



GDV Gesamtverband
der Versicherer

ECONOMIC RESEARCH

Vorerst kein Wirtschaftseinbruch, aber Inflation lässt nicht locker

FEB 2023

Economics & Finance
Perspectives

Autoren

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

Dr. Jörg S. Haas
j.haas@gdv.de

Dr. Max Hanisch
m.hanisch@gdv.de

Executive Summary

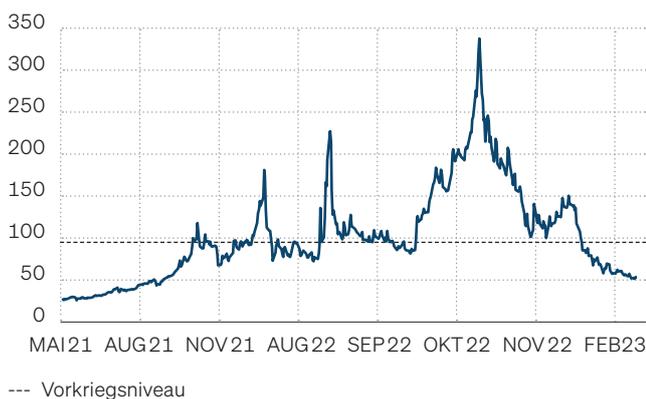
Die deutsche Wirtschaft übertrifft aktuell die Erwartungen des letzten Jahres, denn eine schwere Rezession bleibt aus. Dennoch könnte das BIP im 1. Quartal weiter schrumpfen. Die Inflation hält sich hartnäckig hoch, obwohl Energiepreise weniger zur Teuerung beitragen. Auch der Arbeitsmarkt zeigt keine Anzeichen von Schwäche. Die Zentralbanken haben daher deutlich kommuniziert, dass die Zinsen weiter steigen müssen. Angesichts dieser Entwicklungen macht derzeit ein neues Szenario – „no landing“ – die Runde. Dieses sieht vor, dass die Inflation nicht wieder auf den Zielwert zurückgeht, was noch höhere Zinsen für eine deutlich längere Zeit nach sich ziehen würde. Darauf haben sich die Bondmärkte nach anfänglichem Zögern nun eingestellt, die Zinserwartungen haben sich nach oben angepasst. Die Kurse an den Aktienmärkten zeigen sich hingegen noch weitgehend unbeeindruckt.

DEUTSCHE WIRTSCHAFT NAHE DER TALSOHLE

In den letzten Wochen haben die Bundesregierung, der Internationale Währungsfonds und die Europäische Kommission ihre Prognosen für das Gesamtjahr 2023 in Deutschland angehoben. Die Winter-Schwäche der deutschen Wirtschaft fällt nicht so schwer aus, wie im Herbst befürchtet. Noch nicht klar ist hingegen, ob im Februar der Tiefpunkt bereits erreicht war und wie schnell es aufwärts gehen wird.

Energiepreise liegen wieder unter Vorkriegsniveau

Abb. 1 · Gas (TTF), EUR/MWh



Anmerkung: Vorkriegsniveau bezieht sich auf den Stand am 23.02.2022; Quelle: Refinitiv Datastream

Energiepreise und Lieferketten entspannen sich Ein Jahr nach Beginn des russischen Angriffskriegs gegen die Ukraine ringt die Weltwirtschaft weiter mit hoher Inflation. Daneben gibt es jedoch auch zwei positive Entwicklungen: Erstens waren wichtige Energieträger im Februar günstiger als vor Kriegsbeginn. Die Rohölsorte Brent notiert schon seit Monaten unter 90 USD/Barrel (Abb. 1). Der europäische TTF-Gaspreis blieb im Februar sogar unter 60 EUR/MWh, was in etwa dem Stand von Sommer 2021 entspricht (Abb. 2). Zweitens haben sich die weltweiten Lieferketten im letzten Jahr deutlich entspannt und diesen Trend auch zu Jahresbeginn fortgesetzt, wie der [Global Supply Chain Pressure Index](#) der New York Fed zeigt. Beispielsweise sanken zuletzt die Kosten für den internationalen Containerhandel stark, der Baltic Dry Index erreichte im Februar den niedrigsten Stand seit Mai 2020. Die Abkehr Chinas von der Null-Covid-Politik wirkt sich auf beide Entwicklungen aus: Einerseits würde sich stärkeres Wachstum wohl auch in höheren Energiepreisen bemerkbar machen, andererseits sollten sich die Lieferkettenprobleme damit weiter entspannen.

