

ECONOMIC RESEARCH

Notenbanken vor schwierigen Entscheidungen

AUGUST 2023
Economics & Finance
Perspectives

Autoren

Dr. Jörg Stefan Haas
j.haas@gdv.de

Dr. Max Hanisch
m.hanisch@gdv.de

Executive Summary

Die EZB muss angesichts der immer schwächeren Konjunktur im Euroraum abwägen, ob sie trotz hartnäckig hoher Inflationsraten auf weitere geldpolitische Straffung verzichtet. Dagegen zeigt sich die US-amerikanische Konjunktur im Moment unerwartet robust, was die Fed zu einem weiteren Zinsschritt bewegen könnte.

Vor diesem Hintergrund setzt sich an den amerikanischen Finanzmärkten die Ansicht durch, dass die Zinsen länger hoch bleiben dürften. In der Folge sind die Renditen für Staatsanleihen auf mehrjährige Höchststände gestiegen. Die Aktienmärkte reagierten zunächst negativ auf diese Veränderung; zum Monatsende deuteten die Kurse aber bereits wieder ein Comeback an.

GESAMTWIRTSCHAFT

Weltwirtschaft mit uneinheitlichem Bild

Die US-amerikanische Wirtschaft bewegt sich derzeit auf einem Pfad, der ein Erreichen des Inflationsziels ohne eine kräftige Rezession möglich scheinen lässt. Das amerikanische BIP wuchs im 2. Quartal erneut kräftig um 0,5% (ggü. Vorquartal, nicht annualisiert). Gleichzeitig kühlt sich der Arbeitsmarkt, der zu den hohen Inflationsraten der letzten Jahre beigetragen hatte, ab. Die sogenannte „Quits Rate“, also der Anteil der Erwerbstätigen, die in einem Monat kündigten, ist nach historischen Höchstständen im Winter 2021/22 immer weiter zurückgegangen. Im Juli erreichte sie mit 2,3% den Stand von vor der Pandemie. Parallel liegt die Inflationsrate mit 3,3% (PCE) bereits in der Nähe des Inflationsziels der Fed, auch

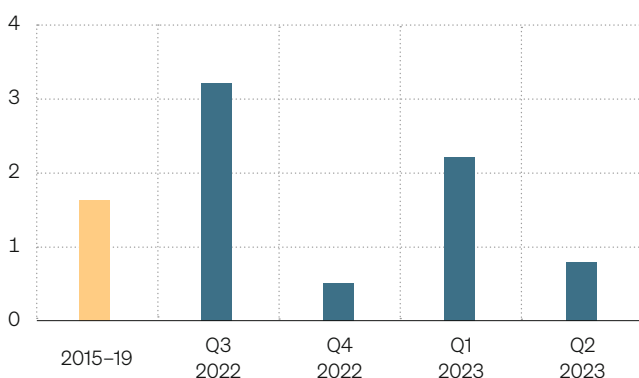
wenn sie im Juli leicht anstieg. Ob diese glückliche Kombination den Herbst übersteht, ist jedoch nicht gesichert. Das Konsumentenvertrauen musste zuletzt einen deutlichen Rückschlag hinnehmen. Es sank von 117 auf 106 Punkte.

Wirtschaftsdaten aus China enttäuschten dagegen in den Sommermonaten. Der erwartete Aufschwung nach dem Ende der Covid-Restriktionen fällt bislang klein aus. Das BIP wuchs gegenüber dem Vorquartal nur um 0,8% (Abb. 1) und der wichtige Immobilienmarkt ist von anhaltenden Problemen gezeichnet. Der nominale Einzelhandelsumsatz legte im Juli nur um schwache 2,5% gegenüber dem Vorjahr zu.

Die Wirtschaft des Euroraums schwächelt ebenfalls. Ein Drittel der Unternehmen im Euroraum gibt inzwischen an, dass es die Produktion aufgrund mangelnder Nachfrage einschränkt. Vor einem Jahr war es nur ein Fünftel. Zudem fiel der Einkaufsmanagerindex (PMI) für den Dienstleistungssektor unter die Wachstumsschwelle von 50 Punkten. Einen kleinen Lichtblick gab es aus dem seit langem pessimistischen Verarbeitenden Gewerbe, wo der PMI leicht auf 43,5 anstieg und so seinen seit Januar anhaltenden Abwärtstrend unterbrach.

Ebbt Chinas postpandemische Erholung bereits ab?

Abb. 1 · Wachstumsrate des chinesischen BIP, % ggü. Vorquartal



Anmerkungen: Preis-, kalender- und saisonbereinigt.

