



GDV Gesamtverband
der Versicherer

ECONOMIC RESEARCH

Konjunktur- und Zinswende im Fokus

JUNI 2024

Economics & Finance
Perspectives

Autoren

Thilo Bertelsmann
t.bertelsmann@gdv.de

Dr. Max Hanisch
m.hanisch@gdv.de

Executive Summary

Nachdem die Konjunktorentwicklung letztes Jahr in den USA gut lief und in Europa und China schwach war, nähern sich die Entwicklungen wieder etwas an. Der globale Desinflationsprozess wurde zuletzt hingegen von hohen Lohnsteigerungen etwas ausgebremst. Die deutlichen Lohnsteigerungen in Deutschland kommen erst in geringem Umfang über den Konsum in die Wirtschaft, hier wird von den Haushalten noch kräftig gespart. Die konjunkturelle Wende in Deutschland ist aber eingeleitet. An den Finanzmärkten dreht sich alles um die anstehenden Zinssenkungen. Während die Renditen von Anleihen aufgrund rückläufiger Erwartungen über die Zinssenkungen, insbesondere der Fed, im Aufwärtstrend bleiben, stehen die Aktienmärkte, getrieben durch KI-Hype und Bewertungsexpansionen, nahe ihrer Allzeithochs.

GESAMTWIRTSCHAFT

Lieferketten und Rohstoffpreise bleiben latente Risikofaktoren

Einige Rohstoffpreise befanden sich zuletzt im Aufwind, üben derzeit jedoch (noch) keinen wesentlichen Inflationsdruck aus. Die Weltmarktpreise einiger Agrargüter sind seit Jahresanfang deutlich gestiegen, wie beispielsweise Weizen (+19 %), Kaffeebohnen (+31 %) oder Kakao (+210 %). Ursache sind schlechte Wetterbedingungen (Frost bei Weizen, hohe Regenfälle bei Kaffee und Kakao), die höhere Ernteaufträge nach sich ziehen. Auch der Kupferpreis hat dieses Jahr bereits knapp 30 % zugelegt. Die Preisentwicklung ist vor allem von Spekulationen getrieben, dass sich die Nachfrage über eine zunehmende Elektrifizierung und Digitalisierung (Stromleitungen, Batterien, elektronische Komponenten) bedeutend erhöht. Der Ölpreis lag zuletzt zwar 8 % höher als zum Jahresanfang, befindet sich aber eher in einer Seitwärtsbewegung. Hier treffen Förderkürzungen der OPEC+-Länder und eine noch etwas abgeschwächte Nachfrage (bspw. aus China) aufeinander, ebenso wie das geopolitische Umfeld (Konflikt im Nahen Osten). Ungenutzte Förderkapazitäten liegen wegen der gekürzten Förderung jedoch vor, ebenso wie das Interesse der OPEC+-Länder an einer geglätteten Nachfrage nach Rohöl. Dadurch erscheint ein deutlicher weiterer Anstieg eher unwahrscheinlich.

Die Lieferketten haben sich größtenteils normalisiert, bleiben aber anfällig für Schocks und stehen angesichts des zunehmenden Warenverkehrs durch die Erholung des privaten Konsums in Europa vor einer weiteren Belastungsprobe. Die Zahl der Schiffspassagen durch den Suez-Kanal sind seit den Huthi-Angriffen um gute 90 % zurückgegangen. Die Containerschiffe weichen weiterhin über die Route um das Horn von Afrika aus. Damit laufen Schiffe aus Asien nicht mehr die Häfen im Mittelmeer direkt an, sondern beispielsweise Häfen in der Nähe der Straße von Gibraltar. Diese sind jedoch nicht auf die zusätzlichen Kapazitäten ausgelegt und kommen mit der erhöhten Nachfrage kaum zurecht. Steigt jetzt der private Konsum in Europa deutlich an, könnten neue Kapazitätsengpässe und Lieferkettenprobleme auftreten und den Inflationsdruck hierzulande erhöhen.