Die Ausweitung der G7-Sanktionen gegen Russland hat bislang nicht zu Verwerfungen am Energiemarkt geführt. Seit dem 5. Februar gilt neben dem bereits im Dezember eingeführten Preisdeckel auf russisches Rohöl auch ein Preisdeckel für Mineralölprodukte.

In den USA verlangsamte die Inflation im Januar ihren Abwärtstrend. Sie fiel leicht von 6,5% auf 6,4%. Eine hartnäckig hohe Kerninflationsrate von 5,6% und ein weiterhin außergewöhnlich starker Arbeitsmarkt deuten an, dass sich die Rückkehr zum Inflationsziel

Abb. 2 · Rohöl (Brent), USD/Barrel



von 2% mühsam gestalten könnte. Das BIP-Wachstum für das vierte Quartal 2022 wurde von 0,7% auf 0,9% (ggü. Vorquartal, saisonbereinigt) revidiert.

Upgrade für den Euroraum

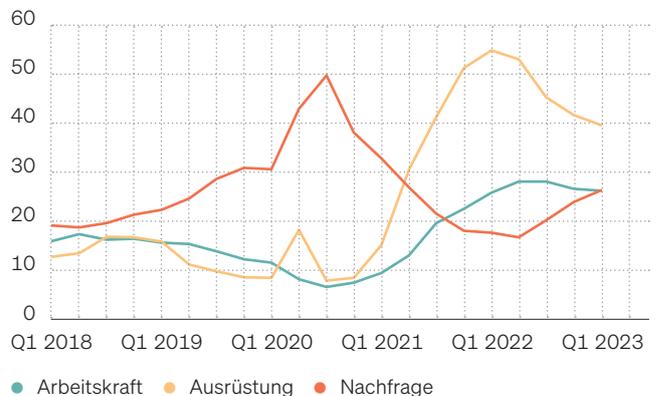
Die Wirtschaft des Euroraums erwies sich gegen Jahresende widerstandsfähiger als erwartet. Sie wuchs im 4. Quartal saison- und preisbereinigt um 0,1%, anstatt wie erwartet zu schrumpfen ([Economics and Finance Perspectives Januar 2023](#)). Auf dieser Grundlage hat die Europäische Kommission ihre BIP-Wachstumsprognose für 2023 um 0,3 Prozentpunkte auf 0,9% angehoben. Das Upgrade ist aber in erster Linie die Folge des statistischen Überhangs aus dem Jahr 2022 und ergibt sich nur zu einem kleinen Teil aus einer stärkeren Wachstumsdynamik innerhalb des Jahres. Negative Faktoren wie die Auswirkungen der straffen Geldpolitik auf die Kreditvergabe werden laut der Prognose weiterhin die wirtschaftliche Aktivität drücken. Die Inflationsrate (HVPI) soll 2023 bei 5,6% liegen. Im Februar sank sie leicht auf 8,5% nach 8,6% im Januar. Die Kerninflationsrate (ohne Energie und Nahrungsmittel) stieg jedoch um 0,3 Prozentpunkte auf 5,6%.

Schwache Nachfrage könnte zum Problem werden. Ein Viertel der Industrieunternehmen im Euro-Raum gibt an, im ersten Quartal 2023 ihre Produktion wegen mangelnder Nachfrage einschränken zu müssen, nachdem im letzten Jahr Arbeitskräftemangel und Lieferkettenprobleme im Fokus standen (Abb. 3). Die starken Erwerbstätigkeitszahlen für das 4. Quartal 2022 (+0,4% ggü. Vorquartal) und die mit 6,7% im Januar 2023 weiterhin sehr niedrige Arbeitslosenquote (nach ILO-Definition) sollten den privaten Konsum stützen, allerdings erodiert die hohe Inflation weiterhin die Kaufkraft. Reallohnzuwächse prognostiziert die EU-Kommission erst für die zweite Jahreshälfte. Zusätzlich könnte sich das Auslaufen staatlicher Unterstützungsprogramme gegen die hohen Energiepreise negativ auf den Konsum auswirken.

