



GDV Gesamtverband
der Versicherer

ECONOMIC RESEARCH

Rückenwind für die USA, Flaute im Euroraum

APRIL 2024

Economics & Finance
Perspectives

Autoren

Dr. Max Hanisch
m.hanisch@gdv.de

Thilo Bertelsmann
t.bertelsmann@gdv.de

Executive Summary

Die globale wirtschaftliche Entwicklung verläuft heterogen. Während die Konjunktur in den USA brummt, äußern sich im Euroraum und insbesondere in Deutschland weiterhin Zeichen einer Wachstumsschwäche. Hierzulande liegen die Hoffnungen auf einem Anziehen des privaten Konsums, getrieben von steigenden realen Löhnen. Diese führen aber auch zu einem anhaltenden Preisdruck im Dienstleistungsbereich. Vor allem die Fed trat verbal zuletzt auf die Bremse in Bezug auf anstehende Zinssenkungen. Zwar dürften erste Schritte ab Sommer folgen, aber mit Blick auf die Inflation bestehe „keine Eile“. Auch die EZB möchte sicher gehen, dass die Inflation verlässlich zu ihrem Ziel zurückkehrt; der Umfang der erwarteten Zinssenkungen ist daraufhin zurückgegangen. Die Aktienmärkte zeigen sich davon bisher unbeeindruckt, vor allem wegen der robusten Konjunktur in den USA.

GESAMTWIRTSCHAFT

Weltwirtschaft mit moderatem Wachstum

Die globalen Wachstumsaussichten haben sich zum Jahresbeginn leicht verbessert. Nachdem die Industrieproduktion in den Schwellenländern bereits im letzten Jahr um 0,9 % angestiegen ist, während sie in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften teilweise sogar rückläufig war, dürfte die Dynamik aber insgesamt weiter zunehmen. Das wirkt sich auch positiv auf das Handelsvolumen aus, das durch die Huthi-Angriffe im Roten Meer nur vorübergehend belastet wurde. Aktuelle Prognosen deuten auf eine weiterhin moderate Expansion der Weltwirtschaft hin. Das IfW in Kiel prognostizierte zuletzt ein Wachstum von 2,8 % in diesem Jahr. Das wäre eine Wachstumsrate, die knapp unter dem Durchschnitt der letzten Jahrzehnte liegt. Die Wachstumstreiber dürften aber tendenziell im Jahresverlauf zunehmen.

Der Euroraum schwächelt, Inflation sinkt weiter

Die wirtschaftliche Entwicklung im Euroraum war zuletzt schwach. 2023 expandierte das BIP um 0,5 %, wobei die Dynamik unterjährig gering und das Wachstum in der zweiten Jahreshälfte leicht rückläufig war und im 4. Quartal stagnierte. Auch die schwache wirtschaftliche Entwicklung in Deutschland hinterlässt Spuren: Rechnet man das größte Euroraummitglied heraus, wären es +0,7 % gewesen. Für 2024 deutet sich bisher

keine deutliche Steigerung an, zuletzt prognostizierte die EZB in ihren makroökonomischen Projektionen eine Wachstumsrate des BIP von 0,6 % für das laufende Jahr. Geringfügig optimistischer zeigte sich die Gemeinschaftsdiagnose, die von einem Wachstum von 0,7 % in der Währungsunion ausgeht. Ähnlich wie in Deutschland wird mit einem Wachstumsimpuls durch steigende private Konsumausgaben gerechnet, die durch ein kräftiges Reallohnwachstum begünstigt werden.

Trotz wirtschaftlicher Schwäche: Der Arbeitsmarkt bleibt robust.

Im Februar lag die Arbeitslosenquote im Euroraum bei 6,5 %, nachdem sie im Januar mit 6,4 % auf den niedrigsten Wert seit Bestehen der Währungsunion gefallen war. Unterdessen stieg das Arbeitsvolumen zuletzt stärker als das BIP. Wenn der Input überproportional zum Output steigt, sinkt die Produktivität. Das höhere Arbeitsvolumen spricht dafür, dass Unternehmen mit einem Anziehen der Wirtschaftsleistung rechnen und möglicherweise eine anhaltende Knappheit des Arbeitsangebots erwarten und vorsorglich Arbeitskräfte horten. Die Logik dahinter: Wer bereits heute Arbeitskräfte einstellt, vermeidet möglicherweise höhere Einstellungskosten in der Zukunft, wenn die Knappheit noch größer ist und Umsätze durch nichtbesetzte Stellen nicht realisiert werden können. Das Verhalten steht im Einklang mit der Aussicht, dass die wirtschaftliche Dynamik in der zweiten Jahreshälfte zunehmen könnte.

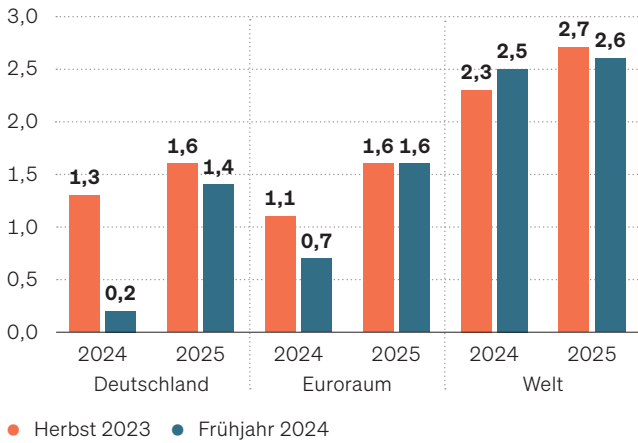
Die Inflation im Euroraum geht deutlich zurück. Im März nahmen die Verbraucherpreise im Währungsraum um 2,4 % gegenüber dem Vorjahr zu (Februar: 2,6 %). Die Kerninflation (Inflation ohne Energie-, Lebensmittel-, Alkohol- und Tabakpreise) ging ebenfalls etwas zurück auf 2,9 % (Februar: 3,1 %), wobei die Entwicklung der Preise für Dienstleistungen, getrieben durch gestiegene Löhne, um 4 % zugelegt haben. Von den wesentlichen weiteren Komponenten lagen allein die Preise für Energie mit -1,8 % im März unter dem Vorjahreswert.

Die Erholung in Deutschland fällt zunächst schwächer aus

Deutschland dürfte das Winterhalbjahr 2023/24 mit einer technischen Rezession abgeschlossen haben. Nach einem schwachen Jahresausklang mit einem Rückgang des BIP um 0,3 % im 4. Quartal 2023 gegenüber dem Vorquartal (preis-, kalender- und saisonbereinigt), ist ein weiterer Rückgang der Wirtschaftsleistung im 1. Quartal 2024 wahrscheinlich. Zum Beispiel impliziert der wöchentliche Aktivitätsindex der Bundesbank zuletzt ein BIP-Wachstum von -0,2 % für das 1. Quartal 2024, ebenso wie die Echtzeitprognose des ifo Instituts.