Im Euroraum nähert sich die Entwicklung bei BIP und Inflation den USA an

Das Wachstum in den USA und im Euroraum lag im 1. Quartal mit jeweils 0,3 % zum Vorquartal fast gleichauf. Letztes Jahr schwächelte das Wachstum vor allem in China und im Euroraum, getrieben von einer schwachen Binnennachfrage. In den USA lief die Konjunktur hingegen – aufgrund hoher Staatsausgaben, einem robusten privaten Konsum und deutlich gestiegener Investitionen – wie am Schnürchen. Im 1. Quartal näherten sich die Wachstumsdynamiken aber wieder etwas aneinander an: Das Wachstum in den USA schwächte sich zum Vorquartal leicht ab, während im Euroraum die Wachstumsrate nach einer leichten Rezession wieder ins Positive drehte. Auch in China legte das Wachstum zum Jahresanfang wieder etwas stärker als erwartet zu.

Die Inflation lag im Euroraum im Mai bei 2,6 % (vorläufig; April: 2,4 %), etwas höher als erwartet.

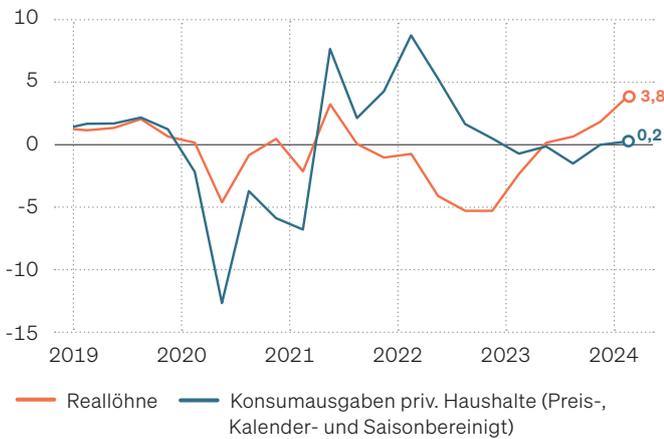
Bei den Hauptkomponenten weist weiterhin der Teilindex für Dienstleistungspreise mit 4,1 % (April: 3,7 %) die höchste jährliche Rate auf. Auch im Vergleich zum Vormonat ist hier mit +0,6 % die Dynamik nach wie vor hoch. Der Kostendruck von höheren Löhnen macht sich also immer noch deutlich in der Inflation bemerkbar und bremst am aktuellen Rand den Desinflationsprozess aus. Die Kerninflation stieg zuletzt ebenfalls etwas an: Mit 2,9 % lag diese erstmals seit Juli 2023 über dem Vormonatswert (2,7 %) und ebenfalls etwas über den Markterwartungen von 2,8 %.

Die Erholung des privaten Konsums lässt noch etwas auf sich warten

Die Reallöhne sind im 1. Quartal deutlich angestiegen. Das preisbereinigte Plus bei den Löhnen und

Deutliche Reallohnsteigerungen, gedämpfter Konsum

Abb. 1 · Veränderung des privaten Konsums und der Reallohne ggü. dem Vorjahresquartal, in %