Nach drei Jahren auf sehr niedrigem Niveau steigen die Insolvenzzahlen in Europa aktuell deutlich. Dazu trägt das Auslaufen der staatlichen Coronahilfen in Kombination mit einer schwachen Konjunktur bei. Während der Corona-Pandemie lagen die Geschäftsaufgaben in der EU und Deutschland lange 20% unter dem Wert vor Pandemiebeginn. In der EU nahmen sie zuletzt deutlich zu und lagen zuletzt 20% höher als vor der Pandemie. Für Deutschland sind noch keine vergleichbaren Daten für das 4. Quartal verfügbar. Solange es lediglich zu einer Normalisierung der Zahlen und nicht zu einer Insolvenzwelle kommt, ist ein An-

Mangelnde Nachfrage könnte zum Problem für die Industrie werden

Abb. 3 · Gründe für Produktionseinschränkung, % der befragten Industrieunternehmen im Euroraum



Anmerkung: Mehrfachnennungen möglich
Quelle: Europäische Kommission, Refinitiv Datastream

stieg jedoch kein Grund zur Besorgnis, sondern Ausdruck unvermeidlichen strukturellen Wandels in der Wirtschaft.

Gleichzeitig zeichnen Frühindikatoren ein positives Bild der wirtschaftlichen Situation im Euro-Raum. Der Produktmanagerindex für die Gesamtwirtschaft (Flash Composite PMI) stieg überraschend stark von 50,3 auf 52,3 Punkte und deutete damit zum zweiten Mal in Folge auf Wachstum hin.

Deutschland im Winterloch

Auch in Deutschland ist die wirtschaftliche Situation besser als im Herbst befürchtet ([Economics and Finance Perspectives Januar 2023](#)). Dennoch könnte das BIP im 1. Quartal zum zweiten Mal in Folge schrumpfen. Darauf deuten die bisher verfügbaren Daten für Dezember und Januar hin. Die deutsche Wirtschaft befände sich damit in einer technischen Rezession, wenngleich diese schwach ausfiele. Insbesondere die Baubranche steht angesichts höherer Zinsen und teurer Baustoffe unter starkem Druck. Beispielsweise fielen die Wohnungsbaukredite an private Haushalte im Dezember auf nur 13,5 Mrd. Euro und halbierten sich damit fast gegenüber dem Vorjahresmonat.

Die Industrie zeigte im Dezember unerwartet ausgeprägte Schwächen, nachdem sie sich zuvor überraschend gut gehalten hatte ([Economics and Finance Flash 2023/3](#)). Die Industrieproduktion ging mit -3,1% gegenüber dem Vormonat (saisonbereinigt) sehr deutlich zurück. Dazu trug insbesondere der Rückgang der energieintensiven Produktion um 6,1% bei. Abzuwarten bleibt, wann sich die seit Dezember stark gesunke-

nen Energiepreise positiv auswirken. Der Auftragsbestand des Verarbeitenden Gewerbes sank saisonbereinigt leicht um 0,4%. Damit liegt er noch immer knapp ein Drittel über dem Stand vor der Pandemie.

Die deutschen Exporte scheinen sich nach einem Einbruch im Dezember nur schwach zu erholen.

Ausfuhren in Nicht-EU-Staaten stiegen im Januar nur um 0,3% (vorläufig). Im Gesamtjahr 2022 waren vor allem die Importe auffällig: Sie stiegen wegen hoher Energiepreise um 291 Mrd. Euro gegenüber dem Vorjahr (laufende Preise), wodurch der Exportüberschuss nur noch bei 2,1% des BIP lag. In den letzten zwei Jahrzehnten waren 5-7% üblich gewesen. Der Handel mit Russland schrumpfte um 45%.

Auch im 4. Quartal 2022 schwächte sich die wirtschaftliche Aktivität stärker ab als gedacht.

Revidierte Zahlen des Statistischen Bundesamtes zeigen einen Rückgang in Höhe von -0,4% (saison- und kalenderbereinigt), nachdem zunächst von -0,2% ausgegangen worden war.

Immerhin scheint die deutsche Wirtschaft die Talsohle durchschritten zu haben.