Die Wachstumsaussichten in Deutschland bleiben verhalten

Abb. 1 · BIP-Prognosen der Gemeinschaftsdiagnose (jahresdurchschnittliche Veränderung zum Vorjahr, in %)



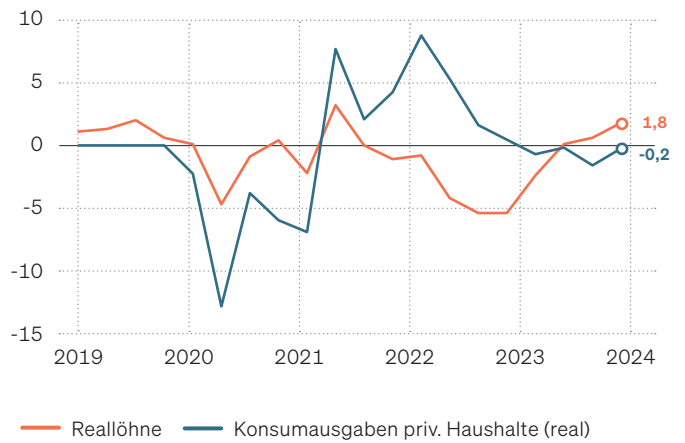
Quelle: Gutachten der Gemeinschaftsdiagnose

Die Abwärtsrevisionen der BIP-Prognosen für 2024 halten an.

Zuletzt prognostizierten die führenden deutschen Wirtschaftsforschungsinstitute in der Gemeinschaftsdiagnose ein preis- und kalenderbereinigtes Wachstum von 0,2 % für 2024 (Abb. 1). Ohne Kalenderbereinigung liegt die Prognose bei 0,1 %, wobei der Kalendereffekt 2024 mit 0,03 Prozentpunkten sehr gering ausfällt. Im Herbstgutachten wurden noch 1,3 % für möglich gehalten. Die Veränderung kommt einerseits durch die schwache 2. Jahreshälfte 2023 zustande, wodurch der Jahresüberhang (das jahresdurchschnittliche Wachstum des BIP für 2024, wenn die Wirtschaftsleistung in jedem Quartal unverändert zum 4. Quartal 2023 bleibt) mit -0,2 um 0,2 Prozentpunkte niedriger ist, als noch im Herbst erwartet wurde. Die übrigen 0,9 Prozentpunkte, also gut 80 % der Veränderung, gehen auf eine deutlich schwächer erwartete unterjährige Dynamik für 2024 zurück. Laut ifo Institut trägt das Karlsruhe-Haushaltsurteil etwa 0,1 Prozentpunkte direkt dazu bei. Für 2025 rechnen die Institute mit 1,4 % BIP-Wachstum, auch hier war im Herbst noch von einer höheren Wachstumsrate von 1,6 % ausgegangen worden. Um eine wirkliche Abwärtskorrektur handelt es sich jedoch nicht. Einerseits hat sich auch hier der hypothetische Jahresüberhang durch die abgeschwächten Erwartungen für die unterjährige Dynamik für 2024 etwas reduziert. Andererseits dürften sich die Nachholeffekte etwas mehr in das nächste Jahr verlagern, wodurch die Dynamik in 2025 tatsächlich etwas stärker ausfallen dürfte, als zuvor prognostiziert. Trotz allem stehen nach dem Gutachten der Gemeinschaftsdiagnose damit am Ende ca. 30 Mrd. € (in heutigen Preisen) weniger Wirtschaftsleistung am Jahresende 2025 zu Buche, als noch vor 6 Monaten erwartet wurde.

Die Lohnentwicklung stabilisiert den privaten Konsum

Abb. 2 · Veränderung ggü. dem Vorjahresquartal, in %



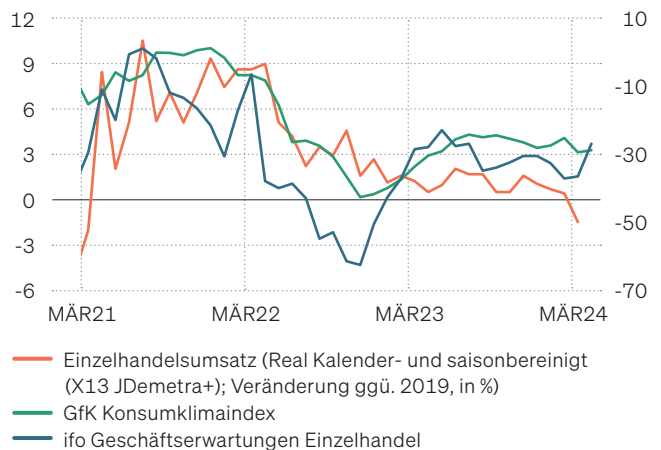
Quelle: Statistisches Bundesamt, eigene Berechnungen

Auch in Deutschland ruhen die Hoffnungen für eine Erholung weiterhin auf dem privaten Konsum.

Die Grundbedingungen hierfür sind schon geschaffen, denn die realen Löhne steigen seit der 2. Jahreshälfte 2023 wieder (Abb. 2), zuletzt lagen sie im Januar 2,4 % über dem Vorjahreswert. Dabei hilft, dass die nominalen Löhne derzeit aufgrund der gesunkenen Inflationsraten nicht mehr so stark steigen müssen, um ein reales Plus bei den Arbeitnehmern zu bewirken. Trotzdem halten sich die Verbraucher bei den Konsumausgaben aktuell weiter zurück. Zuletzt ist der

Einzelhandel hofft auf Besserung, Konsumlaune stabilisiert

Abb. 3 · Einzelhandelsumsatz (l. A.), Konsumklima (r. A.) und Geschäftserwartungen im Einzelhandel (r. A.)



Quelle: Datastream, eigene Berechnungen

Einzelhandelsumsatz im Februar real um 2,7 % zum Vorjahresmonat gesunken, damit liegt der reale Umsatz 1,5 % unter dem Niveau von vor der Pandemie. Im Gegenzug hellte sich im März die Stimmung im Einzelhandel deutlich auf, die Erwartungen sind jedoch per Saldo immer noch deutlich negativ, entsprechend dem Konsumklima (Abb. 3).

