



September 2023

# Monthly Macro Insights



**Marc-Antoine Collard**  
Chief Economist,  
Director of Economic Research  
Rothschild & Co Asset Management

In den letzten Monaten trat erneut zunehmender Optimismus an die Stelle der Sorge um eine infolge der Straffung der Geldpolitik unweigerlich eintretende, äußerst markante Verlangsamung der Konjunktur. Die Anleger setzen daher auf die Widerstandsfähigkeit der US-Wirtschaft und eine anhaltende Expansion der Weltwirtschaft. Allerdings bleiben die Konjunkturaussichten angesichts des bröckelnden Vertrauens der Unternehmer sehr ungewiss.

## China und Europa sorgen für Nervosität...

Die Message der August-Umfragen in Europa ist eindeutig: die Expansion ist in Gefahr. In Großbritannien ist der PMI<sup>(1)</sup>-Index nach der leichten Erholung der letzten sechs Monate auf 48,6 Punkte eingebrochen, und die Auswirkungen der höheren Zinsen machen sich mehr und mehr bemerkbar. Mehrere Unternehmen haben signalisiert, dass ihre Zuversicht durch das unsichere Wirtschaftswachstum und die hartnäckige Inflation getrübt wird, zumal der Subindex ‚Auftragseingänge‘ auf seinen tiefsten Stand seit drei Jahren gesunken ist.

In der Eurozone ist der Vertrauensindex der Europäischen Kommission<sup>(2)</sup> auf 93,3<sup>(3)</sup> Zähler eingebrochen. Dieser Wert wurde zuletzt im 3. Quartal 2022 registriert, als die Sorge um die Energieverknappung nach der russischen Invasion in die Ukraine ihren Höchststand erreicht hatte, und zuvor während der Schuldenkrisis in der Eurozone zu Beginn der 2010er Jahre. Diese Verschlechterung spiegelt den Rückgang des PMI-Index auf 47 Punkte und somit den drastischen Einbruch des Vertrauens der Unternehmen im Dienstleistungssektor wider. Mehrere Faktoren sind für den starken Rückgang der Indizes verantwortlich, u.a. die enttäuschende Wirtschaftsaktivität in China und die zunehmende Bremswirkung der restriktiven Geldpolitik. So verlangsamte sich

### Eurozone – Wirtschaftliche Einschätzung Index der Europäischen Kommission



Quelle: Macrobond, Rothschild & Co Asset Management, September 2023.

### US – Lohnsumme außerhalb der Landwirtschaft In Tausend, m/m



Quelle: Macrobond, Rothschild & Co Asset Management, September 2023.

(1) PMI (Purchasing Manager's Index), auch als Einkaufsmanagerindex bezeichnet, ist der Indikator für das Vertrauen der Einkaufsmanager eines Sektors. Ein Indexstand von über 50 Zählern deutet auf eine Expansion, von unter 50 Punkten dagegen auf eine Kontraktion der Wirtschaft hin.

(2) <https://data.europa.eu/data/datasets/c04buuz6wxiqjikhplwug?locale=fr>

(3) Eurostat, August 2023.

die Wachstumsdynamik der Kredite an private Haushalte aufgrund der höheren Kreditkosten – insbesondere für Immobilien – erheblich. Auch das Wachstum der Unternehmenskredite blieb im Abwärtstrend. Die jüngste Umfrage der EZB über die Kreditausreichung der Banken zeigte, dass sich die Bedingungen für die Vergabe von Unternehmenskrediten weiter verschärft haben. Gleichzeitig signalisierte eine Rekordzahl an Finanzinstituten einen Rückgang der Kreditnachfrage seitens der Unternehmen<sup>(4)</sup>.