Zwei wichtige Umfrage-Indikatoren stiegen im Februar auf ein Achtmonatshoch: Das ifo-Geschäftsklima verbesserte sich leicht auf 91,1 Punkte. Der Produktmanagerindex für die Gesamtwirtschaft (Flash Composite PMI) stieg auf 51,1 Punkte und lag damit erstmals wieder über der Wachstumsschwelle von 50 Punkten. Die Werte für den Dienstleistungssektor waren dabei deutlich besser als für die Industrie (Abb. 4). Auch unter Verbrauchern

lässt der Pessimismus etwas nach; das GfK-Konsumklima für März verzeichnete den fünften Anstieg in Folge. Es steht allerdings mit -30,5 Punkten noch immer auf sehr niedrigem Niveau.

Die Inflation (VPI) blieb im Februar unverändert im Vergleich zum Vormonat

und lag bei 8,7% im Vergleich zum Vorjahresmonat (Abb. 5). Teilweise ist der Anstieg darauf zurückzuführen, dass die sogenannte Soforthilfe im Dezember auslief, unter der der Staat die Abschlagszahlungen für Gas und Wärme erstattete. Allerdings stieg auch die Kerninflation ohne Energie und Nahrungsmittel von 5,2% auf 5,6%. Gleichzeitig zeigen vorlaufende Indikatoren Entspannung an: Die Erzeugerpreise sanken zum vierten Mal in Folge gegenüber dem Vormonat und die ifo-Preiserwartungen schwächten sich überall außer im Großhandel ab.

Nach neuen Berechnungen des Statistischen Bundesamts wurden die Inflationsraten des Jahres 2022 nach unten revidiert.

Im Dezember stiegen die Preise nach der Änderung nur um 8,1% statt 8,6% gegenüber dem Vorjahresmonat. Im Herbst erreichten sie nie Werte über 10%. Hintergrund sind methodische Anpassungen am Verbraucherpreisindex. Unter anderem werden Wohn- und Energiekosten jetzt geringer gewichtet. Damit sollen Schwächen in der bisherigen Preismessung korrigiert werden.

Der Arbeitsmarkt ist weiterhin von starker Knappheit geprägt.

Die deutsche Erwerbslosenquote nach ILO-Definition stand im Januar saisonbereinigt bei 3,0%. Für 2023 steht eine Vielzahl von Tarifverhand-

Die deutsche Wirtschaft entkommt langsam dem Winterloch

Abb. 4 · Produktmanagerindex für die deutsche Wirtschaft



Anmerkung: Werte über 50 zeigen Wachstum an. Quelle: S&P PMI, Refinitiv Datastream

Inflation im Februar weiterhin hoch

Abb. 5 · Verbraucherpreisindex ggü. Vorjahresmonat



Anmerkung: Verbraucherpreisindex mit den methodischen Anpassungen im Januar 2023. Quelle: Destatis, Refinitiv Datastream, eigene Berechnungen

lungen an, die hitzig werden dürften. Die Zahl der Erwerbstätigen stieg im 4. Quartal 2022 auf einen neuen Rekordstand. Sie legte saisonbereinigt um 0,2% gegenüber dem Vorquartal auf 45,9 Mio. Personen zu. Dazu trugen auch Geflüchtete aus der Ukraine bei. Zwischen Kriegsbeginn und November 2022 erhöhte sich die Zahl in Deutschland beschäftigter Ukrainer um 88.000.

FINANZMÄRKTE SIND SICH UNEINIG

Anfang Februar haben sowohl die Fed als auch die EZB ihre Leitzinsen erneut angehoben. Der Einlagenzinssatz im Euroraum ist um 50 Basispunkte auf nun 2,5% gestiegen. Der EZB-Rat hält an dem Plan fest, die Wertpapierbestände beginnend im März zu reduzieren. Fälligkeiten im Rahmen des Asset Purchase Programmes (APP) werden nicht mehr vollständig zur Wiederanlage gebracht. Zunächst bis Juni sollen die Bestände monatlich um 15 Mrd. EUR schrumpfen und danach über den weiteren Umfang neu entschieden werden.

Der Leitzins in den USA liegt nach einem kleineren Schritt von 25 Basispunkten nun bei 4,5-4,75%. Beide Notenbanken machten deutlich, dass die Zinsen angesichts der unverändert hohen Inflationsdynamik weiter ansteigen müssen. Obwohl sich die EZB vom Gebrauch der ‚forward guidance‘ verabschiedet hat und nun mehr datenabhängig entscheiden will, stellte Christine Lagarde in der Pressekonferenz unmissverständlich eine Anhebung um weitere 50 Basispunkte im Rahmen der März Sitzung in Aussicht. Danach wolle man von Sitzung zu Sitzung über das weitere Vorgehen entscheiden.