Die Inflation (VPI) lag im März bei 2,2 % nach 2,5 % im Februar. Niedriger war die Zuwachsrate der Verbraucherpreise zuletzt im April 2021, wo der Anstieg 2,0 % betrug. Das Preisstabilitätsziel der EZB von 2 % jährlicher Inflation richtet sich nach dem Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI), dieser wies im März eine Veränderung von 2,3 % gegenüber dem Vorjahresmonat auf (Februar: 2,7 %). Einerseits setzt sich der Abwärtstrend fort, vor allem durch gesunkene Energie- und Nahrungsmittelpreise, trotz der seit Januar ausgelaufenen Energiepreispresen und dem gestiegenen CO₂-Preis. Andererseits ist die Kerninflationrate hingegen nur geringfügig gesunken, von 3,4 % im Februar auf 3,3 % im März. Hierbei macht sich vor allem die Entwicklung der Preise für Dienstleistungen bemerkbar. Diese waren im März 2024 3,7 % höher als im Vorjahresmonat (Februar: 3,4 %). Insbesondere steigende Löhne schlagen sich in diesem Wirtschaftsbereich in der Kostenstruktur nieder, wodurch der Druck steigt, die Preise zu erhöhen. Im Januar sind die nominalen Löhne im Dienstleistungsbereich um 5,8 % gegenüber dem Vorjahresmonat gestiegen, etwas mehr als in der Gesamtwirtschaft (5,3 %). Laut Gutachten der Gemeinschaftsdiagnose dürften die Arbeitnehmerverdienste in diesem Jahr um durchschnittlich 4,6 % steigen, damit bleibt der Lohndruck auf absehbare Zeit erhalten. Für die jahresdurchschnittliche Inflationsrate (VPI) rechnen die Wirtschaftsforschungsinstitute 2024 mit 2,3 % und 2025 mit 1,8 %.

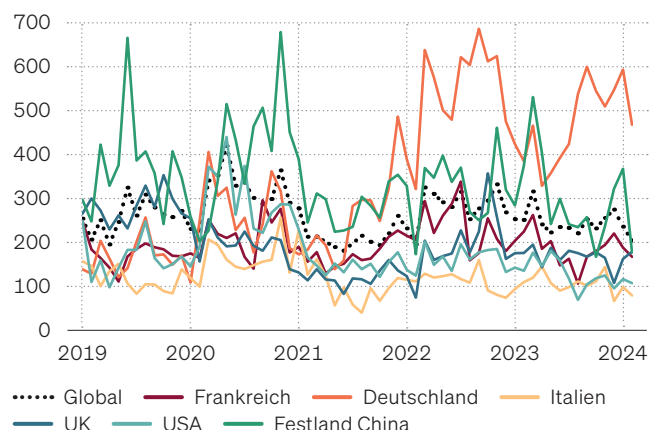
Die Industrie kommt trotz Auftragspolster und sinkender Energiepreise nicht in Fahrt. Im Januar lag die Produktion in der Industrie 5,5 % unter dem Vorjahreswert und 6,1 % unter dem Niveau von 2021, in den fünf energieintensivsten Wirtschaftszweigen in der Industrie sogar 18 % darunter. Auch Schätzwerte für die Kapazitätsauslastung entwickelten sich zuletzt rückläufig. Dabei lag der Auftragsbestand im Januar noch real knapp 5 % über dem Niveau von 2021. Auch die Erzeugerpreise waren im Februar mit -4,1 % zum Vorjahresmonat zuletzt rückläufig, insbesondere durch gesunkene Preise für Energie und energieintensive Vorleistungsgüter. Für die Flaute in der Industrie gibt es einige Hypothesen. Erstens könnten die Auftragsbestände aktuell überschätzt werden. Ein Teil der Aufträge könnte gegenwärtig für die Unternehmen

unwirtschaftlich sein (zu hohe Kosten) und deswegen nicht abgearbeitet werden. Ebenso kann die Verteilung der Aufträge ungleichmäßig über die Unternehmen sein oder Auftragsstornierungen wurden unvollständig erfasst. Die bis jetzt ausgebliebene Erholung in der energieintensiven Industrie könnte demgegenüber dauerhaft sein. Denn neben der gesunkenen Produktion wird hier tendenziell auch Beschäftigung in Deutschland abgebaut. Die Zahl der sozialversicherungspflichtig Beschäftigten ist zwischen dem 2. Quartal 2022 und dem 2. Quartal 2023 um 0,4 % gesunken, während sie für die Wirtschaft insgesamt um 0,8 % zugenommen hat. Die stärker aggregierten, aber dafür in höherer Frequenz verfügbaren monatlichen Hochrechnung der Bundesagentur für Arbeit zur Beschäftigungsentwicklung deuten darauf hin, dass sich seit der Mitte des letzten Jahres diese Entwicklung fortgesetzt hat. Entsprechend liegt die Vermutung nahe, dass hier dauerhaft Produktionskapazitäten ins Ausland verlagert wurden. Wachstumsimpulse für die Industrie dürften sich ab der 2. Jahreshälfte in diesem und verstärkt im kommenden Jahr durch einen expandierenden Weltmarkt äußern.

Die Unsicherheit in der deutschen Wirtschaft bleibt hoch. Die anhaltende Schwäche in der wirtschaftlichen Entwicklung und die Verschlechterung der Standortattraktivität machen sich auch in den Zukunftsplänen der Unternehmen bemerkbar. Das wirkt sich, neben den gestiegenen Zinsen, auf die Anlageninvestitionen aus. Diese sind im 4. Quartal 2023 um 3,5 % zum Vorquartal zurückgegangen. Zudem sind

Hohe wirtschaftspolitische Unsicherheit in Deutschland

Abb. 4 · Häufigkeit von Zeitungsartikeln mit Bezug auf wirtschaftspolitische Unsicherheit, Index (1997–2017=100)



Quelle: Baker, Bloom und Davis (2016) für Frankreich, Deutschland, Italien, UK, USA; Davis (2016) für Global; Davis, Liu und Shang (2019) für Festland China

die Investitionsausgaben für Maschinen, Geräte und Fahrzeuge bisher nicht an die Werte von vor der Corona-Pandemie herangekommen. Bei der Beschreibung der wirtschaftlichen Lage wird deshalb in deutschen Zeitungen besonders häufig auf die wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen eingegangen (Abb. 4).

