

ECONOMIC RESEARCH

Nach der Rezession ist vor der Rezession

JUNI 2023

Economics & Finance
Perspectives

Autoren

Dr. Paul Berenberg-Gossler
p.berenberg-gossler@gdv.de

Dr. Jörg Stefan Haas
j.haas@gdv.de

Dr. Max Hanisch
m.hanisch@gdv.de

Executive Summary

Die Inflation – und nicht Finanzstabilität – ist und bleibt das große Thema für die nächsten Monate. Europaweit sehen wir einen klaren Trend zu niedriger Inflation, auch wenn sie jüngst in Deutschland auf Grund von Sondereffekten im Juni gestiegen ist. Der realwirtschaftliche Ausblick für Deutschland hat sich in den letzten Wochen deutlich eingetrübt. Gleichzeitig machte sich aber im Juni vorsichtiger Konjunkturoptimismus in den USA breit, der vor allem die US-Börsen beflügelte.

Wir schätzen, dass sich die Inflationsrate des Euro-raums im Herbst erstmals wieder der EZB-Zielmarke von 2 % annähern wird. Die große Frage ist, wie die Zentralbank auf die deutlich sinkende Gesamtinflation reagiert. Betont sie weiter ihre datenabhängige Entscheidungsfindung, könnte sie im September einen letzten kleinen Zinsschritt umsetzen oder sogar eine Pause einlegen. Sie könnte aber auch auf die weiterhin hohe Kerninflation verweisen und in der Folge die Märkte mit noch höheren (oder länger hohen) Zinsen überraschen. Damit würde sich aber auch das Risiko erhöhen, dass die EZB den geldpolitischen Kurs zu stark anzieht. Wir schätzen derzeit das erste Szenario als wahrscheinlicher ein.

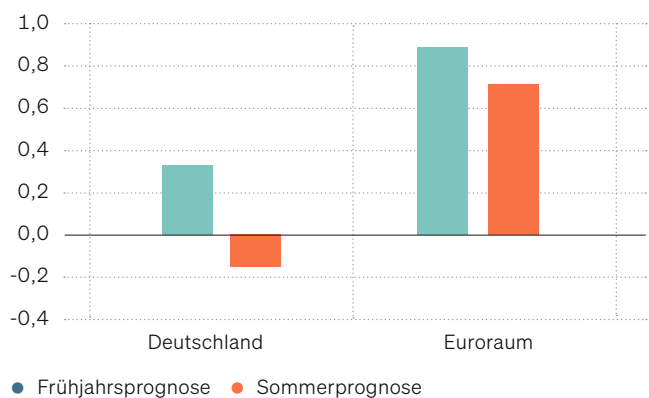
GESAMTWIRTSCHAFT

Ausblick für Deutschland verdüstert sich

Die Wachstumsprognosen für die deutsche Wirtschaft im Jahr 2023 haben sich deutlich verschlechtert (Abb. 1). Rechneten die meisten deutschen Wirtschaftsforschungsinstitute im Frühjahr noch mit einem leichten Wachstum im Gesamtjahr, sagen sie nun einen leichten Rückgang der Wirtschaftsleistung voraus. Dazu trug insbesondere die Abwärtsrevision der BIP-Daten für das 1. Quartal 2023 auf -0,3 % (ggü. Vorquartal) bei. Eine grundlegende Veränderung der Dynamik wird jedoch nicht konstatiert, lediglich eine Verzögerung der Erholung. Die Institute rechnen mit einer Erholung des Konsums ab dem 2. Halbjahr, wenn die Realeinkommen angesichts fallender Inflationsraten und höherer nominaler Löhne wieder steigen. Erste Lichtblicke gibt es bereits: Der reale Einzelhandelsumsatz stieg im April zum zweiten Mal gegenüber dem jeweiligen Vormonat leicht an.

Prognosen verschlechtern sich

Abb. 1 · BIP-Prognose für 2023, % ggü. Vorjahr



Anmerkungen: Mittelwert der Prognosen von ifo Institut, IfW Kiel, IWH Halle und RWI Essen. Preis- und kalenderbereinigte Werte.

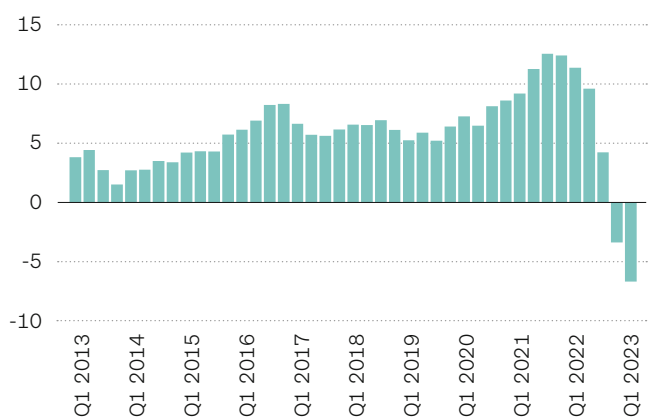
Quelle: ifo Institut, IfW Kiel, IWH Halle, RWI Essen, eigene Berechnungen

Kommt die Revision der Revision? Ein wichtiger Grund für die Abwärtsrevision des deutschen BIP im 1. Quartal war ein Einbruch des Staatskonsums von fast 5 % ggü. Vorquartal. Das IfW Kiel hält dies für unplausibel und argumentiert in seiner [Sommerprognose](#), eine erneute Revision sei denkbar.

Steigende Zinsen hinterlassen deutliche Spuren im deutschen Immobiliensektor. Der Häuserpreisindex für Deutschland fiel im 1. Quartal so schnell wie noch nie seit Beginn der Zeitreihe im Jahr 2000. Der Rückgang betrug fast 7 % ggü. dem Vorjahresquartal (Abb. 2). Auch die Zahl der Baugenehmigungen fiel im April auf den niedrigsten Stand seit acht Jahren. Sie lag bei nur 21.200 und somit ein Drittel niedriger als

Häuserpreise fallen schnell

Abb. 2 · Häuserpreisindex Deutschland, % ggü. Vorjahresquartal



Quelle: Statistisches Bundesamt

im Vorjahresquartal. Zu dieser Entwicklung trugen neben den verschlechterten Finanzierungsbedingungen auch hohe Kosten für Baumaterialien bei.