Da die jüngsten Daten aus der Realwirtschaft kaum Entspannung bei den wichtigen Indikatoren signalisieren, gelten weitere, kleinere Zinsschritte als ausgemacht. Dafür sprachen sich Ratsmitglied Fabio Panetta und EZB-Chefökonom Philip Lane aus. Äußerungen anderer Ratsmitglieder deuten aber darauf hin, dass auch eine Anhebung um nochmals 50 Basispunkte im Mai nicht ausgeschlossen ist. So sagte Isabel Schnabel, sie sei gegen eine Reduzierung des Tempos auf 25 Basispunkte im Mai. Joachim Nagel sieht das Zinsniveau noch nicht im restriktiven Bereich angekommen, was auf seine Befürwortung stärkerer Zinserhöhungen hindeutet. In den USA herrscht ein ähnlicher Ton. Jerome Powell machte deutlich, dass das Zinsniveau weiter steigen müsse. Darüber hinaus sieht eine Mehrheit der Offenmarktausschussmitglieder dort die Leitzinsen oberhalb von 5%, was wenigstens zwei weitere Zinsschritte im Umfang von je 25 Basispunkten impliziert.

Bondmärkte haben eingelenkt

An den Bondmärkten schienen diese klaren Aussagen zunächst abzuprallen. Bis zum Ende des jeweiligen Handelstags der Notenbanksitzungen sanken die Renditen in den USA um rund 0,1 und in Italien gar um 0,4 Prozentpunkte. Die zehnjährige Bundesanleihe verzeichneten mit 0,21 Prozentpunkten den größten absoluten Tagesrücksetzer seit 2011 (Abb. 6). Der zuletzt vorherrschende Konjunkturoptimismus, gepaart mit der Annahme, die Inflation würde nun zügig zurückgehen, hatte Anleger dort seit Jahresbeginn dazu verleitet, einen niedrigeren als von den Notenbanken kommunizierten Höchstzins und sogar erste Zinssenkungen gegen Ende des Jahres einzupreisen. Ein ‚soft landing‘, also eine niedrigere Inflation ohne eine realwirtschaftliche Rezession, schien als das wahrscheinlichste Szenario. Den anders lautenden Tönen der Zentralbanken wurde daher wenig Gehör geschenkt.

Das änderte sich schlagartig, nachdem im Februar die erneut robusten Konjunkturdaten, sowohl in den USA als auch im Euroraum, positiv überraschten. An den Bondmärkten hat sich daraufhin die Erkenntnis durchgesetzt, dass der Kampf gegen die Inflation noch längst nicht ausgestanden ist und die Notenbanken ihre Ankündigungen wohl doch in die Tat umsetzen werden müssen. Je stabiler die Konjunktur, desto eher dürfte sie in der Lage sein, höhere Zinsen zu verkraften. Das ‚soft landing‘ wäre auch weiterhin möglich, aber mit höheren Zinsen. Die Entwicklung der Anleiherenditen seitdem reflektiert diesen Sinneswandel deutlich: Die Bundesanleihe rentiert Ende Februar mit knapp 2,6% rd. 50 Basispunkte höher als noch kurz nach der Zentralbankentscheidung (USA: ca. 3,9%).

Staatsanleiherenditen im Aufwind

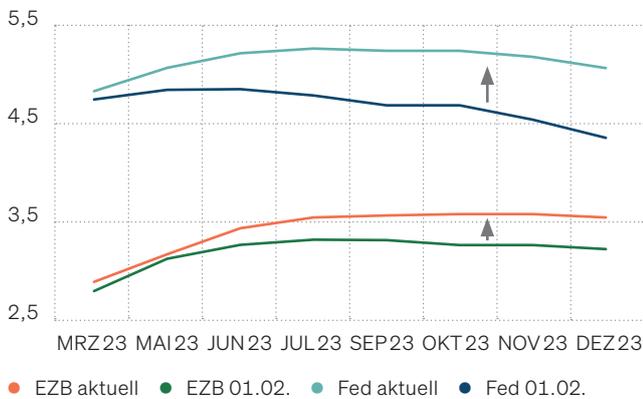
Abb. 6 · Renditen zehnjähriger Staatsanleihen (in %)