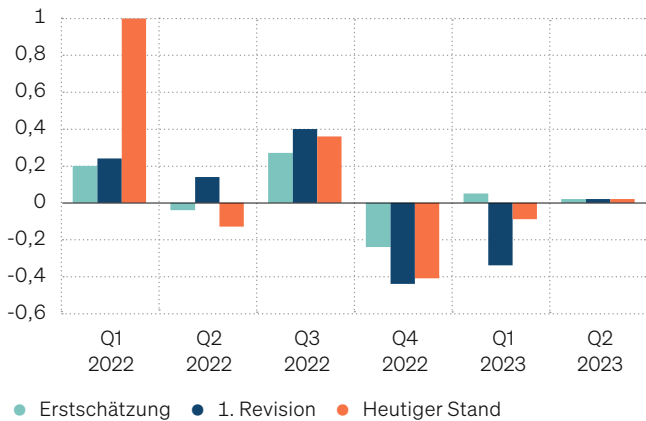
Quelle: Refinitiv Datastream

Schlechte Stimmung in Deutschland trotz steigender Löhne

Die Hoffnung auf eine deutliche Erholung der deutschen Wirtschaft im laufenden Jahr schwindet weiter. Nach einer technischen Rezession im Winterhalbjahr schrumpfte das BIP im 2. Quartal zwar nicht mehr weiter, sondern stagnierte. Gleichzeitig wurde die Wachstumsrate des 4. Quartals 2022 um 0,1 Prozentpunkte nach oben revidiert und die des 1. Quartals 2023 um 0,2 Prozentpunkte. Die Größenordnung solcher Revisionen war in den letzten Jahren oft erheblich in

Erhebliche Revisionen der Wachstumsraten sind üblich

Abb. 2 · Wachstumsrate des deutschen BIP, % ggü. Vorquartal



Anmerkungen: Preis-, kalender- und saisonbereinigt.

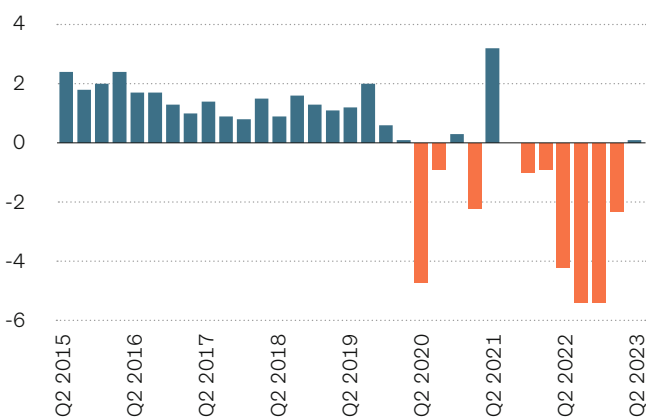
Quelle: Refinitiv Datastream

Relation zur Wachstumsrate (Abb. 2). Bei der Interpretation der neuesten Daten ist daher Vorsicht geboten.

Die Reallöhne in Deutschland sind zum ersten Mal seit zwei Jahren gestiegen. Im 2. Quartal lag der Reallohnindex des Statistischen Bundesamts mit 0,1% knapp über dem Wert des Vorjahresquartals (Abb. 3). Zu diesem Ergebnis trugen die leicht sinkende Inflationsrate und deutlich steigende Nominallöhne bei. Letztere zogen mit 6,6% etwa doppelt so stark an wie in den Jahren vor der Pandemie. Generell ist der deutsche Arbeitsmarkt weiterhin robust. Die saisonbereinigte Arbeitslosenquote (nach SGB-Definition) lag im August

Reallöhne steigen zum ersten Mal seit zwei Jahren wieder

Abb. 3 · Reallohnindex, % ggü. Vorjahresquartal



Quelle: Destatis

bei 5,7% und damit gerade einmal 0,3 Prozentpunkte über dem Wert des Vorjahresmonats.

Die Stimmung unter den Verbrauchern erholt sich dennoch nicht. Der GfK Konsumklimaindex lässt derzeit weder einen positiven noch einen negativen Trend erkennen. Er fluktuiert seit Mai um einen niedrigen Wert von -25 Punkten.

Auch auf Unternehmensseite trübt sich die Stimmung immer weiter ein. Der Einkaufsmanagerindex (PMI) für die deutsche Wirtschaft sank im August zum vierten Mal in Folge und liegt jetzt mit 44,6 Zählern deutlich unter der Wachstumsschwelle von 50 Punkten. Dazu trugen insbesondere schlechte Werte für das Verarbeitende Gewerbe bei, doch auch im Dienstleistungssektor überwiegt nun der Pessimismus. Das ifo-Geschäftsklima sank ebenfalls erneut auf 85,7 Punkte und war damit ungefähr so schlecht wie im vergangenen Herbst.