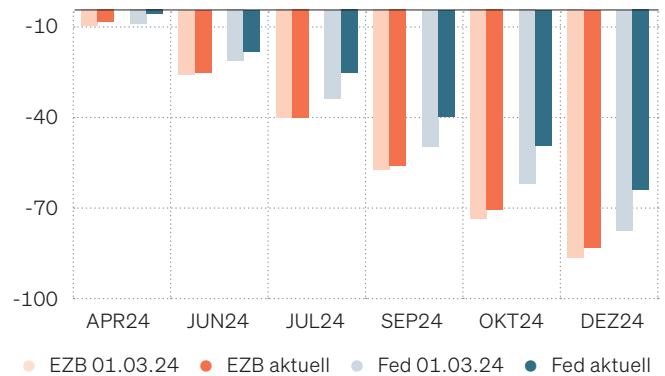
FINANZMÄRKTE

Zentralbanken spielen auf Zeit

EZB und Fed haben bei ihren Sitzungen im März erwartungsgemäß die Leitzinsen unberührt gelassen. Im Euroraum verbleibt der Einlagezins damit bei 4,0 %, in den USA in der Spanne von 5,25 – 5,5 %. Zwar zeigten sich sowohl EZB-Präsidentin Christine Lagarde als auch Fed-Chef Powell zuversichtlich, dass sich die Inflation auf beiden Seiten des Atlantiks in einem Abwärtstrend befindet; beide verwiesen aber auch auf die Unsicherheit darüber, wie zügig und nachhaltig sich dieser Trend in den kommenden Monaten fortsetzen wird. Die ersten beiden Datenpunkte in diesem Jahr aus den Monaten Januar und Februar hatten in den USA eher eine Stagnation und im Euroraum langsamer als erwartet fallende Teuerungsraten offenbart. Im März fiel die Inflation im Euroraum zwar wieder etwas niedriger aus, verharrte aber mit 2,4 % weiterhin über ihrem Ziel. Aufwärtsrisiken bestehen daher fort. Die wichtigsten Preistreiber sind für Lagarde die Lohnentwicklung, die Gewinnmargen der Unternehmen und die Produktivitätsentwicklung. Euroweite Erkenntnisse zur Entwicklung darüber ab Jahresbeginn werden erst im Mai vorliegen. Eine erste Zinssenkung sei daher frühestens im Juni möglich, dann laut Lagarde auch wahrscheinlich. Selbst der sonst als geldpolitischer Falke bekannte Bundesbank-Präsident Nagel hält laut eigener Aussage eine erste Zinssenkung vor dem Sommer für realistisch. Lagarde schränkte allerdings ein, dass damit nicht zwingend das Startsignal für eine ganze Reihe weiterer Zinssenkungen gegeben sei. Die EZB rechnet derzeit damit, dass die realen Löhne im Euroraum innerhalb von drei Jahren auf das Niveau vor der Pandemie steigen werden. Sollte sich diese Entwicklung jedoch angesichts der niedrigen Arbeitslosenrate beschleunigen, könnte dies die Inflation 2025 nach Berechnungen von EZB-Ökonomen auf 3 % anheben. Auch 2026 könnte dann das Inflationsziel der Europäischen Zentralbank von 2,0 % noch verfehlt werden. Ein anderes Aufwärtsrisiko sind die Gewinnmargen der Unternehmen. Diese könnten steigen, wenn sich die Wirtschaft stärker als erwartet erholen sollte. In der Folge wäre der Inflationsdruck höher und die Zinssenkungen fielen kleiner aus. Diese Erkenntnis hatte sich am Markt bereits seit Jahresbeginn durchgesetzt und die für dieses Jahr im

Zinssenkungserwartungen nach EZB-Sitzung unverändert

Abb. 5 · Marktimplizite Zinsänderungserwartung, basierend auf €STR Forward Swaps und Fed Fund Futures, in Basispunkten



Quelle: Datastream, eigene Berechnungen

Euroraum erwarteten Zinsschritte sind von sechs auf drei gesunken. Der Möglichkeit einer Zinssenkung bei der nächsten EZB-Sitzung im April wird an den Märkten derzeit auch nur eine Wahrscheinlichkeit von 10 % beigemessen; für eine Zinssenkung im Juni sind es dagegen 90 %. Der EZB-Entscheid hat diese Erwartungshaltung bekräftigt, so dass sich die Markterwartungen danach kaum veränderten (Abb. 5).

Fed hat keine Eile

Es muss damit gerechnet werden, dass die Zentralbanken die Zinssenkungen sehr vorsichtig dosieren werden, um sicherzugehen, dass sich keine neue Inflationsphase anbahnt. Obwohl auch die Fed die Aussicht auf bis zu drei Zinssenkungen dieses Jahr zuletzt erneut bekräftigt hat, diskutieren Marktbeobachter zunehmend darüber, ob die aktuelle und für dieses Jahr als wahrscheinlich gehaltene Inflations- und Konjunktorentwicklung in den USA Zinssenkungen überhaupt zulässt. Anders als die europäische hat die US-Wirtschaft das derzeitige Zinsniveau äußerst gut verkraftet. Die Prognosen für die BIP-Entwicklung dieses Jahr liegen in den USA mit ca. 2 % nur unwesentlich unter der vom Vorjahr (+2,3 %). Der US-Arbeitsmarkt zeigt keine Anzeichen von Schwäche und das Lohnwachstum hat sich in einem Bereich von vier bis fünf Prozent eingependelt – ähnlich wie im Euroraum zu viel für ein baldiges Erreichen des Inflationsziels. Die Aktienmärkte befinden sich auf Allzeithochs und sorgen für lockere Finanzierungsbedingungen (s. u.). Wenn die Inflation langsamer sinkt (oder sogar wieder steigt), weil die Wirtschaft dynamisch wächst, ist dies ein Vorgang, den man nach den turbulenten Pandemie- und Krisenjahren endlich einmal als ‚normal‘ bezeichnen

könnte. Höhere Zinsen wären in einem solchen Szenario ebenso ‚normal‘. Die am Markt eingepreisten US-Zinssenkungserwartungen sind zuletzt entsprechend etwas zurückgegangen.