Trübe Stimmung in Teilen Europas, doch nicht überall

Europäische Stimmungsindikatoren gaben im Juni deutlich nach. Der Flash-Produktmanagerindex fiel im Euroraum und in Deutschland. Besonders in der Industrie ist die Stimmung schlecht, während sich der Dienstleistungssektor zuversichtlicher zeigt. Der Wert für die deutsche Gesamtwirtschaft liegt mit 50,8 Punkten nur noch knapp über der Wachstumsschwelle von 50 Punkten. Ein ähnliches Bild zeichnet der ifo-Geschäftsklimaindex. Dort gingen insbesondere die Geschäftserwartungen stark zurück. Auch die deutschen Konsumenten sind verunsichert. Der GfK-Konsumklimaindex für Juli fiel nach acht Anstiegen in Folge leicht.

Schwacher Konsum dominiert nicht überall. Während in Deutschland der Konsumrückgang die Wachstumsszahlen ins Negative drückt, ist dies nicht im ganzen Euroraum der Fall. In Italien war die Binnennachfrage im 1. Quartal stark, so dass die Wirtschaftsleistung um 0,6 % (ggü. Vorquartal) expandierte. Das spanische BIP wuchs trotz schwacher Konsumzahlen dank starker Exporte deutlich um 0,5 %.

Weltwirtschaftliche Lage etwas besser

Für die Weltwirtschaft ist der Ausblick etwas weniger trüb. Die OECD erwartet für das laufende Jahr ein globales BIP-Wachstum von 2,7 %, was unter dem langjährigen Mittel liegt, doch gegenüber der Winterprognose eine leichte Aufwärtsrevision darstellt. Die Dynamik wird hauptsächlich von Schwellenländern getrieben. Deutschland wird laut dieser Voraussage das schwächste Wachstum unter den G7-Staaten verzeichnen (s. Tabelle 1).

In den USA macht sich etwas Optimismus breit; im Gegensatz zum Euroraum überwogen zuletzt die positiven Überraschungen (Abb. 3). Zuvor war lange befürchtet worden war, dass sich die Inflation nur zum Preis einer Rezession und deutlich höherer Arbeitslosigkeit zum Zielwert zurückbringen lassen würde. Nun zeigen revidierte BIP-Daten, dass die Wirtschaft im 1. Quartal mit 2 % (ggü. Vorquartal, annualisiert) recht kräftig wuchs. Auch der Arbeitsmarkt bleibt bislang bemerkenswert resilient angesichts stark gestiegener Leitzinsen. Die Arbeitslosenquote stieg im April nur leicht auf 3,7 % an. Gleichzeitig sank die Verbraucherpreisinflation im Mai von 4,9 % auf 4,0 %, nachdem sie vor einem Jahr noch doppelt so hoch lag.

Aussichten für die Weltwirtschaft moderat gut

Tabelle 1 · % ggü. Vorjahr

Land	BIP		Inflation	
	2023	2024	2023	2024
Welt	2,7	2,9	6,1	4,7
Deutschland	0,0	1,3	6,3	3,0
Euroraum	0,9	1,5	5,8	3,2
Frankreich	0,8	1,3	6,1	3,1
Italien	1,2	1,0	6,4	3,0
Japan	1,3	1,1	2,8	2,0
Kanada	1,4	1,4	3,5	2,3
USA	1,6	1,0	3,9	2,6
Ver. Königreich	0,3	1,0	6,9	2,8

Anmerkung: Inflation bezieht sich bei EU-Mitgliedern auf den Harmonisierten Verbraucherpreisindex. Welt-Inflation bezieht sich auf die G20-Staaten.

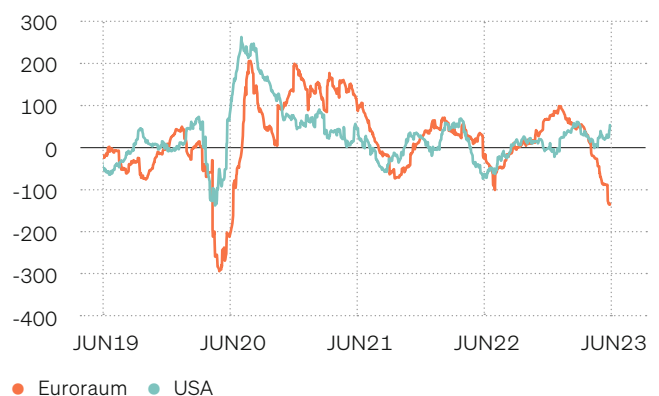
Quelle: OECD Wirtschaftsausblick Juni 2023

Inflationsdruck nimmt ab, doch Kernrate weiter hoch

Der globale Inflationsdruck nimmt weiter ab. Der [Global Supply Chain Pressure Index](#), der Informationen zu Frachtkosten und Lieferzeiten aggregiert, liegt seit Februar unter seinem langfristigen Mittelwert und sank im Mai auf den niedrigsten Stand seit 1998, dem Beginn der Datenreihe. Er hatte im Herbst 2021 einen historischen Höchststand erreicht. Auch die globalen Nahrungsmittelpreise sind zuletzt gesunken. Der FAO Food Price Index stand im Mai mit 124 Punkten auf dem Stand von Sommer 2021. Beide Dynamiken

USA überraschen positiv, Euroraum negativ

Abb. 3 · Citigroup Economic Surprise Index



Anmerkung: Die Citigroup Economic Surprise Indizes sind definiert als gewichtete historische, normalisierte Datenüberraschungen (Ist-Releases vs. Bloomberg-Erhebungsmedian) über die letzten drei Monate. Ein positiver Wert des Indexes deutet darauf hin, dass die Wirtschaftsdaten per Saldo den Konsens übertrafen haben.

Quelle: Refinitiv Datastream

werden zu einem schnelleren Rückgang der Inflation beitragen, wenngleich mit Verzögerung.