Inflation bewegt sich im Sommer seitwärts

In den Sommermonaten legte der Abwärtstrend der Inflation im Euroraum und Deutschland eine Pause ein. Die Gesamtinflationsrate stagnierte im Euroraum im August laut erster Schätzung bei 5,3%. Die Kernrate sank nur leicht auf ebenfalls 5,3% und damit auf den Stand von Mai. In Deutschland sank die Gesamtinflation minimal auf 6,1% und die Kernrate stagnierte bei 5,5%. In großen Volkswirtschaften wie Frankreich und Spanien beschleunigte sich die Preissteigerung sogar.

Grundsätzlich waren erhöhte Teuerungsraten im Sommer aufgrund von Basiseffekten erwartet worden ([Economics and Finance Perspectives 2023-JUN](#)). Beispielsweise waren im Sommer 2022 in Deutschland die Ausgaben für Mobilität durch das 9-Euro-Ticket und den Tankrabatt ungewöhnlich niedrig, so dass die Teuerungsraten der letzten Monate im Vergleich zum Vorjahresmonat höher ausfielen. Darüber hinaus stiegen die Preise im Euroraum aber auch gegenüber Juli 2023 recht stark um 0,6%. Im September und Oktober sind aufgrund von Basiseffekten wiederum deutlich niedrigere Jahresinflationsraten zu erwarten.

FINANZMÄRKTE

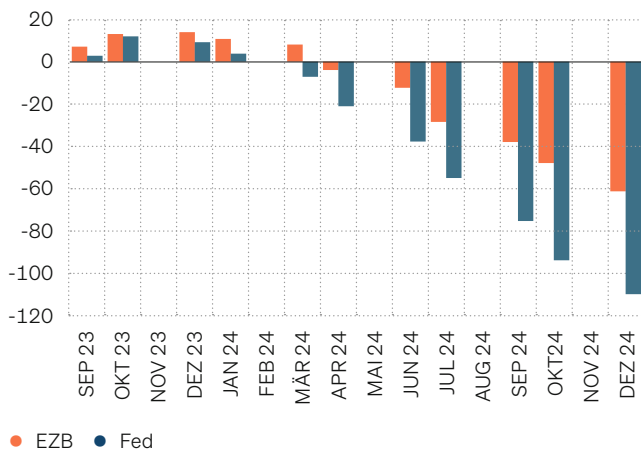
Fed vor längerem Zinsplateau

An den Finanzmärkten hat in den Sommermonaten ein Umdenken bezüglich der kurzfristigen geldpolitischen Ausrichtung der Zentralbanken stattgefunden. Bislang hatte sich weitestgehend die

Annahme gehalten, dass die Zinsen nahe ihrem Höchststand lägen und im Zuge einer sich abkühlenden Konjunktur – die auch die Inflationsraten absenken würde – bald Zinssenkungen bevorstünden. Zumindest in Bezug auf den ersten Punkt lagen sie richtig: Erwartungsgemäß haben sowohl die Fed als auch die EZB im Juli ihre Zinsen abermals um je 25 Basispunkte auf 5,5 % bzw. 3,75 % angehoben. Dass die Zinsgipfel dies- und jenseits des Atlantiks damit erreicht bzw. nahe sind, ist unstrittig. Darauf weisen nicht zuletzt Äußerungen verschiedener hochrangiger Notenbankmitglieder hin. Stattdessen hat sich der Fokus verschoben hin zu der Frage, wie lange die Zinsen auf diesem Niveau verharren werden. Denn anders als bereits seit dem vergangenen Jahr intensiv diskutiert, hält sich vor allem die US-Konjunktur so robust, dass eine Rezession dort womöglich doch vermieden werden kann. Ein „soft landing“ scheint zunehmend wahrscheinlich. Dann müsste das derzeitige Zinsniveau länger gehalten werden als bisher angenommen. Zwar sinken die Inflationsraten in den USA und sind, je nach Indikator, bereits unter die Schwelle von 3 % gesunken; aber die Fed hat wiederholt ihren Willen bekräftigt, die Zügel so lange angezogen zu halten, bis die Zielmarke von 2 % erreicht ist. Und da die US-Konjunktur die rapiden Zinsanhebungen des vergangenen Jahres (bisher) gut zu verkraften scheint, werden die zuvor avisierten Zinssenkungen zunehmend ausgepreist bzw. weit ins Jahr 2024 verschoben (Abb. 4). Einer weiteren Zinserhöhung durch die Fed wird derzeit hingegen nur eine geringe Wahrscheinlichkeit von ca. 10 % eingeräumt.

Zinssenkungen frühestens Mitte 2024 erwartet

Abb. 4 · Marktimplizite Zinsänderungserwartung, basierend auf €STER Forward Swaps (in Basispunkten)



Quelle: Datastream, eigene Berechnungen

EZB steht vor schwierigen geldpolitischen Entscheidungen

Im Euroraum stellt sich die Gemengelage komplexer dar. Nach dem unerwartet guten Start ins Jahr verdunkelt sich der Konjunkturrhimmel zusehends. Auch die Dynamik verschiedener Finanzmarktindikatoren zeigt nach unten. So sind die Wachstumsraten der Geldmenge M3 und von Krediten an Unternehmen und private Haushalte seit Monaten rückläufig.

