerindex



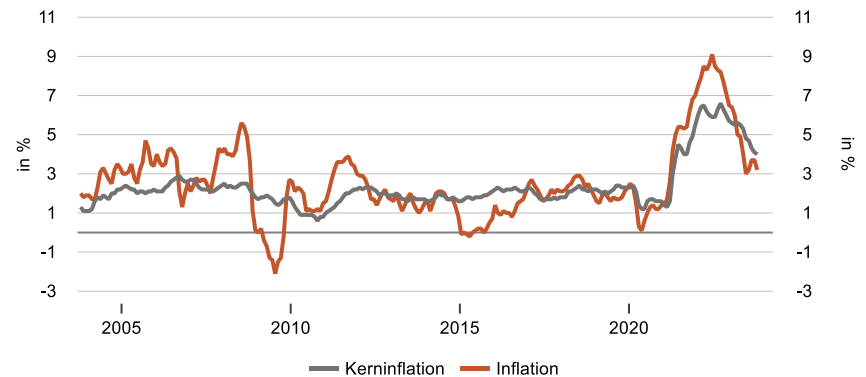
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 10/2002 – 10/2023

### Zeichen der Entspannung

- Die Inflation ist auf dem Rückzug. Nach der Veröffentlichung der Daten für den Oktober (Gesamtinflation: 3,2 %, Kernrate: 4,0 %) reagierten die Marktakteure und -beobachter erleichtert. Eine weitere Straffung der Geldpolitik gilt seither als äußerst unwahrscheinlich. Der Dollar hat dadurch einen Teil seiner Überbewertung verloren.
- Die Zinsen am langen Ende (10-jährige Staatsanleihen) haben sich in den vergangenen Wochen normalisiert. Von knapp 5,0 % in der Spitze ging es runter auf knapp 4,5 %. Für das kommende Jahr sehen wir nur moderat höhere Zinsen (Jahresende 2024: 4,6 %).

### USA Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond

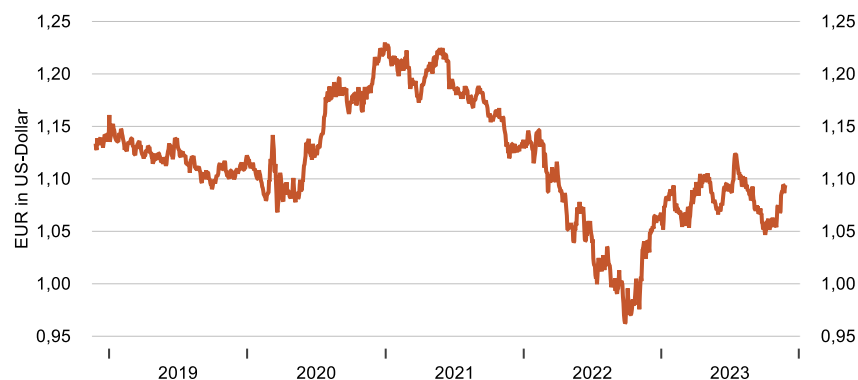
Zeitraum: 10/2003 – 10/2023



### Euro mit Zwischenhoch

- Nachdem der US-Dollar sehr stark von der „Flucht in Sicherheit“ profitiert hatte und EUR/USD zeitweilig unter die Marke von 1,05 gefallen war, lief es zuletzt besser für den Euro. Haupttreiber war der stärkere Rückgang der US-Inflationsdaten, sodass weitere Zinserhöhungen seitens der Fed am Markt ausgepreist wurden. Die Fed selbst schlug moderatere Töne an. Am langen Ende sanken die US-Zinsen stärker als die Euro-Zinsen, sodass der Dollar etwas an Attraktivität einbuste.
- Der Euro konnte infolgedessen in den letzten Wochen zum US-Dollar zulegen. Aktuell notiert der Wechselkurs bei 1,095.