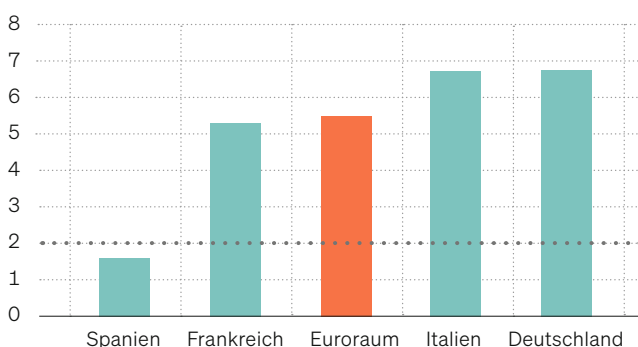
In Deutschland stieg die Inflationsrate im Juni zum ersten Mal seit Januar wieder leicht an und lag bei 6,4 % (VPI). Das ergeben erste Schätzungen des Statistischen Bundesamts. Auch die Kerninflation (ohne Energie und Nahrungsmittel) stieg um 0,4 Prozentpunkte auf 5,8 %. Dazu trug insbesondere ein Basiseffekt bei: Im Sommer 2022 waren die Ausgaben für Mobilität durch das 9-Euro-Ticket ungewöhnlich niedrig, so dass die Teuerung im Vergleich zum Vorjahresmonat in den kommenden Monaten trotz des 49-Euro-Tickets erhöht sein wird. Das IfW Kiel schätzt, dass der Effekt mit 0,75 Prozentpunkten substantiell ist.

Im Euroraum ging die Teuerungsrate um 0,6 Prozentpunkte auf 5,5 % (HVPI) zurück, so die vorläufigen Zahlen von Eurostat. Damit hat sie sich seit Oktober vergangenen Jahres fast halbiert. Gleichzeitig stieg jedoch die für die mittelfristige Entwicklung wichtige Kerninflation (ohne Energie, Nahrungsmittel, Alkohol und Tabak) leicht auf 5,4 %. Auffällig sind die großen Unterschiede zwischen den Mitgliedern des Euroraums (s. Abb. 4): Während in Spanien die Gesamtinflation in zwischen unter dem Preisstabilitätsziel der EZB liegt, ist sie in Italien und Deutschland weiter stark erhöht.

Die Europäische Zentralbank rechnet nicht damit, ihr Inflationsziel vor Ende 2025 zu erreichen. Sie erhöhte ihre Prognose kürzlich leicht und erwartet nun für den Euroraum eine Teuerungsrate von 5,4 % im laufenden Jahr, 3,0 % im Jahr 2024 und 2,2 % im Jahr 2025. Deutsche Wirtschaftsforschungsinstitute sind dagegen

Große Unterschiede in den Inflationsraten der Euro-Länder

Abb. 4 · Inflationsrate (HVPI), %



Anmerkung: Gestrichelte Linie markiert das 2-Prozent-Inflationsziel der EZB.

Quelle: Refinitiv Datastream

optimistischer. So rechnet beispielsweise das ifo-Institut damit, dass die EZB ihr Inflationsziel von 2 % schon 2024 wieder erreicht. Einigkeit besteht darüber, dass die hohe Kerninflation (ohne Energie und Nahrungsmittel) nicht leicht unter Kontrolle zu bringen sein wird. Ein wichtiger Faktor in der weiteren Preisentwicklung wird daher sein, ob Unternehmen auf kommende Lohn erhöhungen mit höheren Preisen reagieren oder ob sie Einschnitte bei ihren Gewinnen hinnehmen.

Die USA sind Europa in der Inflationsbekämpfung weiter voraus, als es auf den ersten Blick scheint.

Die üblicherweise in den Medien berichtete Kerninflation der Verbraucherpreise im Mai lag sowohl in den USA als auch im Euroraum bei 5,3 %. Diese Zahlen beruhen jedoch auf unterschiedlichen Definitionen. In einer neuen [Analyse](#) konstruierte der amerikanische Council of Economic Advisers daher einen Index, der den direkten Vergleich zulässt. Nach dieser Metrik lag die Kerninflation im Mai in den USA bei nur circa 3 %, im Euroraum dagegen bei etwa 7 %.