Quelle: Statistisches Bundesamt, eigene Berechnungen

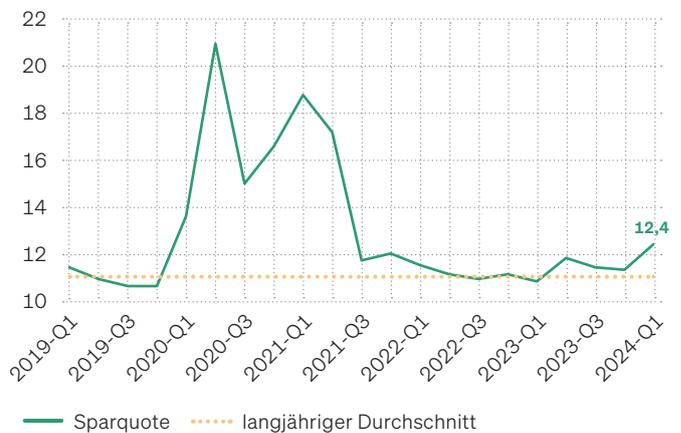
Gehältern in den ersten drei Monaten betrug 3,8 % (Abb. 1). Die Dynamik war vor allem von einer hohen Steigerung im März geprägt. Hier sind aber auch hohe Einmalzahlungen, wie etwa 5,5 Mrd. € Inflationsausgleichsprämie für Beschäftigte in der Metallindustrie, fällig geworden. Der Anstieg dürfte sich in den nächsten Monaten fortsetzen, denn die Reallohnverluste, die sich bei den Arbeitnehmern in Deutschland in den letzten Jahren kumuliert haben, sind damit noch nicht wieder ausgeglichen.

Trotz gestiegener Einkommen zum Jahresanfang: Der private Konsum bleibt verhalten. Im 1. Quartal entwickelten sich die privaten Konsumausgaben mit -0,4 % noch negativ gegenüber dem Vorquartal, zum Vorjahresquartal ist das allerdings schon ein leichtes Plus von 0,2 %. Im April lag zuletzt auch der reale Einzelhandelsumsatz noch 1,2 % unter dem Wert aus dem Vormonat. Letzterer war von einem Plus von 2,6 % etwas aus der Reihe der letzten Rückgänge gefallen. Die Vermutung liegt nahe, dass hier ein Großteil von Einmalzahlungen (siehe vorheriger Absatz) einen starken Konsumimpuls hervorgebracht haben.

Die Sparquote war im 1. Quartal mit 12,4 % deutlich höher als im Vorquartal (11,3 %, Abb. 2). Auch wenn mehr vom Einkommen gespart wird, lässt das im Gegenzug weniger Ausgaben für den Konsum zu. Dabei haben sich die Faktoren, die bisher die Sparquote zum Teil getrieben haben, wie eine hohe gesamtwirtschaftliche Unsicherheit und steigende Terminzinsen, zuletzt eigentlich eher abgemildert. Ein Faktor, der eine Rolle gespielt haben dürfte: Die privaten Haushalte

Haushalte in Deutschland antizipieren die Zinswende

Abb. 2 · Anteil der Ersparnisbildung am verfügbaren Einkommen der priv. Haushalte, in %



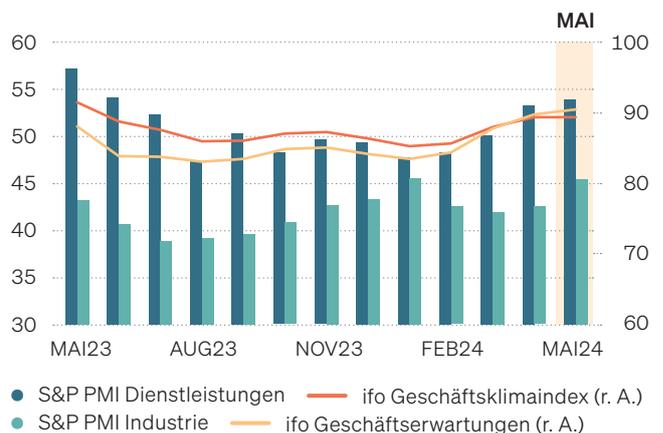
Quelle: Statistisches Bundesamt, eigene Berechnungen

antizipieren die Zinswende der EZB. Es wird also lieber jetzt nochmal etwas mehr gespart, um sich höhere Zinsen zu sichern.