US-Aufschwung trotz Rekordzinsen

Im Zusammenhang um die Frage, warum die US-Wirtschaft der restriktiven Geldpolitik so gut standhält, ist die Diskussion um den neutralen Zins wieder aufgeflammt. Das Konzept bezieht sich auf das Zinsniveau, bei dem sich das Wirtschaftswachstum weder beschleunigt noch abbremst, während gleichzeitig die Inflation auf ihrem Zielwert verbleibt. Der neutrale Zins ist nicht direkt beobachtbar, sondern muss ex-post berechnet werden. Verschiedene Methoden führen zu unterschiedlichen Ergebnissen, so dass die Unsicherheit über den wahren Wert auch im Nachhinein hoch ist. Die aktuelle Stärke der US-Wirtschaft angesichts gleichzeitig historisch hoher Zinsen (die die Wirtschaftstätigkeit eigentlich dämpfen sollten) könnte nun damit erklärt werden, dass der neutrale Zins höher liegt als gedacht. Damit wäre aber auch das momentane Zinsniveau weniger restriktiv und die Dringlichkeit, die Zinsen zu senken, geringer. Das jüngste Anzeichen dafür stammt aus dem im März aktualisierten ‚Dot-Plot‘ der Fed, in dem die FOMC-Mitglieder ihre Einschätzung zum Zinsniveau in den nächsten Jahren angeben. Darin findet sich auch eine Abfrage zum langfristigen Zinsniveau, welches sich nach 2026 einstellt, wenn die US-Wirtschaft mit ihrer Potentialrate wächst. Der Durchschnitt ist laut der neuesten Einschätzung von 2,5 % auf 2,6 % angestiegen. Hinter dieser scheinbar kleinen Differenz verbirgt sich allerdings eine höhere Streuung: Mehr Mitglieder als zuvor erwarten nun, dass der langfristige Zins auch 3 % und mehr betragen könnte. Die Probleme bei der Messbarkeit und die hohe Zeitverzögerung bei der Berechnung führen aber dazu, dass diese Debatte eher in akademischen Kreisen geführt wird; um die aktuelle Geldpolitik zu beeinflussen, dient sie weniger. Sie zeigt aber auf, dass das Zinssenkungspotential geringer sein könnte als angenommen.

Ein weiterer Erklärungsansatz bezieht sich auf die viel zitierten Verzögerungen, die dazu führen, dass sich Zinsentscheidungen erst mit einem zeitlichen Versatz von bis zu eineinhalb Jahren bemerkbar machen. Sie beziehen sich meist auf den Arbeitsmarkt, der erfahrungsgemäß sehr träge und damit recht spät auf Änderungen im Wirtschaftssystem reagiert. Dort sind angesichts einer rekordnahen Beschäftigung noch keine Effekte zu erkennen. Geldpolitik wirkt an anderer Stelle aber auch unmittelbar, zum Beispiel über den Vermögenskanal. Steigende Aktienkurse und Immobilienwerte lassen das Vermögen der Menschen ansteigen, vor

allem in einem Land wie den USA, wo die Eigentümerquote hoch ist und zudem rd. 60 % der Menschen Aktien besitzen. Wenn sie sich durch die Vermögensexpansion zu mehr Konsum bewegen lassen, könnten sie die verzögerten Effekte auf den Arbeitsmarkt kompensieren und u.U. sogar aufheben. Eine der Stützen des starken BIP-Wachstums in den USA letztes Jahr war der unerwartet starke private Konsum. Dass sich Vermögenswerte zuletzt so positiv entwickelten, geht auch zurück auf Jerome Powell, der sich Ende vergangenen Jahres zuversichtlich im Hinblick auf sinkende Inflationsraten und bevorstehende Zinssenkungen geäußert hatte. Es ist gut möglich, dass der darauffolgende Kursanstieg die längerfristigen Folgen der restriktiven Geldpolitik deutlich abgefedert hat.

Geldpolitik global weniger synchron

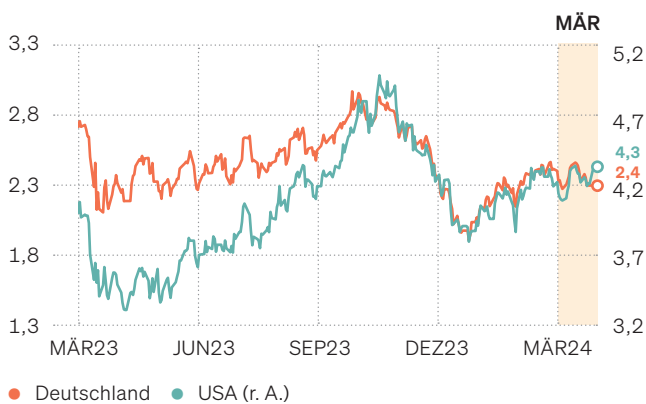
Die Entscheidungen der Zentralbanken werden angesichts der heterogenen realwirtschaftlichen Entwicklungen zunehmend uneinheitlich. Die Schweizerische Nationalbank hat Ende März überraschend ihren Leitzins um 0,25 Basispunkte gesenkt; die Inflation dort liegt im Zielbereich von 0–2 %. Mit diesem Schritt war sie zwar die erste der westlichen Zentralbanken, in den Schwellenländern haben die Nationalbanken etwa in Brasilien oder Mexiko, aber auch in Ungarn und Tschechien, diesen Weg ebenfalls bereits eingeschlagen. Sie hatten allerdings auch schneller auf die Inflationswelle reagiert und ihre Geldpolitik früher restriktiv gestaltet. Im Gegensatz dazu hat in derselben Woche die Bank of Japan (BoJ) angekündigt, die seit 8 Jahren geltende Negativzinspolitik zu beenden, die gezielte Steuerung der Anleiherenditen aufzugeben und künftig höhere Renditen zuzulassen. Nach Jahrzehnten am Rande der Deflation liegen die Preissteigerungsraten in Japan bei knapp 4 %, sodass die BoJ den Zeitpunkt gekommen sieht, die geldpolitischen Zügel anzuziehen. Und während mit EZB, Fed und auch der Bank of England (BoE) mehrere Notenbank-Schwergewichte zumindest vorerst keine Veränderungen vornahmen, zeichnet sich auch hier ab, dass EZB und BoE spätestens im Juni erstmals die Zinsschraube herunterdrehen werden, während die Fed noch warten könnte.

Anleiherenditen fehlt die Orientierung

Angesichts der unterschiedlichen geldpolitischen Pfade entwickelten sich die Renditen der Staatsanleihen zuletzt ohne klare Richtung. Seit Jahresbeginn waren sie gestiegen, vornehmlich unter dem Eindruck einer robusten US-Konjunktur und expansiven Fiskalpolitik dort. Auch das Auspreisen mehrerer Zinssenkungen führte zu höheren Renditen. Die Zinswende in Japan bedeutet, dass Anleger dort nun wieder eine positive nominale Rendite erwarten können. Während