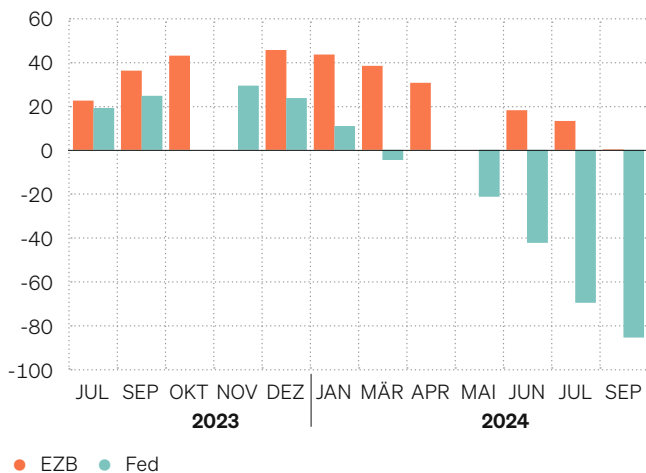
FINANZMÄRKTE

Zentralbanken unbeirrt restriktiv

Sowohl die US-Notenbank Fed als auch die EZB haben im Juni wichtige geldpolitische Entscheidungen getroffen. Während die Zinsentscheidungen unterschiedlich ausfielen, einte beide Zentralbanken ein unerwartet restriktiver Ausblick für den Rest des Jahres. In den USA beschloss die Fed, ihren Zinserhöhungszyklus zu pausieren und die Leitzinsen bei 5,00 bis 5,25 % zu belassen. Allerdings signalisierten die Währungshüter weitere Zinsanhebungen: Die Projektion für den Leitzins Ende 2023 wurde von 5,1 auf 5,6 % angehoben. Die Fed-Mitglieder erwarten also im Mittel zwei weitere Zinsanhebungen zu jeweils 0,25 Prozentpunkten. Die marktseitigen Erwartungen hatten im Vorfeld bei einem weiteren Schritt gelegen. Nur zwei von 18 Entscheidern sind der Meinung, dass es keine weitere Zinserhöhung geben wird. Aufgrund der optimistischeren Wachstums- und Inflationsprognosen (BIP in 2023: 1,0 % nach 0,4 %; Inflation: 3,2 % nach 3,3 %) wurden die Zinsprojektionen auch für 2024 und 2025 auf 4,6 % und 3,4 % angehoben (zuvor: 4,3 % und 3,1 %). Wie dieses Jahr bereits häufiger der Fall war, sind die Märkte dieser Kommunikation nur teilweise gefolgt. Dort herrscht weiterhin die Überzeugung, dass die Fed diese nun in Aussicht gestellten Zinsanhebungen nicht vollumfänglich durchführen wird. Die abgeleiteten Zinserwartungen sehen derzeit eine weitere Anhebung um 25 Basispunkte im Juli vor. Einem zweiten Zinsschritt dieses Jahr wird eine Wahrscheinlichkeit

Zinserwartungen in den USA und dem Euroraum divergieren

Abb. 5 · Marktimplizite Zinsänderungserwartung, basierend auf €STER Forward Swaps (in Basispunkten)



Quelle: Datastream, eigene Berechnungen

von 40 % zugestanden, gefolgt von ersten Zinssenkungen Anfang 2024 (Abb. 5). Hintergrund ist die Annahme, dass mit sinkenden Inflationsraten der Druck auf die Fed abnimmt, so dass der zweite Zinsschritt nicht nötig sein wird.

EZB steht vor weiteren Zinserhöhungen

Anders als die Fed hat die EZB die Leitzinsen erwartungsgemäß um 25 Basispunkte erhöht: Der Einlagensatz steht nun bei 3,50 %, der Hauptrefinanzierungssatz beläuft sich auf 4,00 % und der Spitzenrefinanzierungssatz auf 4,25 %. Darüber hinaus wurde am Plan festgehalten, die Reinvestitionen aus APP-Fälligkeiten ab Juli einzustellen und die PEPP-Fälligkeiten bis mindestens Ende 2024 weiter anzulegen. Die EZB hielt an ihrer Inflationsprognose für 2023 fest und hob die Erwartungen für 2024 an – auch aus Sicht des EZB-Rates bleibt das Niveau zu lange zu hoch (s. o.). Zudem könnten zukünftig höhere Lohnabschlüsse und Preisanstiege bei Energie und Nahrungsmitteln die Inflationsrisiken zusätzlich verschärfen. Ein solches Szenario birgt nicht nur Potenzial für zukünftige, bisher nicht eingepreiste Zinsschritte, sondern könnte die EZB auch dazu veranlassen, ihren Straffungszyklus zeitlich auszudehnen. Eine weitere Zinserhöhung für Juli wurde ausdrücklich als „sehr wahrscheinlich“ in Aussicht gestellt. Der überraschend scharfe Ton in der Beurteilung des kurzfristigen Ausblicks wurde von den Märkten dahingehend aufgegriffen, dass darüber hinaus noch ein weiterer Zinsschritt nötig werden könnte. Die Möglichkeit von in Summe zwei noch ausstehenden Zinserhöhungen wird am Markt auch nahezu

vollständig eingepreist. Auch das ‚higher for longer‘ ist vom Markt übernommen worden; die Zinsen werden in einem Jahr immer noch auf dem heutigen Niveau erwartet.

Anders als in den USA, wo die Fed zwei Zinsschritte kommuniziert, aber die Märkte bei der Erwartung einer einzelnen Anhebung bleiben, preisen sie im Euroraum zwei solcher Anhebungen ein, obwohl sich die EZB nur auf eine festgelegt hat. Dahinter stehen unterschiedliche Erwartungen über die Inflationsentwicklung: Während der Trend in den USA deutlich sinkend erwartet wird, dürfte der Preisdruck im Euroraum nur zögerlich abnehmen, wie die Juni-Zahlen belegen.

Diskussion um Lohn-Preis-Spirale geht in die nächste Runde

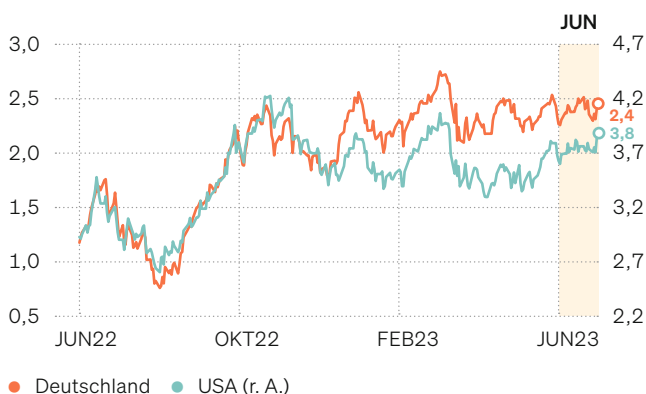
Interessant ist die Entwicklung der Debatte um die Rolle steigender Löhne bei der Inflationsentwicklung in den USA. Die lange vorherrschende Meinung, dass Arbeitnehmer, die höhere Löhne fordern, damit die Lohnkosten der Arbeitgeber erhöhen, die diese dann über steigende Preise kompensieren, hat zusätzliche Nahrung bekommen: Die beiden namenhaften Ökonomen Ben Bernanke und Oliver Blanchard verweisen in einem aktuellen Arbeitspapier ([What caused the U.S. pandemic-era inflation?](#)) mit neuer Evidenz auf genau diesen Zusammenhang. Nachdem die Inflation in den USA während und nach der Pandemie vornehmlich durch Angebotsschocks geprägt war, erwarten sie, dass ab 2023 steigende Löhne zu stärkeren Inflationstreibern werden.