In China steht infolge der jüngsten Entwicklungen zu befürchten, dass die Schwäche des Immobiliensektors auch die restliche Wirtschaft erfassen könnte, auch wenn die Signale aus der Einkaufsmanager-Umfrage vom August nicht eindeutig ausfielen. Das Vertrauen der Unternehmen aus dem Dienstleistungssektor fiel im Juli laut S&P Global überraschend von 54,1 Punkten auf ein Achtmonatstief von 51,8 Zählern. Gleichzeitig sind die Erwartungen an die künftige Konjunkturentwicklung auf den niedrigsten Stand seit November gesunken. Der Index für das verarbeitende Gewerbe stieg jedoch von 49,2 Punkten im Vormonat auf 51 Zähler und schürt die Hoffnung auf die Rückkehr des Vertrauens und eine regere Wirtschaftsdynamik infolge der in den letzten Wochen angekündigten Ankurbelungsmaßnahmen<sup>(5)</sup>. So hatte die People's Bank of China eine Senkung der Zinsen für Immobilienkredite und der Anforderungen an den Eigenanteil mit dem Ziel beschlossen, die Abschwächung des Immobiliensektors zu bremsen.

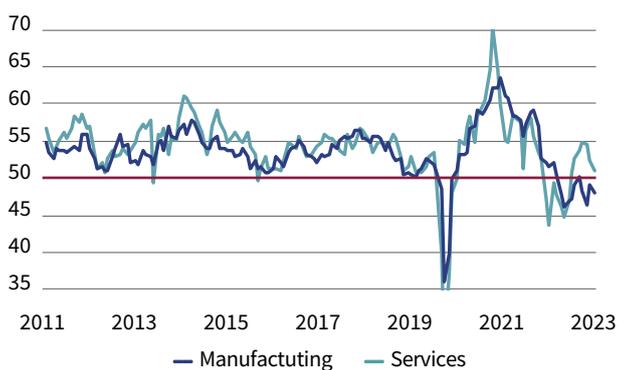
## ...während die Diskrepanzen demnächst verschwinden könnten

Anders als in China und Europa deuten die Konjunkturdaten in den Vereinigten Staaten auf eine widerstandsfähige Wirtschaft hin. Der Konsum blieb im Juli robust, und die Nachfrage nach Arbeitskräften blieb insgesamt positiv, wobei die Schaffung von 187.000 neuen Stellen im August nach 157.000 im Vormonat eine deutliche Zunahme markiert. Dieser Anstieg wäre womöglich noch höher ausgefallen, wenn er nicht durch den Streik in Hollywood und den Konkurs einer großen Spedition gebremst worden wäre<sup>(6)</sup>.

Allerdings sank das Vertrauen der Unternehmen im August in den unteren Bereich der für die Zeit nach der Finanzkrise gewohnten Werte und deutet darauf hin, dass die Risiken eines entgegen den Erwartungen niedriger ausfallenden Wachstums gestiegen sind. Darüber hinaus zeigt die jüngste Umfrage der Federal Reserve bei Leitern von Kreditabteilungen, dass ein Großteil der Banken die Kreditbedingungen für Privathaushalte verschärft hat. Allerdings kommt der Kreditvergabe eine entscheidende Rolle bei der Stützung des Konsums zu, da die Sparquote der Haushalte stark zurückgegangen ist. In den letzten drei Jahren ist in den USA zudem die Rückzahlung von Studienkrediten in Höhe von insgesamt 1,7 Billionen US-Dollar ausgesetzt worden, was Millionen von Menschen einen finanziellen Spielraum verliehen hat. Ab dem 1. September müssen jedoch wieder die Zinsen gezahlt werden und zudem müssen ab dem 1. Oktober auch fast 43 Millionen Menschen das Kapital zurückzahlen<sup>(7)</sup>.

### US – Vertrauen der Unternehmen

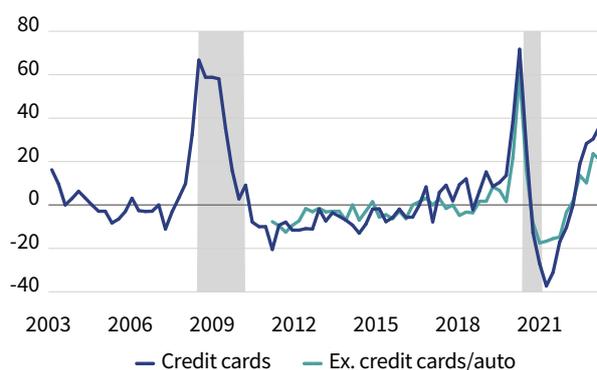
S&P Global



Quelle: Macrobond, Rothschild & Co Asset Management, September 2023.