Gleichzeitig liegen die Teuerungsraten noch fernab des Ziels und sinken nur zögerlich. Auch die Inflationserwartungen zeigen wenig Bewegung. Sie haben sich für den in fünf Jahren beginnenden Fünfjahreszeitraum bei 2,5 % eingependelt. Er wird derzeit selbst mittelfristig nicht erwartet, dass das Inflationsziel erreicht wird. Anders als die Fed sieht sich die EZB also mit der schwierigen Frage konfrontiert, ob sie der Inflationsbekämpfung mittels weiterer Zinsanhebungen Vorrang einräumen sollte, auch auf die Gefahr hin, dass sie damit der bereits schwächelnden Realwirtschaft weitere Lasten aufbürdet. Vor allem muss sie abwägen, ob ein weiterer Zinsschritt tatsächlich nötig ist. Es kann mehrere Quartale dauern, bis der volle Effekt von höheren Zinsen in der Realwirtschaft angekommen ist; mithin ist mit weiteren Belastungen zu rechnen. Darüber hinaus dürfte die Inflationsrate im Euroraum in den kommenden Monaten ohnehin schneller sinken als zuletzt (s. oben) und eine Konjunktur nahe oder in einer Rezession könnte dazu ebenfalls beitragen.

In ihren mit Spannung erwarteten Reden beim Fed-Symposium in Jackson Hole hatten sowohl Jerome Powell als auch Christine Lagarde betont, dass die Inflation trotz des deutlichen Rückgangs in den vergangenen Monaten weiter zu hoch und noch nicht besiegt sei. Sie machten deshalb klar, dass die Leitzinsen, wenn nötig, weiter angehoben werden und in jedem Fall lange genug auf einem hohen Niveau gehalten werden sollten. Zugleich verwiesen sie aber auf die große Unsicherheit über die weitere Entwicklung von Wirtschaftswachstum sowie Inflation und legten sich mit Blick auf die Zinssitzungen im September nicht eindeutig fest. „Datenabhängigkeit“ ist das Gebot der Stunde. Da Prognosemodelle, die mit „alten“ Daten gefüttert werden, derzeit nur unzuverlässige Ergebnisse produzierten, müsse mehr auf die harten Daten am aktuellen Rand geschaut werden, so Lagarde. Und diese stünden in puncto Inflation eindeutig zu hoch. Darauf verweisen auch Mitglieder im EZB-Rat wie Bundesbankpräsident Joachim Nagel. Er hat die Inflationsrisiken betont und Diskussionen über eine Zinserhöhungspause als verfrüht bezeichnet. Andere Mitglieder, wie etwa Portugals Notenbankchef Mario Centeno, haben

wegen der Rezessionsgefahr zur Vorsicht bei weiteren Zinsschritten gemahnt. Diese Unsicherheit spiegelt sich auch an den Märkten wider, wo die Wahrscheinlichkeit für einen weiteren Zinsschritt zuletzt mit 50 % bemessen wird. In jedem Fall ist die Diskussion um Zinssenkungen vorerst nach hinten gerückt.

Den Renditen für Staatsanleihen hat der Sinneswandel einen deutlichen Schub gegeben. Um ganze 100 Basispunkte höher notierten zehnjährige US-Treasuries zuletzt im Vergleich zu Anfang Mai (Abb. 5). Die Rendite steht damit so hoch wie zuletzt 2007. Neben den positiven Überraschungen aus der Realwirtschaft und der damit verbundenen Neueinschätzung über den weiteren geldpolitischen Kurs zeichnet dafür auch ein wiedererstarktes Bewusstsein für den Schuldenstand in den USA verantwortlich. Dafür sorgte die Ratingagentur Fitch, die die USA aufgrund von Bedenken wegen des schnell steigenden Schuldenbergs herabgestuft hat. Auch die Ankündigung der Bank of Japan, ihre strikte Niedrigzinspolitik zumindest minimal zu lockern, sorgte global für Aufwärtsdruck. Immerhin hat damit auch die letzte der großen Zentralbanken ihren Ansatz angesichts der hohen Inflationsraten verändert.

Die Rendite der zehnjährigen Bundesanleihe ist von diesen Trends – trotz einer gänzlich anderen Ausgangssituation – ebenfalls erfasst worden: Sie notierte zuletzt mit 2,5 % rd. 30 Basispunkte höher als noch im Mai.