Demgegenüber stehen neue Erkenntnisse von Adam Shapiro, Ökonom bei der Federal Reserve Bank of San Francisco. In einem Arbeitspapier ([How Much Do Labor Costs Drive Inflation?](#)) zeigt er auf, dass die Lohnentwicklung nur einen verschwindend geringen Erklärungsbeitrag zum aktuellen Inflationsgeschehen in den USA leistet. Sollte der Arbeitsmarkt in diesem Zusammenhang tatsächlich keine zentrale Rolle spielen, dann würde auch die Notwendigkeit, dort eine deutliche Abkühlung zu bewirken, entfallen. Eine höhere Arbeitslosigkeit wäre mithin keine notwendige Bedingung mehr, um an der Inflationsfront für Entspannung zu sorgen.

Bemerkenswert ist die Veränderung in der Rhetorik von Fed-Chef Jerome Powell bei dem Thema. Noch im letzten Jahr hatte er Löhne und den heißen Arbeitsmarkt als zentrale Inflationstreiber in den USA dargestellt. Genau diese Faktoren bewertete er jüngst nun aber als hilfreich bei seinem Ziel, ein ‚soft landing‘ der US-Wirtschaft zu erreichen: Ein hoher

Renditen im Juni unbewegt

Abb. 6 · Renditen zehnjähriger Staatsanleihen (in %)



Quelle: Datastream, eigene Berechnungen

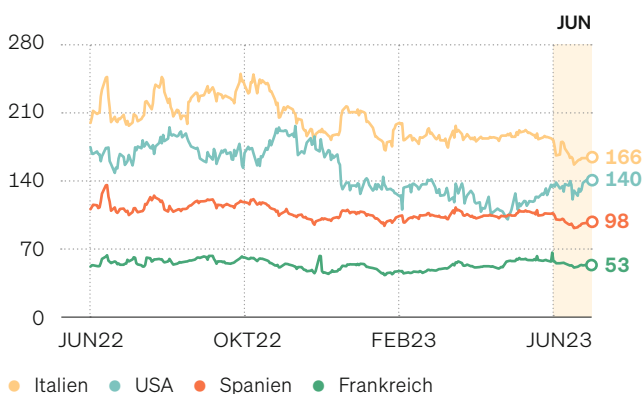
Beschäftigungsstand unterstütze den Konsum und treibe die Wirtschaft an. Der starke Arbeitsmarkt ist in dieser Sichtweise plötzlich nicht mehr Teil des Problems, sondern eher Teil der Lösung. Auf diesen Widerspruch zu früheren Aussagen angesprochen, zog Powell sich zwar zurück mit dem erneuten Hinweis, ein lockerer Arbeitsmarkt sei wichtig, um vor allem bei den Dienstleistungen für eine niedrigere Inflation zu sorgen. Die Erkenntnisse von Adam Shapiro eröffnen aber eine neue Perspektive auf das Inflationsthema, nämlich dass der Arbeitsmarkt nicht zwingend die einzige preistreibende Kraft ist. Den Fokus zu erweitern könnte dazu beitragen, dass eine übermäßige geldpolitische Straffung verhindert wird.

Staatsanleiherenditen ohne klaren Trend

An den Bondmärkten hatte der unerwartet restriktive Ton der Zentralbanken zunächst für eine Aufwärtsbewegung gesorgt. Dem wirkten vor allem

Renditespreads signalisieren Ruhe

Abb. 7 · Renditespreads zehnjähriger Staatsanleihen ggü. Deutschland (in Basispunkten)



Quelle: Datastream, eigene Berechnungen

im Euroraum aber bald konjunkturelle Sorgen entgegen. Die Eintrübung der monatlichen Indikatoren am aktuellen Rand könnte nach der Rezession im Winterhalbjahr auf eine erneut schwächelnde Wirtschaft hindeuten. Die Rendite der zehnjährigen Bundesanleihe lag Ende Juni mit 2,41 % nahezu auf dem Niveau vom Monatsanfang und rd. 25 Basispunkte unter dem vom Jahresanfang. Im Kontrast dazu sorgte in den USA die Aufwärtsrevision des Q1-BIPs von 1,3 % auf 2 % bei den Renditen zuletzt für einen Satz auf 3,84 % (Abb. 6).

Die Renditedifferenzen, sowohl von Dreimonats- als auch von Zweijahresanleihen, jeweils zu Zehnjahresanleihen, sind in den USA und Deutschland tief im negativen Bereich.

In den USA ist es die tiefste Inversion seit über 40 Jahren. Damals folgte aufgrund der restriktiven Geldpolitik der Fed eine tiefe Rezession der US-Wirtschaft. Das rapide gestiegene Zinsniveau in den vergangenen zwölf Monaten löst an den Bondmärkten ähnliche Sorgen aus - anders als an den Börsen (dazu unten mehr). Die von inflationsgesicherten Staatsanleihen abgeleiteten Inflationserwartungen für die nächsten zehn Jahre liegen in Deutschland mit 2,3 % mittlerweile höher als in den USA (2,1 %).

Renditen der Euronachbarn profitieren von guten Wirtschaftsdaten

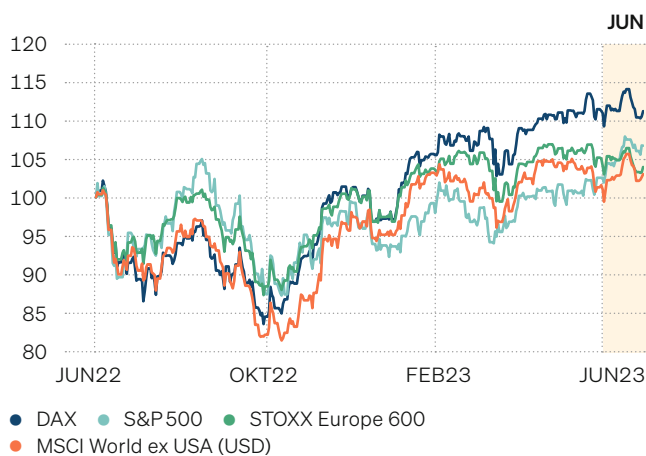
Die geldpolitischen Entscheidungen haben bei europäischen Staatsanleihen keine divergierenden Reaktionen ausgelöst. Der Risikoaufschlag italienischer zehnjähriger Anleihen ist sogar leicht rückläufig (Abb. 7). Diese Entwicklung ist bemerkenswert, denn immerhin hat die EZB an ihrem Vorhaben, im Rahmen des APP erworbene Anleihen ersatzlos auslaufen zu lassen, festgehalten. Die Nachfrage nach Papieren seitens der EZB wird also nachlassen. Noch werden allerdings Wiederanlagen im Rahmen des PEPP überproportional auf die südlichen Euroländer konzentriert. Zudem sind die jüngsten Wirtschaftsdaten aus diesen Ländern weniger schwach als aus Deutschland und Frankreich.