Quelle: Datastream, eigene Berechnungen

Zinserwartungen deutlich gestiegen

Abb. 7 · Marktimplizite Zinserwartung, basierend auf Eonia Forwards Swaps (in %)



Quelle: Datastream, eigene Berechnungen

Neue Landungs-Option

Nun macht aber eine weitere Variante die Runde, das ‚no landing‘: Ein Szenario, in dem die Inflation überhaupt nicht wieder zu ihrem Zielwert zurückkehrt, sondern darüber verharrt oder im schlechtesten Fall erneut steigt. Angesichts der nur langsam sinkenden – teilweise sogar wieder leicht steigenden – Inflationsraten, bei gleichzeitig robusten Zahlen aus der Realwirtschaft, ist eine solche Entwicklung zumindest kurzfristig durchaus denkbar. Dann wären die Zentralbanken gezwungen, die Zinsen stärker zu erhöhen als bislang kommuniziert und wohl auch, sie länger dort zu halten. Die von inflationsgesicherten Staatsanleihen abgeleiteten Inflationserwartungen für den in fünf Jahren beginnenden Fünfjahreszeitraum liegen im Euroraum bei gut 2,5% (USA: ca. 2,6%). Mittelfristig wird also keine Rückkehr zum Inflationsziel erwartet. Entsprechend stark

Bondmärkte preisen Rezession ein

Abb. 8 · Renditedifferenz zehn- zu zweijähriger Staatsanleihen (in bps)



Quelle: Datastream, eigene Berechnungen

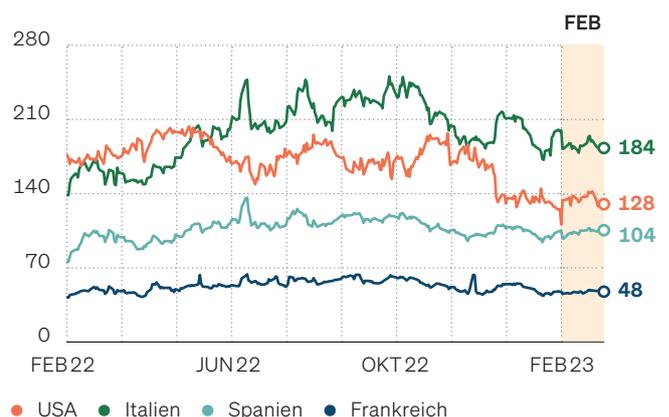
sind die Zinserhöhungserwartungen gestiegen: In den USA preisen die Märkte nun einen Höchstzins von gut 5,4% ein, was einem Anstieg im Umfang von weiteren 75-100 Basispunkten entspricht. Zu Monatsbeginn lagen diese Erwartungen nur bei einem Höchstzins von 4,8%. Im Euroraum steht der erwartete Einlagehöchstzins nun bei knapp 3,8%, also rd. 140 Basispunkte höher als aktuell (Abb. 7). Die avisierten Zinssenkungen im Euroraum sind vom Tisch; in den USA wird eine Rücknahme von 25 Basispunkten noch für möglich gehalten.

Mit einer restriktiveren Geldpolitik würden die Zentralbanken die Wirtschaft aber vermutlich doch irgendwann in die Knie und damit zur „Landung“ zwingen; dann käme es zu einem ‚hard landing‘, nur etwas später als gedacht. Dass dieses Szenario für wahrscheinlich gehalten wird, signalisieren die Bondmärkte seit geraumer Zeit: Die Renditedifferenz von zehn- zu zweijährigen Staatsanleihen ist sowohl in den USA (ca. -90 bps) als auch in Deutschland (ca. -50 bps) deutlich im negativen Bereich (Abb. 8). Gleiches gilt für die Differenz zwischen zehnjährigen und Dreimonatsanleihen. Eine invertierte Zinsstrukturkurve gilt an den Finanzmärkten als Indikator für eine bevorstehende Rezession.

Renditen der Euronachbarn ziehen mit Die anfänglichen Renditerückgänge im direkten Nachgang des EZB-Zinsentscheids waren vor allem in Italien besonders ausgeprägt. Hinweise auf eine weniger restriktive geldpolitische Haltung (bzw. entsprechende Interpretationen) sorgen meist in jenen Ländern, die aufgrund hoher Staatsschulden von der Zinspolitik stärker betroffen sind, für eine größere Wirkung. So fiel der Renditeabstand zu deutschen Bundesanleihen am Tag der EZB-Sitzung um ganze 20 bps (Abb. 9).