Staatsanleiherenditen zuletzt unentschlossen

Abb. 6 · Renditen zehnjähriger Staatsanleihen, in %



Quelle: Datastream, eigene Berechnungen

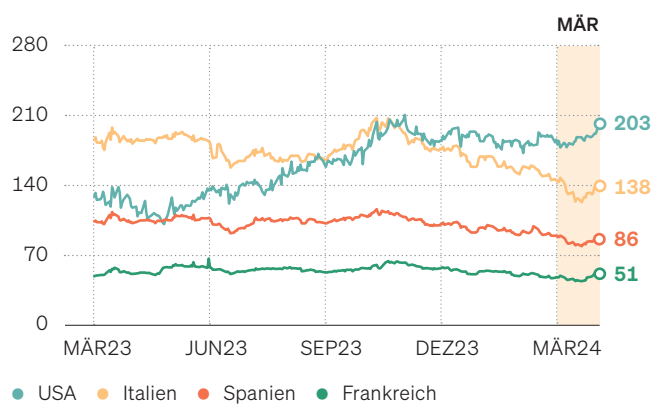
der langen Negativzinsphase haben japanische Anleger, darunter große Institutionen wie Lebensversicherer und Pensionsfonds, ihre Kapitalanlage zu einem substantiellen Teil im Ausland angelegt. Japanische Anleger sind die größte Gruppe an Haltern US-amerikanischer Anleihen außerhalb der USA und auch im Euroraum haben sie ein bedeutendes Gewicht. Sollten Teile der Kapitalanlage nun in – aus Sicht Japans – heimische Anleihen fließen, würde diese Bewegung für Aufwärtsdruck auf die Renditen der Länder führen, deren Titel dafür abgestoßen werden. Demgegenüber stehen die Ankündigungen sowohl der EZB als auch der Fed, im Juni die ersten Zinssenkungen vorzunehmen. Die Quasi-Zusagen nehmen Unsicherheit aus dem Markt und sorgen für sich genommen für niedrigere Renditen. Unter dem Eindruck der unterschiedlich gerichteten Einflüsse standen die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen zuletzt in etwa auf dem Niveau von Mitte Februar (Abb. 6).

Geringerer Renditeabstand signalisiert unterschiedliche Wachstumsaussichten

Die Risikoaufschläge der Euronachbarn sind weiter gesunken. Bemerkenswert ist der weitere Rückgang der Rendite zehnjähriger Bunds gegenüber italienischen Staatspapieren gleicher Laufzeit. Der Abstand betrug zuletzt nur noch weniger als 140 Basispunkte – der niedrigste Wert seit November 2021 (Abb. 7). Zu Beginn dieses Trends, also seit Ende vergangenen Jahres, als weltweit die andauernde Rallye an den internationalen Finanzmärkten einsetzte, war der niedrigere Spread noch im Wesentlichen auf den allgemeinen risk-on Modus der Anleger zurückzuführen. Dazu haben sich inzwischen aber auch fundamentale Faktoren gesellt, vor allem die zugunsten Italiens divergierenden Wachstumsaussichten: Während die deutsche

Risikoaufschläge im März niedriger

Abb. 7 · Renditespreads zehnjähriger Staatsanleihen ggü. Deutschland, in Basispunkten

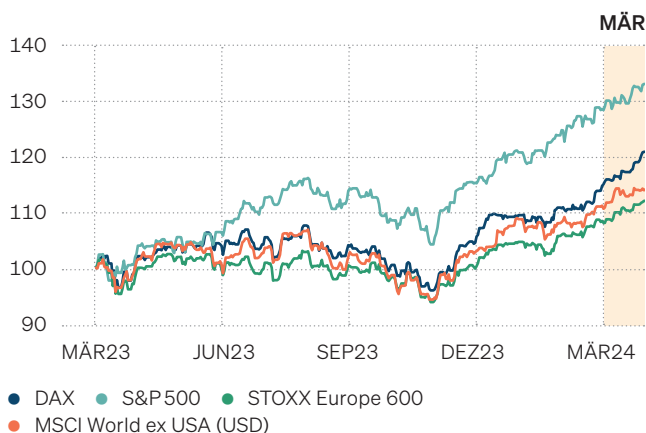


Quelle: Datastream, eigene Berechnungen

Wirtschaft bereits im vergangenen geschrumpft ist und auch dieses Jahr kaum wachsen dürfte, liegen die Aussichten für Italien laut der dortigen Regierung mit +1 % deutlich höher. Interessanterweise dürfte gleichzeitig laut der Ratingagentur Fitch die relative Staatsverschuldung in Italien auf über 140 % des BIPs klettern, während die Projektion für Deutschland einen Rückgang auf rd. 64 % vorsieht. Auch das Haushaltsdefizit in diesem Jahr dürfte demnach in Italien mit 4,6 % spürbar höher ausfallen als in Deutschland (2 %). Auch wenn allmählich sinkende Zinsen die Schuldenlast perspektivisch erträglicher machen dürften, war es in der Vergangenheit ein Anstieg genau dieser Kennzahlen, der Investoren dazu veranlasste, höhere Renditen für das Halten italienischer Staatsanleihen zu fordern, um für das zusätzliche wahrgenommene Risiko zu kompensieren. Der Spread stieg dann an. Stattdessen scheinen derzeit die besseren makroökonomischen Aussichten die relativ schlechtere fiskalische Entwicklung zu dominieren, so dass die Risikoaufschläge niedrig ausfallen. Aber diese Situation ist fragil. Ein bedeutender Teil des Wachstums geht auf ein Programm zurück, mit dessen Hilfe Steuervergünstigungen bei baulichen Sanierungsarbeiten bewilligt wurden. Der sog. „Superbonus“ ermöglichte Steuerrückerstattung von bis zu 110 % für energetische Sanierungen. Die seit 2020 laufenden Maßnahmen dürften rd. 150 Milliarden Euro an Ausgaben für den italienischen Fiskus verursacht haben und sind mit verantwortlich für den hohen Schuldenstand. Angesichts der Kosten ist das Programm nun gestoppt worden. Damit fällt aber auch ein bedeutender Wachstumsimpuls weg. Sollte die italienische Wirtschaft nun an Dynamik verlieren, könnten die Staatsfinanzen wieder mehr in den Fokus geraten.

Aktienmärkte mit Frühlingsgefühlen

Abb. 8 · Indizes ausgewählter Aktienmärkte, 1. März 2023=100



Aktienmärkte auf Allzeithochs

An den Börsen hat sich die nun bereits fünf Monate andauernde Rallye fortgesetzt. Neue Rekordstände wurden erreicht: Der DAX konnte die Marke von 18.500 Punkten knacken und steht YTD mit rd. 10 % im Plus. Der S&P 500 steht mit über 5.200 Punkten ebenfalls bei YTD + 10 % (Abb. 8). Weder die seit Jahresbeginn gestiegenen Anleiherenditen noch das Auspreisen mehrerer Zinssenkungen haben dem Aufwärtstrend bisher etwas anhaben können. Waren in den vergangenen Jahren die Zentralbankentscheidungen und ihre Auswirkungen auf die Kapitalmarktzinsen einer der Haupttreiber an den Aktienmärkten, hat sich der Fokus zuletzt wieder mehr in Richtung Fundamentaldaten, wie z. B. den Unternehmensgewinnen, verschoben. Diese sprudelten in den USA im 4. Quartal mit +10 % gegenüber dem Vorjahresquartal unerwartet kräftig; zu