Die Inversion der Zinsstrukturkurven hat sich im Zuge der deutlich gestiegen Langfristrenditen abgemildert. Die Differenz zwischen den

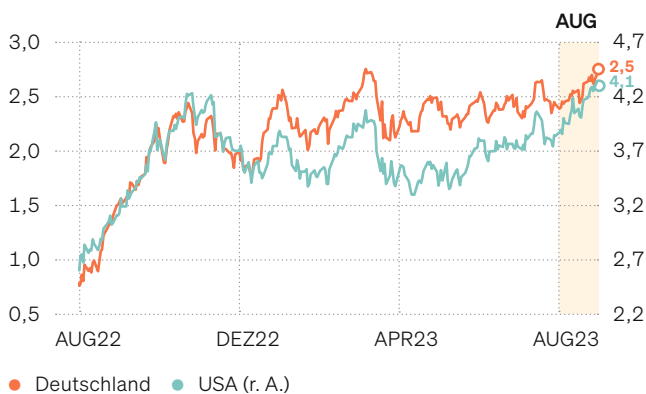
Renditen zehn- und zweijähriger Staatsanleihen ist in den USA von 108 auf 82 Basispunkte zurückgegangen. In Deutschland lag der Abstand zuletzt bei 52 nach in der Spitze 82 Basispunkten. Hintergrund ist, dass die Renditen der Zweijahresanleihen weitestgehend konstant geblieben sind. Sie reflektieren am stärksten die geldpolitische Erwartungshaltung. Und diese lautet im Moment, dass das derzeitige Niveau nicht (oder im Euroraum nur minimal) steigt.

Renditen der Euronachbarn ziehen mit Der Renditeabstand gegenüber den USA hat sich im Zuge der veränderten konjunkturellen Aussichten vergrößert. Nachdem der Euroraum bis Jahresmitte besser performt hatte als angenommen, waren die Renditen stärker gestiegen und der Abstand zu den USA bis auf 100 Basispunkte gesunken. Der jüngste überproportionale Renditeanstieg in den USA hat den Spread wieder wachsen lassen auf zuletzt knapp 160 Basispunkte (Abb. 6).

Die Renditeabstände zu den deutschen Euronachbarn hingegen liegen seit Jahresanfang auf nahezu unverändertem Niveau. Dies ist insofern bemerkenswert, als dass die deutsche Volkswirtschaft in den jüngsten Wachstumsrevisionen ungleich schlechter dasteht als etwa Frankreich oder Italien, die beide dieses Jahr leicht wachsen könnten. Gleichzeitig nutzt die EZB die noch bis Ende 2024 laufende Wiederanlage von Anleihen aus dem Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP), um Anleihen von Euroländern mit hohen Staatsschulden zu stützen. Allerdings läuft der Abbau des Bestands aus den im Rahmen des Asset Purchase Programmes (APP) aufgenommenen Staatsanleihen weiter, was tendenziell Aufwärtsdruck für die

Renditen für Staatsanleihen im Aufwind

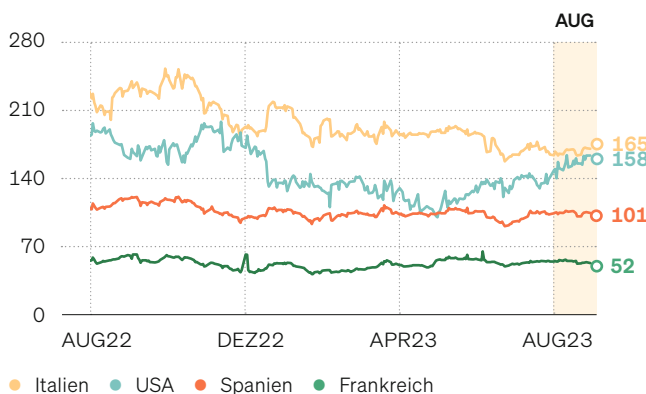
Abb. 5 · Renditen zehnjähriger Staatsanleihen (in %)



Quelle: Datastream, eigene Berechnungen

Renditespreads der Euronachbarn konstant

Abb. 6 · Renditespreads zehnjähriger Staatsanleihen ggü. Deutschland (in Basispunkten)



Quelle: Datastream, eigene Berechnungen

Renditen bedeutet. Die Wechselwirkung dieser unterschiedlichen Einflüsse hält sich für den Moment augenscheinlich die Waage.

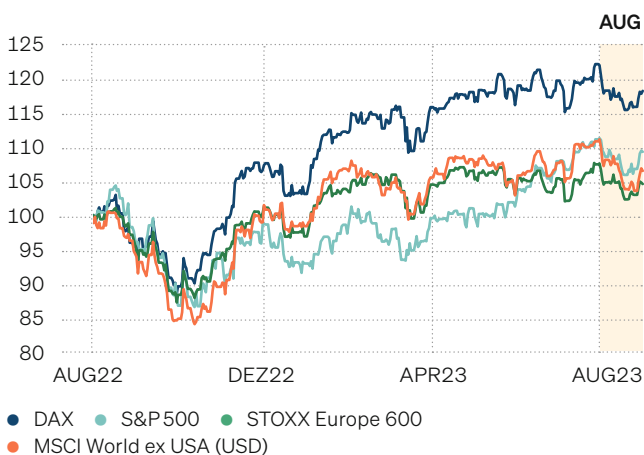
Auch an den Kreditmärkten ist keine erhöhte Anspannung wahrzunehmen. Die Renditeabstände von Investment-Grade und High-Yield Anleihen zu zehnjährigen Staatsanleihen befinden sich eher am unteren Ende des Korridors, den sie seit Beginn des Zinserhöhungszyklus aufgespannt haben (Abb. 10 im Anhang).