Risikoaufschläge im Februar konstant

Abb. 9 · Renditen zehnjähriger Staatsanleihen (in %)



Quelle: Datastream, eigene Berechnungen

Bemerkenswert ist, dass der Aufschlag im Zuge der späteren Neubewertung der geldpolitischen Ausrichtung nicht wieder nennenswert anstieg. Zum Monatsende liegt die Differenz weiterhin bei knapp 185 bps, ähnlich wie zu Jahresbeginn. Zwar ist das italienische BIP im letzten Quartal 2022 minimal gesunken; der vorsichtige Konjunkturoptimismus lässt aber die Aussichten für 2023 auch für die italienische Wirtschaft in einem etwas besseren Licht erscheinen.

Aktienmärkte halten (noch) dagegen

Anders als an den Bondmärkten sind die Börsen noch nicht auf die höheren Zinserwartungen eingeschwenkt. Der gute Jahresauftakt setzte sich auch im Februar fort: Der DAX erklomm erstmals seit einem Jahr die Marke von 15.500 Punkten, der S&P wagte sich an die Grenze von 4.200 Punkten (Abb. 10). Auch mit Erscheinen der unerwartet guten Konjunkturdaten – die zumindest an den Bondmärkten für ein Umdenken in Richtung höherer Zinsen sorgten – änderte sich an der guten Stimmung auf den Aktienmärkten zunächst wenig. Angesichts steigender Anleiherenditen, die Aktien und das damit verbundene Risiko relativ weniger attraktiv werden lassen, und der Aussicht auf weiter steigende Zinsen, die den Gegenwartswert künftiger Gewinne schmälern, sorgt die Kursstabilität für Verwunderung; vor allem in den USA, wo die Berichtssaison für das vierte Quartal 2022 einen Rückgang der Gewinne um bisher knapp 3% gegenüber Vorjahresquartal anzeigt, ohne den Energiesektor sind es gar -7%. Neben erneuten Rückstellungen für Kreditausfälle von Banken waren insbesondere überraschend schwache Ergebnisse großer Technologie- und Digitalunternehmen verantwortlich für den Gewinnrückgang. Für das Jahr 2023 insgesamt wird nur noch ein geringes Plus von 1,6% erwartet. Dahinter verbergen sich weitere erwartete Rückgänge in der ersten Jahreshälfte, die erst

Europäische Aktienmärkte auf Abwegen

Abb. 10 · Indizes ausgewählter Aktienmärkte (1. Februar 2022=100)



Quelle: Datastream, eigene Berechnungen

Ende des Jahres durch Zuwächse aufgefangen werden könnten. Es ist nicht auszuschließen, dass die Gewinne auch auf das Gesamtjahr gesehen sinken könnten, denn die Erwartungen haben sich zuletzt sukzessive immer weiter verschlechtert. Zwar sind die Kurse in den USA zuletzt weniger stark gestiegen als in Europa, wo die Gewinne im Schlussquartal um ganze 13% zulegen konnten (ohne Energie: +8%); die Aussicht auf höhere Zinsen hat bisher aber den Anlegern weder dies- noch jenseits des Atlantiks ernsthaft aufs Gemüt gedrückt.

Zumindest im Euroraum kommen die meisten Leitindizes von einem niedrigeren Bewertungsniveau. Der DAX steht mit einem KGV von rd. 14 immer noch 6% unterhalb seines langfristigen Durchschnitts, die meisten anderen europäischen Leitindizes sind noch deutlich weiter entfernt. Der S&P 500 hingegen liegt mit einem KGV von fast 22 ganze 9% darüber (Tab. 1). Der US-amerikanische Aktienmarkt be-

Bewertungen in Europa lassen Luft nach oben

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	14,1	14,3	9,4	15,0	-6,2	12,1	1,7	1,6	11,57	1,62	2,3	
S&P 500	21,8	21,8	9,0	20,0	9,0	18,5	4,0	4,0	7,27	3,13	28,8	
CAC 40	14,0	13,6	12,9	17,7	-21,3	12,1	1,8	1,8	3,57	1,51	17,4	
IBEX 35	12,2	12,4	15,7	14,3	-14,8	11,7	1,3	1,4	4,50	1,32	-1,6	
FTSE 100	15,7	17,6	-7,9	18,7	-16,1	10,7	1,8	1,8	5,04	1,73	1,1	
FTSE MIB	9,5	9,3	14,9	12,9	-26,4	9,2	1,4	1,5	2,61	1,22	15,9	
STOXX Europe 600	14,2	14,2	8,1	18,6	-23,2	12,9	1,9	1,9	6,41	1,78	7,3	