Jahresbeginn waren lediglich +4,7 % erwartet worden. Auch im Gesamtjahr 2024 könnten die Gewinne um knapp 10 % wachsen, nach 4,1 % im Vorjahr. Die guten Gewinnaussichten passen ins Bild einer dynamischen US-Konjunktur. Da sich diese Stärke auch im laufenden Jahr fortsetzen dürfte, hat die Zinspolitik der Fed keinen so großen Einfluss mehr. Die Möglichkeit, dass die Zinsen in den USA u. U. doch länger hoch bleiben könnten, verliert damit ihren Schrecken. Den Verbraucherpreisen in den USA – der für die Finanzmärkte wichtigste Kennzahl der vergangenen Jahre – dürfte damit künftig wieder eine geringere Bedeutung beigemessen werden. Es wurde eher als Überraschung aufgefasst, dass Jerome Powell den Zinsausblick der Fed nicht restriktiver formulierte und an den erwarteten drei Zinssenkungen für dieses Jahr festhielt. Die Interpretation lautet, dass die Fed mit Inflationsraten leicht über dem Ziel für eine Weile leben können und dass sie nicht ohne Rücksicht auf Verluste die letzten Zehntel bis zum Zwei-prozentziel aus dem Markt zwingen wird. Die Börsen bedankten sich mit weiteren Kursanstiegen.

In Europa stellen sich die Wachstumsaussichten zunächst noch deutlich verhaltener dar: Nach einem Gewinnrückgang der im STOXX Europe 600 vertretenen Unternehmen im 4. Quartal 2023 um gut 6 % steht im 1. Quartal 2024 mit -10,5 % ein noch größeres Minus bevor. Im Einklang mit den Konjunkturprognosen, die ab dem zweiten Halbjahr den Beginn eines Aufschwungs vorzeichnen, könnten die Wachstumsraten zum Jahreswechsel 24/25 aber wieder deutlich im zweistelligen positiven Bereich liegen. Dass sich der DAX bereits jetzt von einem Höchststand zum nächsten hangelt, liegt auch daran, dass die hiesigen Großunternehmen international ausgerichtet und damit deutlich

Bewertungen europäischer Indizes holen auf

Tabelle 1 · KGVs und KBVs ausgewählter Aktienindizes

	Aktuell	Monatsbeginn	Δ YTD (%)	10J Median	Abstand zu 10J Median (%)	Zukünftiges KGV	Aktuell	Monatsbeginn	Δ YTD (%)	10J Median	Abstand zu 10J Median (%)	
	Kurs-Gewinn-Verhältnis						Kurs-Buchwert-Verhältnis					
DAX	14,6	13,7	10,9	14,6	-0,5	12,2	1,4	1,5	-0,98	1,62	-12,8	
S&P 500	26,8	26,3	6,3	20,4	31,4	20,8	4,2	4,2	-4,73	3,29	28,8	
CAC 40	17,5	17,0	8,8	17,6	-0,8	13,3	2,0	1,9	0,51	1,55	26,1	
IBEX 35	13,4	12,4	9,5	14,3	-6,1	10,6	1,4	1,3	-3,91	1,33	1,6	
FTSE 100	11,4	10,6	6,7	18,5	-38,6	11,0	1,7	1,7	0,35	1,72	-0,3	
FTSE MIB	9,5	6,9	49,6	12,5	-24,2	9,5	1,5	1,5	-3,77	1,25	20,4	
STOXX Europe 600	16,9	16,9	21,5	17,8	-5,0	13,5	2,0	1,9	0,72	1,81	8,1	

Anmerkung: Das „Zukünftige KGV“ entspricht dem heutigen Kurs gemessen an den erwarteten Gewinnen der nächsten zwölf Monate („forward p/e ratio“).
Quelle: Datastream, Eikon, eigene Berechnungen

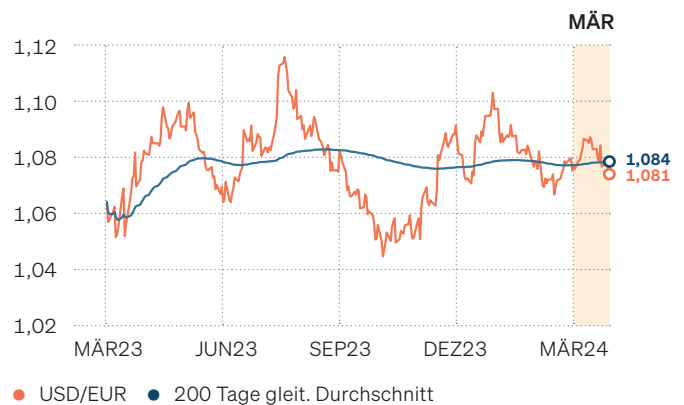
weniger von der gegenwärtigen Schwäche der heimischen Wirtschaft betroffen sind. Das spiegeln auch die Gewinne wider: Analysten haben ihre Gewinnerwartungen für die DAX-Konzerne für 2024 um 20 % angehoben und für die kleineren MDAX-Firmen, die einen größeren Teil ihrer Gewinne in Deutschland erwirtschaften, um 11 % gesenkt. Trotz der jüngsten Rallye ist der DAX mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 14,6 nicht höher bewertet als im Durchschnitt der vergangenen zehn Jahre (Tab. 1). Materialisiert sich die erwartete Konjunkturerholung im zweiten Halbjahr, dürften europäische Werte noch Potential nach oben bereithalten.

Einflüsse auf den Währungsmärkten halten sich die Waage

Die geldpolitischen und konjunkturellen Neuigkeiten konnten weder den Euro noch den US-Dollar in eine eindeutige Richtung lenken. Die Zinssenkungserwartungen wurden weitestgehend bestätigt. Dass sich die konjunkturelle Dynamik derzeit sehr ungleich entwickelt, ist eingepreist. Aus China sind keine spürbaren Impulse auszumachen; positive Nachrichten von dort könnten dem Euro aufgrund der größeren wirtschaftlichen Verflechtung eher auf die Sprünge helfen. Die prognostizierte wirtschaftliche Erholung im Euroraum ab dem zweiten Halbjahr scheint derzeit noch zu unsicher, um sich bereits jetzt in erhöhter Nachfrage nach der Gemeinschaftswährung zu manifestieren.

Euro kommt nicht vom Fleck

Abb. 9 · Wechselkurs des Euros ggü. dem US-Dollar



Quelle: Datastream, eigene Berechnungen

Und auch wenn sie einsetzt, sind die avisierten Wachstumsraten überschaubar. Dass sich die verschiedenartig gerichteten Einflüsse nun schon seit einer Weile gegenseitig ausgleichen, lässt sich auch daran ablesen, dass der langfristige gleitende Durchschnitt des EUR/USD-Wechselkurses bereits seit letztem Herbst quasi stagniert (Abb. 9). Nur eine die (niedrigen) Konjunkturerwartungen übertreffende Erholung im Euroraum, oder eine plötzliche (derzeit nur schwer vorstellbare) US-Schwächephase könnten die Stimmung zugunsten des Euros kippen lassen.