Kurzzeitige Verunsicherung an den Börsen aufgrund von Zinsbewegungen

Auch die Aktienmärkte zeigten sich von den höheren Zinsen zunächst beeindruckt. Nach Jahreshochständen Ende Juli, die dem DAX gar ein neues Allzeithoch von über 16.500 Punkten beschert hatten, gaben die Kurse im August rd. 5% nach. Zum Monatsende hin deutete sich aber bereits wieder eine Erholung an, so dass der DAX mit rd. 16.000 Punkten nur noch rd. 3% unter seinem Allzeithoch notiert. Der S&P 500 konnte mehr Boden gutmachen und steht nur noch gut 1% unter seinem Jahreshoch (Abb. 7). Die kleinen Rücksetzer ändern nichts daran, dass das Börsenjahr 2023 bisher ein äußerst erfolgreiches ist: Der DAX steht YTD bei +14,5%, der S&P 500 gar bei YTD +18%. Für beide Indizes stellt die YTD-Performance bereits ca. das Doppelte dessen dar, was sie in den vergangenen Jahrzehnten im Durchschnitt pro Jahr erzielt haben.

Die Bullen geben nicht auf

Abb. 7 · Indizes ausgewählter Aktienmärkte (1. August 2022=100)



Quelle: Datastream, eigene Berechnungen

Höhere Zinsen bedeuten für sich genommen, dass künftige Gewinne stärker diskontiert werden müssen. Das belastet vor allem die Kurse jener Unternehmen, die einen Großteil ihrer Gewinne erst noch in der Zukunft machen werden. Dass sich die Börsen trotzdem recht schnell zu erholen scheinen, liegt auch daran, dass der Grund für die höheren Zinsen der erneute Konjunkturoptimismus in den USA ist. Davon zeugt die sich dem Ende zuneigende Berichtssaison des zweiten Quartals: Anstatt wie zuvor erwartet, sind die Gewinne der Unternehmen des S&P 500 nicht um knapp 6% geschrumpft, sondern nur um 3%. Klammert man den Energiesektor aus, dessen Gewinne aufgrund des ungewöhnlich starken Vorjahres dieses Jahr um fast 50% eingebrochen sind, sind die Gewinne der Unternehmen in den übrigen Sektoren sogar um 3% gewachsen. Bei den Unternehmen des STOXX Europe 600 geht diese Schere noch weiter auseinander: Gemeinsam sind ihre Gewinne um „nur“ 5% gesunken (erwartet worden waren zwischenzeitlich -9%). Ohne die Energieunternehmen konnten die Gewinne dagegen um ganze 11% zulegen. Dazu kommen positive geldpolitische Signale aus China: Dort hat die Notenbank bekanntgegeben, der schwächelnden Wirtschaft mit Zinssenkungen unter die Arme greifen zu wollen. Dieses Vorhaben wurde an den Börsen positiv bewertet.

Die Fundamentaldaten können den höheren Zinsen also durchaus Paroli bieten. Die Bewertungsrelationen befinden sich daher deutlich unterhalb ihrer langjährigen Durchschnitte – zumindest in Europa. Der S&P 500 hingegen liegt mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 24 ca. 20% darüber (Tab. 1). Allerdings ist der Anteil wachstumsstarker Unternehmen dort größer. Solche Unternehmen, deren Gewinne teils weit in der Zukunft liegen, werden häufig mit einem höheren KGV belegt. Die Gewinne, die verwendet werden, um diese Kennzahl zu berechnen, sind meist die Gewinne der vergangenen oder die erwarteten Gewinne der nächsten zwölf Monate. Werden die Gewinne erst weiter in der Zukunft erzielt, sind sie im heutigen KGV noch nicht enthalten – der Kurs steigt aber trotzdem. Solche Situationen sind aber auch recht anfällig für Revisionen und häufig volatil. Die im Gegensatz dazu eher niedrigeren KGVs der europäischen Leitindizes könnten daher die Kurse bei einem möglicherweise bevorstehenden konjunkturellen Abschwung im Euroraum nach unten abfedern: Sollten die Gewinne sinken, würden die KGVs steigen. Gemessen an den langjährigen Durchschnitten besteht hier aber noch Spielraum nach oben; die Kurse müssten also nicht zwangsläufig sinken.