Börsen-Optimismus hält an

Auf den Aktienmärkten fokussiert man sich aufs Positive. Sinkende Inflationsraten in den USA halten Zinssenkungsfantasien trotz anderslautender Bekundungen der Zentralbanker am Leben. Sinkende Inputkosten in Form fallender Produzentenpreise bedeuten positive Impulse für die Unternehmensmargen. Vor allem in den USA keimt neue Hoffnung: Nachdem die Aktienindizes dort zu Jahresbeginn dem Rest der Welt hinterherhinkten, nähren die jüngsten Wirtschaftsdaten die Hoffnung auf das ‚soft landing‘. Der S&P 500 hat mit rd. 4.400 Punkten seinen Rückstand aufgeholt und

Die Bullen geben nicht auf

Abb. 8 · Indizes ausgewählter Aktienmärkte (1. Juni 2022=100)



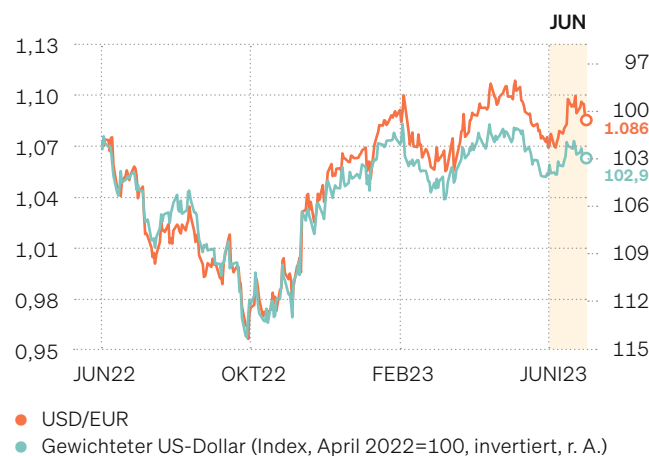
Quelle: Datastream, eigene Berechnungen

liegt mit YTD +15 % nun vor dem DAX (YTD +13 %), dem STOXX Europe 600 (YTD +6 %) und dem MSCI World ohne die USA (Abb. 8).

Die jüngste Rallye ist in den USA eher von einer Bewertungsausweitung als von steigenden Gewinnen geprägt. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis des S&P 500 hat seit Jahresanfang um 20 % expandiert, jenes des DAX liegt nahezu auf dem gleichen Niveau wie Anfang Januar (Tabelle 2). Dass die Kurse in den USA steigen, obwohl die Gewinne im Winterhalbjahr gesunken sind, liegt vornehmlich an einigen wenigen Unternehmen aus dem IT-Bereich, denen enorme Gewinne im Zuge der Verbreitung von KI zugetraut werden. Der Nasdaq 100 hat mit knapp 40 % Kursgewinn das beste erste Halbjahr seit 40 Jahren verzeichnet. Dass sich im Umfeld dieser von manchen als Revolution bezeichneten Euphorie der Fokus auf in der Zukunft liegende

Euro-Comeback im Mai

Abb. 9 · Wechselkurse ausgewählter Währungen ggü. dem Euro



Quelle: Datastream, eigene Berechnungen

Gewinne verschiebt, führt dann zu höheren Bewertungen (deren Maßstab die heutigen Gewinne sind). Annahmen über künftige Gewinne sind naturgemäß unsicher und sollten die Erwartungen nicht oder anders eintreffen, kann eine Neueinschätzung schnell zu Kurskorrekturen führen.

EZB-Entscheid gibt dem Euro Kraft

Die Aufwärtsrevision der von der EZB erwarteten Inflationsraten hat der Gemeinschaftswährung Auftrieb gegeben. Nicht nur scheinen zwei weitere Zinsschritte damit wahrscheinlicher, sondern es muss nun auch in Betracht gezogen werden, dass die Zinsen länger auf dem erhöhten Niveau verbleiben als zuvor gedacht. War der Euro noch mit 1,068 USD/EUR in den Juni gestartet, kratzte er nach dem EZB-Entscheid an der Marke von 1,10 USD/EUR (Abb. 9).

Kursgewinne des DAX sind durch steigende Gewinne gedeckt

Tabelle 2 · 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	12,9	12,8	0,3	14,9	-13,4	10,9	1,4	1,4	-7,27	1,62	-15,0	
S&P 500	24,1	23,1	20,5	20,2	19,3	19,0	4,4	4,2	17,91	3,19	39,1	
CAC 40	17,2	16,7	38,9	17,7	-3,2	12,2	1,9	1,8	9,61	1,52	23,3	
IBEX 35	12,9	12,5	22,0	14,3	-10,1	11,0	1,3	1,3	5,14	1,32	-1,0	
FTSE 100	14,0	14,2	-17,4	18,7	-24,8	10,5	1,7	1,6	-0,30	1,73	-4,0	
FTSE MIB	8,8	8,3	6,3	12,9	-31,9	8,7	1,5	1,4	8,20	1,25	19,3	
STOXX Europe 600	15,2	15,2	15,1	18,5	-18,1	12,4	1,9	1,8	3,57	1,79	4,0	

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.

Der Aufwärtstrend könnte sich fortsetzen. Zwar hat sich auch in den USA der Wind wieder in Richtung Zinserhöhungen gedreht; sollte die Fed voranschreiten, dürften andere Zentralbanken aber folgen. Sollte die Fed doch nicht beide avisierten Zinsschritte gehen, dürfte die EZB ihren Pfad dennoch fortsetzen. Immerhin liegen die Inflationsraten im Euroraum höher als in den USA, und das sogar mehr, als der Blick auf die nackten Zahlen offenbart (s.o.) Politische Unsicherheiten wie der Schuldenstreit in den USA sind beigelegt und die Präsidentschaftswahl wirft ihre Schatten noch nicht voraus.