Konjunkturelle Trendwende in Deutschland Die wirtschaftliche Erholung ist in Deutschland eingeleitet: Steigende Einkommen, eine verbesserte Stimmung in der Wirtschaft, Steigerungen in der Produktion und ein verbesserter Außenhandel machen Hoffnung. Die Reallohne sind im 1. Quartal um 3,8 % gestiegen, was auch die Konsumlaune steigert. Diese hat sich zuletzt weiter verbessert und das

Die Stimmung in der Wirtschaft verbessert sich weiter

Abb. 3 · Stimmungsindizes für die gewerbliche Wirtschaft



Quelle: LSEG, eigene Berechnungen

GfK-Konsumklima setzt seit Februar damit seine Aufwärtsbewegung fort (Juni: -20,9 nach -24,0 Punkten im Mai). Die Produktion im produzierenden Gewerbe war im Durchschnitt im 1. Quartal 1 % höher als im Vorquartal. Im energieintensiven Bereich war die Produktion im Quartalsdurchschnitt sogar 4,8 % höher als im Vorquartal. Insgesamt zeigen auch die branchenübergreifenden Stimmungsindizes weiter nach oben. Das ifo Geschäftsklima war einerseits nach mehreren Anstiegen seit Jahresanfang im Mai mit 89,3 Punkten zuletzt zwar unverändert, andererseits hellten sich die Geschäftserwartungen jedoch weiter auf (Abb. 3). Auch der Außenhandel hat sich im 1. Quartal leicht verbessert. Die ifo-Exportenerwartungen stiegen im Mai ebenfalls weiter an und werden damit per Saldo erstmals seit einem Jahr wieder positiv beurteilt. Für dieses Jahr wird aber noch mit einem mäßigen Wachstum des internationalen Warenhandels gerechnet. 2025 dürfte hier die Dynamik weiter zunehmen und die wirtschaftliche Erholung in Deutschland weiter stützen.

Höhere Löhne üben Inflationsdruck aus

Die Inflationsrate lag im Mai in Deutschland bei 2,4 % (vorläufig; April: 2,2 %). Zweitrundeneffekte (insbesondere die Lohnentwicklung) prägen weiterhin die aktuelle Entwicklung. Der Preisdruck aus dem Dienstleistungsbereich, auf Grund der Weitergabe höherer Lohnkosten, hält weiter an. Der Index, welcher die Dienstleistungspreise abbildet, lag mit 3,9 % im Mai erstmals seit Jahresanfang deutlich höher als im Vormonat (April: 3,4 %). Auch die Kerninflation zeigt sich immer noch hartnäckig: Ohne die volatilen Energie- und Nahrungsmittelpreise lag die Teuerungsrate bei 3,0 % (April ebenfalls 3,0 %). Die Ergebnisse der

Höhere Löhne, weniger Subventionen

Abb. 4 · Veränderung des BIP-Deflators und Wachstumsbeiträge gegenüber dem Vorjahresquartal, in %



Quelle: Statistisches Bundesamt, eigene Berechnungen

aktuellen BIP-Detailrechnung zeigen, dass die Unternehmensgewinne im 1. Quartal den Preisdruck nicht erhöht haben (Abb. 4). Ebenso ist die Arbeitslosigkeit nur geringfügig angestiegen. Das könnte darauf hindeuten, dass die Unternehmen den Lohndruck zuletzt gut kompensieren konnten.

Der aktuell aufkeimende Konjunkturoptimismus sollte aber nicht über die unveränderten mittelfristigen Probleme der deutschen Wirtschaft hinwegtäuschen. Der demographische Knick durch den Renteneintritt der ersten Babyboomer steht bevor und das Wachstumspotenzial bleibt gering. Ein ineffizienter Einsatz von Kapital und Arbeit wiegt auch weiterhin auf das Produktivitätswachstum in Deutschland. Ebenso wie langjährig aufgeschobene Investitionen in die Infrastruktur.