### US – Kreditkonditionen der Banken

In %, Nettoverschärfung für Haushalte



Quelle: Macrobond, Rothschild & Co Asset Management, September 2023.

(4) Banque de France, Pressemitteilung vom 25. Juli 2023

(5) Nationales Büro für Statistik von China, September 2023.

(6) U.S. Bureau of Economic Analysis, September 2023.

(7) U.S. BLS, September 2023.

Neben den geografischen Diskrepanzen war die Konjunktur von einer sehr markanten sektoriellen Dichotomie geprägt – ein schwaches verarbeitendes Gewerbe und eine robuste Aktivität im Dienstleistungssektor, die dem Optimismus der Anleger in Bezug auf ein widerstandsfähiges globales Wachstum Auftrieb verlieh. Diese Dichotomie schwächte sich im August allerdings aus unterschiedlichen Gründen ab.

Einerseits kamen aus dem Dienstleistungssektor deutliche Anzeichen für eine Verschlechterung, andererseits hielt die Verlangsamung im verarbeitenden Gewerbe an, denn der PMI-Index verharrt seit einem Jahr unter der Marke von 50 Punkten. Die Augustdaten signalisieren jedoch eine Abschwächung der Kontraktion. Die leichte Erholung im August von 48,6 Punkten auf 49 Zähler ist jedoch fast ausschließlich China zuzuschreiben<sup>(8)</sup>. Ohne China wäre der PMI-Index für das verarbeitende Gewerbe insgesamt wieder auf ein Niveau gesunken, das mitnichten auf eine Erholung des Sektors hindeutet, zumal die Subindizes für die künftige Produktion und das Verhältnis Neuaufträge zu Lagerbeständen weiterhin auf einem Niveau oszilliert, das eine rückläufige Produktion signalisiert.

Die Anleger sind zwar weiterhin optimistisch in Bezug auf die wirtschaftlichen Aussichten für die nächsten Monate, doch die jüngsten Geschäftsklimaumfragen erhärten – zumindest vorerst -- kein derartiges Szenario.

## Inflation likely to remain a constraint

Wenn sich die Abwärtsrisiken für das Wachstum konkretisieren und so das Szenario einer widerstandsfähigen Weltwirtschaft der Investoren zunichte machen, wie schnell würden die Zentralbanken intervenieren, um die Wirtschaft zu stützen?

Der jüngste Rückgang der Inflation ist ermutigend, beruht aber hauptsächlich auf dem Rückgang der Basiseffekte bei Rohstoffen. Dagegen bleiben die Preise für Dienstleistungen und die Lohninflation hoch und unflexibel. Daher werden die Zentralbanken im Vergleich zu Präzedenzfällen der Vergangenheit womöglich langsamer auf einen Anstieg der Arbeitslosenquoten reagieren – vor allem, um ihre Glaubwürdigkeit zu wahren.

Alles in allem erweist sich das Szenario der Investoren, die von einem relativ schmerzlosen Rückgang der Inflationsraten auf die Ziele der Notenbanken ausgehen, als äußerst ungewiss. Diesbezüglich hat uns die Geschichte eines gezeigt: Anfang der 1980er Jahre sah sich der damalige Fed-Chef Paul Volcker gezwungen, zur Bekämpfung der Inflation die Arbeitslosigkeit zu erhöhen – ein kurzfristiges Opfer für langfristige Gewinne.

Stand. 6. September 2023

## US – Sparquote der privaten Haushalte

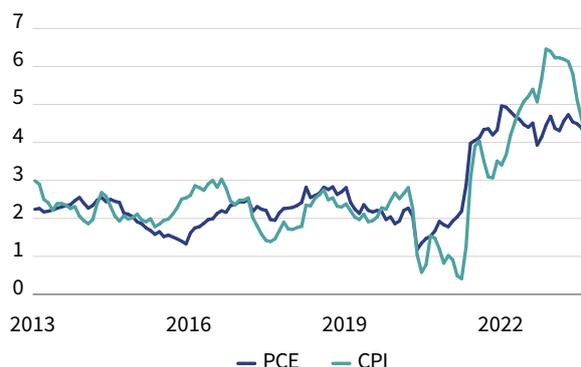
In % des verfügbaren Einkommens



Quelle: Macrobond, Rothschild & Co Asset Management, September 2023.