Aber der US-Dollar sollte nicht abgeschrieben werden: Das Auseinanderklaffen der jüngsten Wirtschaftsindikatoren geht eindeutig zugunsten der US-Wirtschaft. Eine schwächelnde Konjunktur im Euroraum bei gleichzeitig besserer Entwicklung in den USA könnte die Unternehmensgewinne dort stützen und für eine Geldanlage attraktiver machen. In diesem Szenario würde wohl der US-Dollar vorne liegen.

AUSBLICK

Wir erwarten nur bedingt Impulse für das deutsche und europäische Wachstum aus der weltwirtschaftlichen Entwicklung. Die nachfragebremsende Wirkung höherer Zinsen in den USA wird auch die deutsche Exportwirtschaft spüren. Zusätzlich lahmt die chinesische Wirtschaft. Die jüngste Entscheidung der chinesischen Zentralbank, erstmals seit langem die Zinsen wieder zu senken, verdeutlicht das Problem. China hat auch mit strukturellen Problemen im Immobilien-sektor und hoher Jugendarbeitslosigkeit zu kämpfen.

Wir erwarten weiterhin eine schrittweise Entspannung an der europäischen und deutschen Inflationsfront ([Economics & Finance Perspectives, März 2023](#)). Lieferkettenstörungen und Energiepreise spielen keine Rolle mehr als Inflationstreiber; auch der Beitrag von Nahrungsmittelpreisen lässt nach. Zwar zeigt die empirische Evidenz aus anderen EU-Ländern klar ([CAE, Focus 2023](#)) dass Preiserhöhungen schneller in den Wertschöpfungsketten weitergegeben werden als Preisnachlässe. Der Trend zu niedriger Gesamtinflation bleibt aber bestehen. Die erhöhten deutschen Inflationszahlen im Juni sind vor allem auf Sondereffekte zurückzuführen, die im September auslaufen.

Weniger optimistisch sind wir in Bezug auf die Kerninflation. Diese wird zwar voraussichtlich

im Sommer ihren Scheitelpunkt erreichen, eine schnelle Rückkehr zu niedrigeren Zahlen ist aber nicht garantiert. Unternehmen werden voraussichtlich eher abwartend agieren und ihre letzten Preiserhöhungen nicht so schnell rückgängig machen. Entscheidend wird sein, ob sie höhere Lohnkosten durch geringere Profite auffangen werden oder die Mehrkosten als höhere Preise weitergeben.

Die höheren Nominallöhne 2023 und 2024, kombiniert mit einer nachlassenden Inflationsdynamik, werden europaweit zu einer Erholung der realen Kaufkraft führen. Diese Entwicklung wird die Binnennachfrage stützen.

Die Entwicklung der europäischen Inflationszahlen und insbesondere die Antwort der EZB darauf bleibt der wichtigste Faktor. Wie im bereits im März vorausgesagt ([Economics & Finance Perspectives, März 2023](#)), sind Sorgen um die europäische Finanzmarktstabilität erstmal in den Hintergrund getreten. Die Entwicklung der (Kern-)Inflation und vor allem die Antwort der EZB darauf werden die nächsten Monate prägen.

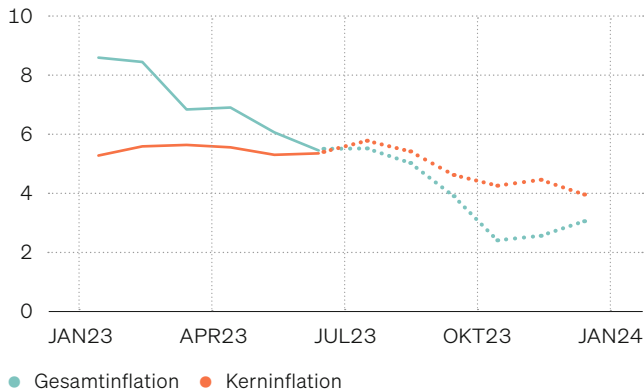
Die EZB wird nicht müde zu betonen, dass sie die Zinsen weiter anhebt, solange ihr geldpolitisches Mandat noch nicht erfüllt ist. Eine Erhöhung im Juli von 25 Basispunkten scheint ausgemachte Sache. In Bezug auf ihre nächste Entscheidung im September fährt die EZB derzeit auf Sicht.

Soft Landing? Unserer Schätzung nach könnte sich die Gesamtinflationsrate im Vergleich zum Vorjahresmonat im Herbst erstmals dem EZB-Ziel von 2 % annähern (Abb. 10). Solch eine Entwicklung wäre konsistent mit einer Inflationsrate von 5,4 % für das Gesamtjahr, wie sie die EZB voraussagt. Gleichzeitig bliebe die Kerninflation mit über 4 % deutlich erhöht. In dieser Situation sind zwei Reaktionen der EZB denkbar.

Das wahrscheinlichste Szenario ist, dass die EZB weiter wie in den letzten Monaten dem eher kurzfristig orientierten „datenabhängigen“ Ansatz folgt und auf die positive Entwicklung der Gesamtinflationsrate verweist. So könnte sie es bei einem kleinen Zinsschritt im September belassen oder sogar eine Pause rechtfertigen, falls sich die wirtschaftliche Situation im Euroraum weiter verschlechtert.

Gesamtinflationsrate könnte rasch fallen, doch Kerninflation weiter hoch

Abb. 10 · Mit EZB-Prognose konsistenter Inflationsspfad, %



Anmerkung: Gestrichelte Linien bezeichnen Szenarien. Kalibriert basierend auf der EZB-Pronose von Juni 2023. Kerninflation bezeichnet die Inflationsrate des Harmonisierten Verbraucherpreisindex ohne Energie, Nahrungsmittel, Alkohol und Tabak.