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

Quelle: Datastream, eigene Berechnungen

finden sich damit auf einem sehr hohen Bewertungs niveau, welches ein ‚no landing‘, möglicherweise gefolgt von einem ‚hard landing‘ keinesfalls einpreist. Sollten sich diese Szenarien materialisieren, besteht deutliches Potential nach unten. Ende des Monats Februar deuteten sich Kursrückgänge an; sie belassen dem DAX mit rd. 15.400 Punkten aber immer noch ein Monatsplus von 1,2% (YTD: +9%), der S&P 500 gibt rd. 3,6% ab (YTD: +3,8%).

Währungen

Die Gemeinschaftswährung hatte zuletzt einen starken Lauf: Vom Tiefpunkt bei 0,95 EUR/USD im letzten Herbst ging es, getrieben durch eine wiedererstarkte Risikobereitschaft der Anleger, hoch bis auf 1,10 EUR/USD im Februar – eine Aufwertung um 16%. Mit dem Einpreisen höherer Zinsen hingegen hat die Dollarstärke wieder Tritt gefasst. Gegenüber dem Euro hat der US-Dollar seitdem um 3% aufgewertet, gegenüber einem Währungskorb der sechs wichtigsten Handelspartner um gut 2%. Der Euro befindet sich mit zuletzt ca. 1,06 USD/EUR in etwa auf dem Niveau vom Jahresanfang (Abb. 11).

Die ökonomischen Kräfte halten sich auf den Währungsmärkten im Moment die Waage: Zinserhöhungserwartungen bestehen sowohl seitens der Fed als auch der EZB. Die jüngsten Konjunkturdaten lassen keinen unmittelbaren Abschwung erkennen und überraschten zuletzt positiv, die Arbeitsmärkte zeigen keine Schwäche. Sollte die an den Bondmärkten eingepreiste Rezession (Stichwort: „invertierte Zinsstrukturkurve“, s. o.) dennoch eintreten, würde die Suche nach Sicherheit tendenziell Dollar-positiv wirken (selbst, wenn die Rezession in den USA eintritt). Umgekehrt spricht die Risikobereitschaft, die Anleger an den Aktienmärkten derzeit hartnäckig beibehalten, eher für eine Dollarschwäche. Ohne eindeutige Impulse, in die eine oder andere Richtung, dürfte es für das Währungspaar daher in einer Spanne von 1,05-1,10 USD/EUR vorerst seitwärts gehen.

Dollarstärke nimmt wieder zu

Abb. 11 · Wechselkurse ausgewählter Währungen ggü. dem Euro



Quelle: Datastream, eigene Berechnungen

Anhang

Aktienindizes europäischer Versicherer und Banken

Abb. 12 · inkl. Dividenden, in €, r., beide: 1. Mai 2021 = 100



Quelle: Datastream, eigene Berechnungen

Renditespreads von Corporate Bonds

Abb. 13 · Investment Grade bzw. High Yield ggü. 10Y Staatsanleihen (Bunds für EUR, US-Treasuries für USD, in bps)



Quelle: Datastream, eigene Berechnungen

Tabelle 2 · Die wirtschaftliche Situation im Euroraum

	Inflation, % ggü. Vorjahresmonat		BIP, % ggü. Vorquartal		BIP, % ggü. Q4 2019	
	FEB 2023	JAN 2023	Q4 2022	Q3 2022	Q4 2022	Q3 2022
Euroraum	8,5	8,6	0,1	0,3	2,4	2,3
Deutschland	9,3	9,2	-0,4	0,5	0,0	0,4
Frankreich	7,2	7,0	0,1	0,2	1,2	1,1
Italien	9,9	10,7	-0,1	0,5	1,8	1,9
Spanien	6,1	5,9	0,2	0,2	-0,9	-1,1

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

Tabelle 3 · Total Return ausgewählter Indizes

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

Quelle: Thomson Reuters Eikon

**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

01.03.2023

Publikationsassistentz

Heike Strauß

Autoren

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

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 2023