### Wechselkurs EUR/USD



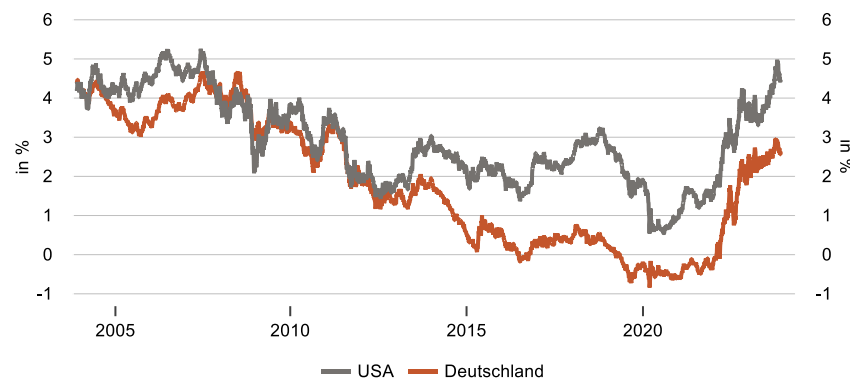
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 11/2018 – 11/2023

### Aufwärtspotenzial des Euro bleibt begrenzt

- Eine originäre Euro-Stärke lässt sich aus den jüngsten Kursbewegungen jedoch nicht ableiten. Hauptsächlich profitiert der Euro davon, dass der US-Dollar nicht mehr ganz so heiß ge handelt wird. Gegenüber dem Franken tut sich der Euro schwerer. Zwar ging es auch bei EUR/CHF bergauf, aber deutlich schwächer als bei EUR/USD. Mit aktuell gut 0,96 Franken je Euro bleibt der Wechselkurs deutlich unter der Parität.
- Für das kommende Jahr erwarten wir moderate Kursgewinne für den Euro. Ein echter Höhenflug der Gemeinschaftswährung ist jedoch nicht in Sicht.

### Rendite 10-jähriger Staatsanleihen



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 11/2003 – 11/2023



			Aktuell	Prognose	
			24.11.2023	30.06.2024	31.12.2024
<b>Aktienmärkte</b>	USA	<b>S&amp;P 500</b>	4.559	4.600	4.750
		<b>DAX</b>	16.029	17.300	18.000
	Europa	<b>EURO STOXX 50</b>	4.372	4.700	4.800
		<b>MSCI Großbritannien</b>	2.147	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>	4,47	4,60	4,60
	Euroland	<b>Hauptrefinanzierungssatz</b>	4,50	4,50	4,00
		<b>10 Jahre*</b>	2,64	2,80	2,90
	Großbritannien	<b>Bank Rate</b>	5,25	5,00	4,00
		<b>10 Jahre</b>	4,36	4,30	4,20
<b>Währungen</b>	USA	<b>EUR/USD</b>	1,09	1,10	1,15
	Schweiz	<b>EUR/CHF</b>	0,96	0,97	0,98
	Großbritannien	<b>EUR/GBP</b>	0,86	0,86	0,85
	Japan	<b>EUR/JPY</b>	163	160	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	3,0	2,4	2,3	2,5												
<b>USA</b>	24,2	1,9	2,4	1,5	1,7	8,0	4,2	2,8	2,3	3,6	3,7	4,3	4,2	-10,0	-6,8	-5,9	-6,0
<b>China</b>	18,4	3,0	5,0	4,0	3,6	2,0	0,4	1,9	2,1	5,6	5,2	5,0	4,8	-4,2	-4,4	-4,0	-3,8
<b>Japan</b>	5,2	0,9	1,7	0,9	1,1	2,5	3,3	2,5	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	3,1	0,5	0,9	1,6												
<b>Eurozone</b>	15,2	3,4	0,4	0,7	1,7	8,4	5,5	2,8	2,3	6,7	6,5	6,6	5,9	-3,6	-3,1	-2,5	-2,2
<b>Deutschland</b>	4,4	1,9	-0,2	0,6	1,6	8,7	6,1	2,6	2,2	3,1	3,0	3,1	2,7	-2,5	-2,2	-0,9	-0,5
<b>Frankreich</b>	3,1	2,5	0,9	1,1	1,7	5,9	5,7	3,2	2,5	7,3	7,3	7,2	6,5	-4,8	-5,0	-4,4	-3,9
<b>Italien</b>	2,2	3,9	0,7	0,6	1,2	8,7	6,1	2,1	2,2	8,1	7,6	7,3	6,5	-8,0	-5,5	-4,3	-3,2
<b>Spanien</b>	1,5	5,8	2,3	1,5	2,1	8,3	3,5	2,9	2,3	12,9	12,2	11,5	10,3	-4,7	-4,0	-3,2	-3,2
<b>Portugal</b>	0,3	6,9	2,2	1,3	2,3	8,1	5,5	2,4	2,3	6,0	6,5	6,0	5,4	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1
<b>Anderes Westeuropa</b>																	
<b>Großbritannien</b>	3,2	4,3	0,5	0,7	1,7	9,1	7,4	2,6	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	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
<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.