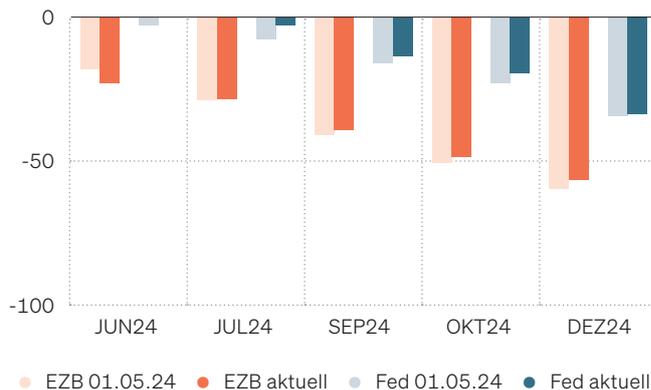
FINANZMÄRKTE

Geldpolitik weiter im Fokus

An den Finanzmärkten dreht sich alles um die bevorstehenden Zinssenkungen. Vor allem in den USA ist die Unsicherheit über Anzahl und Zeitpunkt der in diesem Jahr zu erwartenden Lockerungen hoch. Mehrere überraschend hohe Inflationswerte in Folge und ein weiterhin robuster Arbeitsmarkt in den USA hatten die Erwartung von zu Beginn des Jahres sechs auf zwischenzeitlich nur noch eine Zinssenkung in diesem Jahr schrumpfen lassen. Es war sogar die Rede von einer möglichen Zinserhöhung; die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen waren parallel auf Jahreshochstände (USA: 4,7 %; Deutschland: 2,6 %) gestiegen. Der

Zinssenkungserwartungen zuletzt stabil

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



Quelle: LSEG, eigene Berechnungen

mit 3,4 % minimal niedriger als erwartete CPI-Wert vom April dagegen hat die Hoffnung bestärkt, dass der Desinflationstrend doch noch intakt sein könnte. Die um Energie- und Lebensmittelpreise bereinigte Kerninflationsrate verringerte sich erstmals seit sechs Monaten und sank mit 3,6 Prozent auf das niedrigste Niveau seit April 2021. Zumindest die Diskussion um steigende Zinsen ist damit (vorerst) vom Tisch. Die Zinssenkungserwartungen nahmen, ausgehend von einer für dieses Jahr, wieder leicht zu und summierten sich zuletzt auf 33 Basispunkte. Sie befinden sich damit wieder auf dem Niveau von Anfang Mai (Abb. 5).

EZB vor erster Zinssenkung im Juni

Im Euroraum stellt sich die Situation etwas klarer dar. Eine erste Zinssenkung im Juni gilt als sicher. Nachdem sich diverse hochrangige EZB-Mitglieder dahingehend geäußert hatte, bestätigte EZB-Chefvolkswirt Philip Lane das Vorhaben zuletzt erneut. Er betonte aber auch, dass das geldpolitische Niveau bis ins kommende Jahr auf einem restriktiven Niveau verbleiben müsse, um erneute Inflationswellen zu verhindern. Dafür spreche u.a. der EZB-Index der ausgehandelten Lohnsteigerungen, der im ersten Quartal des Jahres mit 4,7 % unerwartet hoch und deutlich über dem Niveau von ca. 3 % lag, welches die EZB als vereinbar mit ihrem Inflationsziel hält. Der Wert solle nicht überinterpretiert werden, denn er geht u. a. auf die Inflationsausgleichsprämie in Deutschland zurück, die einmalig ausgezahlt und daher keinen andauernden Effekt hat. Nach Angaben des Statistischen Bundesamtes sind die Tariflöhne in Deutschland im ersten Quartal um kräftige 6,4 % gegenüber dem Vorjahr gestiegen. Ohne Einmalzahlungen beträgt der Wert 3,0 %. Daten, die bis April vorliegen, zeigen einen Lohnzuwachs von 7,5 % gegenüber dem Vorjahr. In einem kürzlich abgeschlossenen Tarifvertrag für den Einzelhandel wurde eine Erhöhung von fast 14% über einen Zeitraum von 36 Monaten ausgehandelt. Auch ohne den Effekt der Einmalzahlungen in Deutschland ist die Rate für den Euroraum also hoch genug, um vorerst ein geldpolitisch restriktives Niveau zu halten. Wie es nach der ersten Zinssenkung weitergeht, ist daher auch im Euroraum ungewiss. Die impliziten Zinssenkungserwartungen standen zuletzt bei insgesamt 55 Basispunkten bis Ende des Jahres; also ebenfalls deutlich weniger als zu Jahresanfang. Auch die mittelfristigen Inflationserwartungen für den in fünf Jahren beginnenden Fünfjahreszeitraum liegen mit rd. 2,3 % in einem unkritischen Bereich. Dass die Inflation im Mai wieder leicht angestiegen ist, stellt kein besonderes Hindernis dar, denn sie geht auf ungünstige Basiseffekte zurück, die den Desinflationstrend im Euroraum für sich genommen nicht in Frage stellt.