Niedrige KGVs der europäischen Indizes haben Luft nach oben

Tabelle 1 · KGVs und KBVs ausgewählter Aktienindizes

	Aktuell	Monats- beginn	Δ YTD (%)	10J Median	Abstand zu 10J Median (%)	Zukünfti- ges KGV	Aktuell	Monats- beginn	Δ YTD (%)	10J Median	Abstand zu 10J Median (%)
	Kurs-Gewinn-Verhältnis						Kurs-Buchwert-Verhältnis				
DAX	12,2	12,7	-5,4	14,9	-18,0	10,6	1,3	1,4	-9,56	1,62	-17,1
S&P 500	24,0	25,0	20,0	20,3	18,2	18,8	4,5	4,2	19,72	3,22	39,7
CAC 40	15,5	16,1	25,3	17,7	-12,7	11,8	1,9	1,9	8,67	1,53	21,6
IBEX 35	12,5	12,5	18,7	14,3	-12,6	10,4	1,3	1,3	3,78	1,32	-2,3
FTSE 100	13,0	13,7	-23,7	18,7	-30,5	10,2	1,6	1,7	-4,38	1,73	-8,0
FTSE MIB	8,2	9,1	-0,5	12,9	-36,3	8,1	1,5	1,5	19,28	1,23	18,2
STOXX Europe 600	16,2	16,2	23,3	18,3	-11,2	12,1	1,8	1,9	1,62	1,79	1,7

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

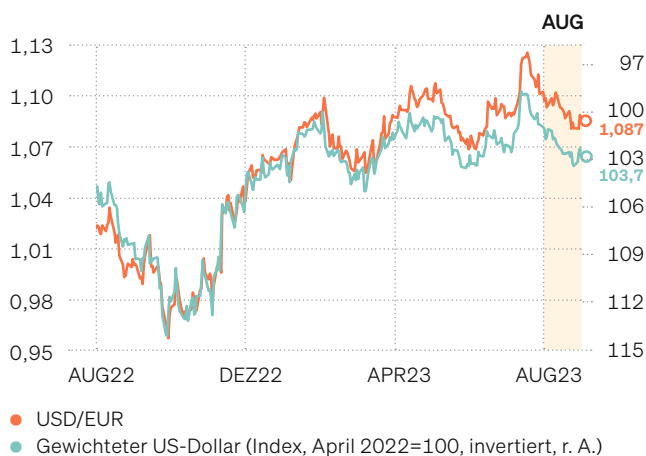
Quelle: Datastream, Eikon, eigene Berechnungen

US-Dollar mit neuer Stärke

Die geldpolitische Diskussion um „higher for longer“ in den USA hat dem US-Dollar Auftrieb gegeben. Gegenüber einem Währungskorb der sechs wichtigsten Handelspartner wertete er seit Mitte Juli um 4 % auf und steht YTD nun wieder bei ±0 %. Der Euro musste im gleichen Zuge nachgeben: Von über 1,12 USD/EUR auf zuletzt 1,087 USD/EUR (Abb. 8). Je nachdem, wie sich die Konjunkturindikatoren entwickeln, besteht hier auch noch weiteres Potenzial nach unten: Als sich die Aussichten wegen einer drohenden Gas-Mangel-lage im letzten Winter eintrübten, hatte die Gemeinschaftswährung die Parität zum US-Dollar gebrochen. Vom damals erreichten Tiefpunkt sind wir zurzeit noch ca. 14 % entfernt. An den Optionsmärkten aber ist die Absicherung gegenüber kurzfristig weiter sinkenden Kursen des Euros zum US-Dollar so teuer wie zuletzt im März – am Markt herrscht also erhöhte Alarmbereitschaft. Selbst die Aussicht auf einen möglichen weiteren Zinsschritt der EZB, der den Abstand der Leitzinsen zu den USA weiter verkleinern und den Euro stützen würde, scheint derzeit Halt geben zu können. Daraus ergibt sich positives Überraschungspotenzial: Sollten sich die wirtschaftlichen Aussichten unerwartet bessern oder auch nur weniger schlecht darstellen – wie es die Einkaufsmanagerindizes aus dem Verarbeitenden Gewerbe im Euroraum vom August hoffen lassen – könnte die Gemeinschaftswährung auch schnell wieder an Stärke gewinnen.