## US – Kerninflation Dienstleistungen ohne Unterkünfte

In %



Quelle: Macrobond, Rothschild & Co Asset Management, September 2023.

(8) Bloomberg, September 2023.

## Performance of the indices and interest rate levels

	Price as of 31/08/2023	1 month % change	2023 % change
<b>Equity markets</b>			
CAC 40	7 317	-2,4%	13,0%
Euro Stoxx 50	4 297	-3,9%	13,2%
S&P 500	4 508	-1,8%	18,1%
Nikkei 225	32 619	-1,7%	25,0%
<b>Currencies</b>			
EUR/USD	1,08	-1,4%	1,4%
EUR/JPY	157,82	0,9%	12,4%

Interest rates	Price as of 31/08/2023	1 month bp <sup>(1)</sup>	2023 bp <sup>(1)</sup>
<b>3 month</b>			
Eurozone	3,65%	5	189
United States	5,44%	4	109
<b>10 years</b>			
Eurozone	2,47%	-3	-11
United States	4,11%	15	23

(1) Basis point.

Source: Bloomberg, data as of 31/08/2023. Performances in local currency.

Past performance is not a reliable indicator of future performance and is not constant over time.

Index's performance is calculated on the basis of net dividend reinvested.

### Disclaimer

The comments and analyses in this document are provided purely for information purposes and do not constitute any investment recommendation or advice. Rothschild & Co Asset Management cannot be held responsible for any decisions taken on the basis of the elements contained in this document or inspired by them (total or partial reproduction is prohibited without prior agreement of Rothschild & Co Asset Management). Insofar that external data is used to establish terms of this document, these data are from reliable sources but whose accuracy or completeness is not guaranteed. Rothschild & Co Asset Management has not independently verified the information contained in this document and cannot be held responsible for any errors, omissions or interpretations of the information contained in this document. This analysis is only valid at the time of writing of this report.

Rothschild & Co Asset Management, organized under the laws of France, registered with the Trade and Companies Register of Paris RCS Paris 824 540 173. A management company licensed by the Autorité des Marchés Financiers under N° GP 17000014, having its registered office 29, avenue de Messine, 75008 Paris, France

No part of this document may be reproduced, in whole or in part, without the prior written permission of Rothschild & Co Asset Management, under pain of legal proceedings.

### About Rothschild & Co Asset Management

As the specialised asset management division of the Rothschild & Co group, we offer personalised asset management services to a broad client base of institutional investors, financial intermediaries and distributors. Our development is focused on a range of open-ended funds, marketed under four strong brands: Conviction, Valor, Thematic and 4Change, and leveraging our long-term expertise in active management with conviction as well as in delegated management. Based in Paris and established in 9 European countries, we manage more than 27 billion euros and employ nearly 160 people. More information at: [www.am.eu.rothschildandco.com](http://www.am.eu.rothschildandco.com)

# Kontakte

## FRANKREICH

### Paris

29, Avenue de Messine  
75008 Paris  
+33 1 40 74 40 74

## SCHWEIZ

### Geneva

Equitas SA  
Rue de la Corrairie 6  
1204 Geneva  
+41 22 818 59 00

## DEUTSCHLAND – ÖSTERREICH

### Frankfurt

Börsenstraße 2 - 4  
Frankfurt am Main 60313  
+49 69 299 8840

## BELGIEN – NIEDERLANDE – LUXEMBURG

### Brussels

Avenue Louise 166  
1050 Bruxelles  
+32 2 627 77 30

## ITALIEN

### Milan

Via Santa Radegonda 8  
Milano 20121  
+39 02 7244 31

## SPANIEN

### Madrid

Paseo de la Castellana 40 bis  
Madrid 28 046  
+34 91 053 70 43



Schließen Sie sich  
uns auf **LinkedIn** 

Hier finden Sie alle  
Informationen zu  
[am.eu.rothschildandco.com](http://am.eu.rothschildandco.com)