Anhang

Die wirtschaftliche Situation im Euroraum

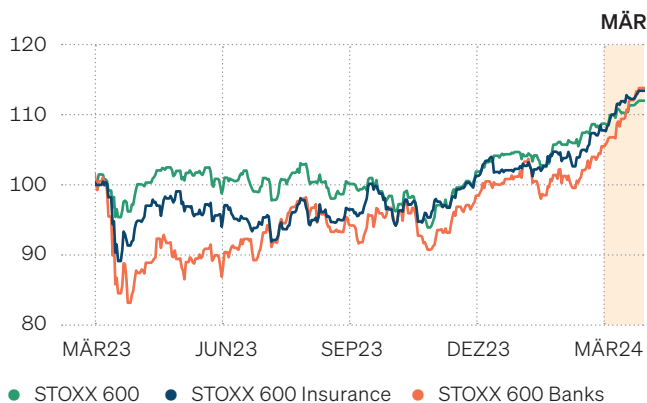
Tabelle 2 · Gesamtwirtschaftliche Kennzahlen

	Inflation, % ggü. Vorjahresmonat		BIP, % ggü. Vorquartal		BIP, % ggü. Q4 2019	
	MÄR 2024	FEB 2023	Q4 2023	Q3 2023	Q4 2023	Q3 2023
Euroraum	2,4	2,6	0,0	-0,1	3,0	3,1
Deutschland	2,3	2,7	-0,3	0,0	0,1	0,4
Frankreich	2,4	3,2	0,1	0,0	1,9	1,8
Italien	1,3	0,8	0,2	0,2	4,2	4,0
Spanien	3,2	2,9	0,6	0,4	2,9	2,3

Anmerkung: Inflation bezieht sich auf den harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI). BIP-Zahlen sind preis-, kalender- und saisonbereinigt.
Quelle: Datastream, eigene Berechnungen

Aktienindizes europäischer Versicherer und Banken

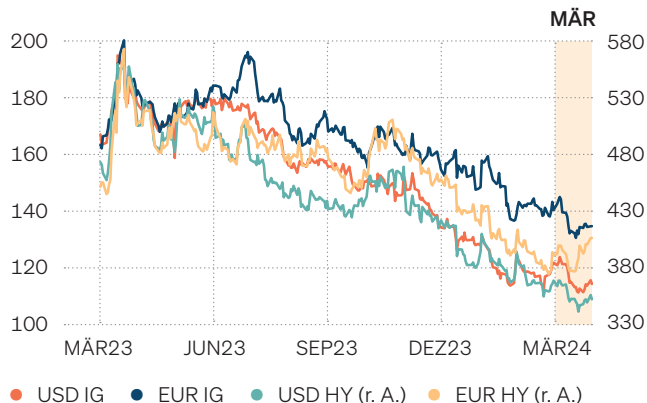
Abb. 8 · Indizes, 1. März 2023 = 100, in €



Quelle: Datastream, eigene Berechnungen

Renditespreads von Corporate Bonds

Abb. 9 · Investment Grade bzw. High Yield ggü. 10Y Staatsanleihen (Bunds für EUR, US-Treasuries für USD), in Basispunkten



Quelle: Datastream, eigene Berechnungen

Performance von Anleihen und Aktien

Tabelle 3 · Total Return ausgewählter Indizes

	2019	2020	2021	2022	2023	29. Feb. 24 (YTD)	28. Mär. 24 (YTD)	Rendite aktuell
Staatsanleihen								
USA	7,0%	8,2%	-2,4%	-12,9%	3,9%	-1,5%	-1,0%	4,4%
Euroraum	6,8%	4,9%	-3,4%	-18,2%	6,7%	-1,7%	-0,7%	2,9%
Deutschland	3,1%	3,0%	-2,6%	-17,6%	5,1%	-2,3%	-1,4%	2,5%
Unternehmensanleihen								
EUR								
Investment Grade	6,3%	2,6%	-1,0%	-13,9%	8,0%	-0,8%	0,4%	3,6%
High Yield	11,3%	2,8%	3,3%	-11,5%	12,0%	1,2%	1,6%	6,3%
USD								
Investment Grade	14,2%	9,8%	-1,0%	-15,4%	8,4%	-1,3%	-0,1%	5,3%
High Yield	14,4%	6,2%	5,4%	-11,2%	13,5%	0,3%	1,5%	7,7%
Gedekte Anleihen								
EUR Covered	2,8%	1,9%	-2,1%	-13,0%	5,3%	-1,1%	-0,2%	3,1%
Aktienmärkte								
MSCI World (USD)	28,4%	16,5%	22,3%	-17,7%	24,4%	5,6%	9,0%	
MSCI World (EUR)	30,8%	6,9%	31,6%	-12,3%	20,2%	7,7%	11,5%	
STOXX Europe 600	27,6%	-1,5%	25,5%	-10,1%	16,5%	3,5%	7,8%	
DAX	25,5%	3,5%	15,8%	-12,3%	20,3%	5,5%	10,4%	
S&P 500	31,5%	18,4%	28,7%	-18,1%	26,3%	7,1%	10,6%	
NASDAQ 100	39,5%	48,9%	27,5%	-32,4%	55,1%	7,4%	8,7%	

Quelle: Datastream, eigene Berechnungen



Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e. V.

Wilhelmstraße 43 / 43 G, 10117 Berlin
Postfach 08 02 64, 10002 Berlin
Tel.: +49 30 2020 – 5000, Fax: +49 30 2020 – 6000
www.gdv.de, berlin@gdv.de

Verantwortlich

Dr. Paul Berenberg-Gossler
Leiter Volkswirtschaft und Finanzmärkte
Tel.: +49 30 2020 – 5130
E-Mail: p.berenberg-gossler@gdv.de

Redaktionsschluss

04.04.2024

Publikationsassistenz

Heike Strauß

Autoren

Dr. Max Hanisch
Thilo Bertelsmann

Bildnachweis

Unsplash

Alle Ausgaben

auf GDV.DE

Disclaimer

Die Inhalte wurden mit der erforderlichen Sorgfalt erstellt. Gleichwohl besteht keine Gewährleistung auf Vollständigkeit, Richtigkeit, Aktualität oder Angemessenheit der darin enthaltenen Angaben oder Einschätzungen.

© GDV 2024