Quelle: Eurostat, EZB, eigene Berechnungen

Die Zentralbank könnte den Märkten jedoch auch eine Überraschung bereiten, indem sie durch die niedrigeren Gesamtinflationsraten hindurchblickt und Sorgen um die weiterhin hohe Kerninflation den Vorrang einräumt. Die aktuelle Inflationsprognose

der EZB liegt bei 3,0 % für 2024. Selbst für 2025 erwartet sie mit 2,2 % noch eine Teuerungsrate oberhalb ihres Zielwerts. Dies impliziert, dass sie das aktuelle Zinsniveau für zu niedrig hält. Zudem wird immer deutlicher, dass die EZB frustriert ist, weil der Markt eine Zinssenkung bereits im Jahr 2024 einpreist ([Erik Fossing Nielsen, Sunday Wrap, 2.7.2023](#)). Es ist also nicht ausgeschlossen, dass sie ein Zeichen setzt und die Zinsen nicht nur im September anhebt, sondern noch ein weiteres Mal im November. Dies hätte zwei Folgen:

- Die (Aktien-)Märkte müssten ihre Zinserwartungen bzw. den erwarteten Zeitpunkt einer möglichen Zinssenkung korrigieren. Dies hieße, dass wir auf einen ereignisreichen Herbst zusteuern könnten.
- Geldpolitik benötigt laut aktuellem Stand der Forschung zwischen 12 – 24 Monate, bis sie ihre Wirkung auf die Realwirtschaft voll entfaltet. Die EZB hat ihren ersten von mittlerweile acht Zinsschritten im Juli 2022 vollzogen. Jeder dieser Zinsschritte kommt nun langsam in der Realwirtschaft an. Ein weiterer Zinsschritt würde die Gefahr steigern, dass die EZB über ihr Ziel hinausschießt.

Anhang

Tabelle 3 · Die wirtschaftliche Situation im Euroraum

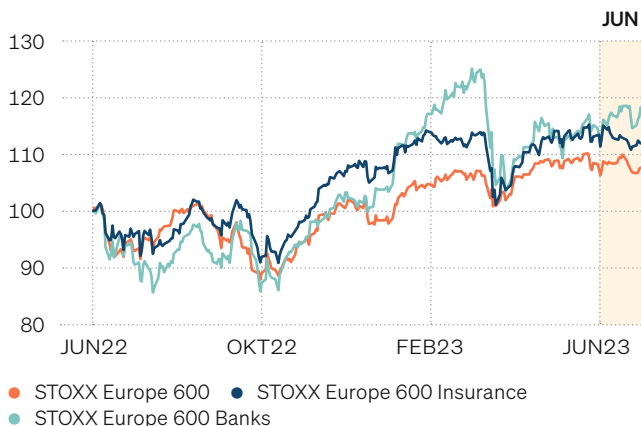
	Inflation, % ggü. Vorjahresmonat		BIP, % ggü. Vorquartal		BIP, % ggü. Q4 2019	
	JUNI 2023	MAI 2023	Q1 2023	Q4 2022	Q1 2023	Q4 2022
Euroraum	5,5	6,1	-0,1	-0,1	2,2	2,3
Deutschland	6,8	6,3	-0,3	-0,5	-0,5	-0,1
Frankreich	5,3	6,0	0,2	0,0	1,1	1,0
Italien	6,7	8,0	0,6	-0,1	2,5	1,9
Spanien	1,6	2,9	0,6	0,5	0,1	-0,5

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

Quelle: Refinitiv Datastream, eigene Berechnungen

Aktienindizes europäischer Versicherer und Banken

Abb. 11 · inkl. Dividenden, in €, beide: 1. Juni 2022=100



Quelle: Refinitiv Datastream, eigene Berechnungen

Renditespreads von Corporate Bonds

Abb. 12 · Investment Grade bzw. High Yield ggü. 10Y Staatsanleihen (Bunds für EUR, US-Treasuries für USD, in bps)



Quelle: Refinitiv Datastream, eigene Berechnungen

Tabelle 4 · Total Return ausgewählter Indizes

	2018	2019	2020	2021	2022	31. Mai 23 (YTD)	29. Juni 23 (YTD)	Rendite aktuell
Staatsanleihen								
USA	0,8%	7,0%	8,2%	-2,4%	-12,9%	2,4%	1,4%	4,4%
Euroraum	1,0%	6,8%	4,9%	-3,4%	-18,2%	2,4%	2,0%	3,2%
Deutschland	2,4%	3,1%	3,0%	-2,6%	-17,6%	1,9%	1,1%	2,6%
Unternehmensanleihen								
EUR								
Investment Grade	-1,1%	6,3%	2,6%	-1,0%	-13,9%	2,5%	2,0%	4,3%
High Yield	-3,6%	11,3%	2,8%	3,3%	-11,5%	3,8%	4,3%	7,4%
USD								
Investment Grade	-2,2%	14,2%	9,8%	-1,0%	-15,4%	2,9%	2,8%	5,6%
High Yield	-2,3%	14,4%	6,2%	5,4%	-11,2%	3,7%	5,1%	8,6%
Gedekte Anleihen								
EUR Covered	0,3%	2,8%	1,9%	-2,1%	-13,0%	1,7%	1,0%	3,6%
Aktienmärkte								
MSCI World (USD)	-8,2%	28,4%	16,5%	22,3%	-17,7%	8,8%	14,2%	
MSCI World (EUR)	-3,6%	30,8%	6,9%	31,6%	-12,3%	8,9%	11,9%	
MSCI Europe (EUR)	-10,2%	27,6%	-1,5%	25,5%	-10,1%	8,8%	10,2%	
DAX	-18,3%	25,5%	3,5%	15,8%	-12,3%	12,5%	14,5%	
S&P 500	-4,4%	31,5%	18,4%	28,7%	-18,1%	9,6%	15,5%	
NASDAQ 100	0,0%	39,5%	48,9%	27,5%	-32,4%	30,8%	37,2%	

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

03.07.2023

Publikationsassistentz

Anja Birkenmaier, Nadine Luther

Autoren

Dr. Paul Berenberg-Gossler
 Dr. Jörg Stefan Haas
 Dr. Max Hanisch

Bildnachweis

Unsplash | jazmi

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 2023