Dollar-Comeback im August

Abb. 8 · Wechselkurse ausgewählter Währungen ggü. dem Euro



Quelle: Datastream, eigene Berechnungen

Anhang

Die wirtschaftliche Situation im Euroraum

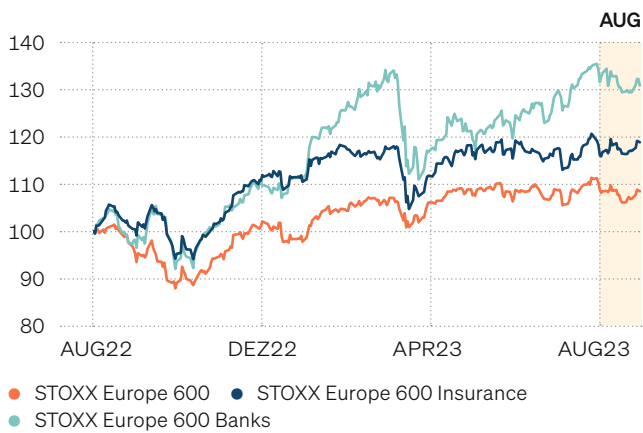
Tabelle 2 · Gesamtwirtschaftliche Kennzahlen

	Inflation, % ggü. Vorjahresmonat		BIP, % ggü. Vorquartal		BIP, % ggü. Q4 2019	
	AUGUST 2023	JULI 2023	Q2 2023	Q1 2023	Q2 2023	Q1 2023
Euroraum	5,3	5,3	0,3	0,0	2,7	2,4
Deutschland	6,4	6,5	0,0	-0,1	0,2	0,2
Frankreich	5,7	5,1	0,5	0,0	1,7	1,1
Italien	5,5	6,3	-0,4	0,6	2,1	2,5
Spanien	2,4	2,1	0,4	0,5	0,4	0,0

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

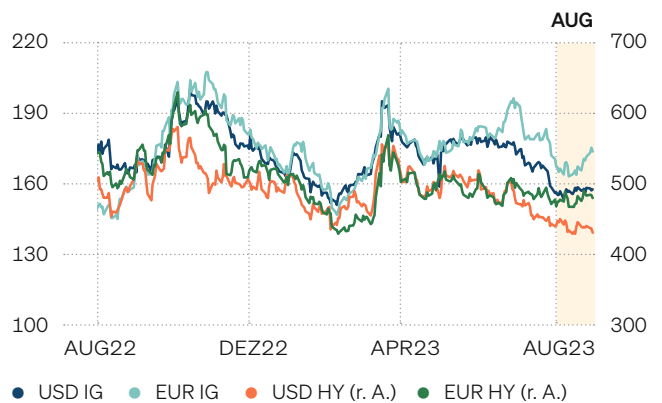
Abb. 9 · Inkl. Dividenden, in €, beide: 1. August 2022=100



Quelle: Refinitiv Datastream, eigene Berechnungen

Renditespreads von Corporate Bonds

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



Quelle: Refinitiv Datastream, eigene Berechnungen

Performance von Anleihen und Aktien

Tabelle 3 · Total Return ausgewählter Indizes

	2018	2019	2020	2021	2022	31. Juli 23 (YTD)	31. Aug. 23 (YTD)	Rendite aktuell
Staatsanleihen								
USA	0,8%	7,0%	8,2%	-2,4%	-12,9%	1,2%	0,6%	4,5%
Euroraum	1,0%	6,8%	4,9%	-3,4%	-18,2%	1,9%	2,3%	3,2%
Deutschland	2,4%	3,1%	3,0%	-2,6%	-17,6%	0,8%	1,2%	2,6%
Unternehmensanleihen								
EUR								
Investment Grade	-1,1%	6,3%	2,6%	-1,0%	-13,9%	3,1%	3,2%	4,2%
High Yield	-3,6%	11,3%	2,8%	3,3%	-11,5%	5,5%	5,8%	7,3%
USD								
Investment Grade	-2,2%	14,2%	9,8%	-1,0%	-15,4%	3,7%	3,0%	5,7%
High Yield	-2,3%	14,4%	6,2%	5,4%	-11,2%	6,9%	7,2%	8,5%
Gedekte Anleihen								
EUR Covered	0,3%	2,8%	1,9%	-2,1%	-13,0%	1,4%	1,8%	3,5%
Aktienmärkte								
MSCI World (USD)	-8,2%	28,4%	16,5%	22,3%	-17,7%	19,3%	16,5%	
MSCI World (EUR)	-3,6%	30,8%	6,9%	31,6%	-12,3%	15,5%	14,6%	
MSCI Europe (EUR)	-10,2%	27,6%	-1,5%	25,5%	-10,1%	13,8%	11,0%	
DAX	-18,3%	25,5%	3,5%	15,8%	-12,3%	18,1%	14,5%	
S&P 500	-4,4%	31,5%	18,4%	28,7%	-18,1%	20,6%	18,7%	
NASDAQ 100	0,0%	39,5%	48,9%	27,5%	-32,4%	44,7%	42,5%	

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

01.09.2023

Publikationsassistenz

Heike Strauß, Anja Birkenmaier, Nadine Luther

Autoren

Dr. Jörg Stefan Haas
Dr. Max Hanisch

Bildnachweis

Unsplash | Polina Kuzovkova

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