USA mit Strahlkraft auf das globale Finanzsystem Philip Lane äußerte sich auch zu den Überschwappeffekten aus den USA. Stiegen die Anleiherenditen dort und daher auch im Euroraum, so müsste einer solchen, extern ausgelösten Verschärfung der allgemeinen Finanzierungsbedingungen mit zusätzlichen Zinssenkungen hier begegnet werden. Seit Jahresbeginn sind die Anleiherenditen im Euroraum um über 100 Basispunkte gestiegen; dieser Anstieg ist im Wesentlichen auf das Auspreisen der zuvor erwarteten Zinssenkungen in den USA zurückzuführen. Dieser Effekt ist aber global und daher auch im Euroraum zu spüren. Jeder neue Datenpunkt aus den USA wird kritisch beäugt und dahingehend hinterfragt werden, ob er die Fed näher an eine Zinssenkung oder doch eine -anhebung führt und hat damit enorme Strahlkraft für die globalen Finanzmärkte. Mithin ist die EZB nicht so unabhängig von der Fed, wie Christine Lagarde es nach der letzten EZB-Sitzung verkündigt hatte; das Potential für Überraschungen ist hoch.

US-Inflation bindet Fed die Hände

Die Unsicherheit ist enorm. Jeder Datenpunkt, der auf ein Andauern der robusten US-Konjunktur hindeutet, lässt die Zinssenkungserwartungen zurückgehen (und umgekehrt). Jerome Powell hatte sich nach der jüngsten Fed-Sitzung – in der die Zinsen abermals konstant gehalten wurden – optimistisch gezeigt, dass Zinssenkungen noch in diesem Jahr zu erwarten seien. Die später veröffentlichten Sitzungsprotokolle zeigten aber, dass sich diverse FOMC-Mitglieder skeptisch äußerten, ob ein solcher Schritt dieses Jahr noch angebracht sei. Vielmehr zeigten sie sich bereit, im Zweifelsfall doch eine weitere Anhebung durchzuführen oder zumindest das derzeit restriktive Niveau länger zu halten. Diese teils widersprüchlichen Aussagen tragen zur allgemeinen Unsicherheit zusätzlich bei. Sie wecken auch Zweifel, inwiefern sich die geldpolitischen „Tauben“ – also die Befürworter einer Zinssenkung - gegen die „Falken“ – also diejenigen, die wenigstens ein „higher for longer“ für nötig halten – werden durchsetzen können. Dazu kommt die offene Frage, ob die Fed angesichts der bevorstehenden Präsidentenwahl überhaupt aktiv ins Geschehen eingreifen wird (mit entsprechenden Konsequenzen für die Inflation, wenn sie es nicht tut). Eine Zinsänderung kurz vor der Wahl könnte ihr als der Versuch politischer Einmischung ausgelegt werden und sie damit Glaubwürdigkeit kosten. Die Anleiherenditen in den USA bzw. Deutschland standen daher mit zuletzt 4,5 % bzw. 2,7 % weiter nur wenig unter den Jahreshöchstständen (Abb. 6). Da in den USA mehr Zinssenkungen ausgepreist wurden als im Euroraum (s. u.), ist der Renditeabstand von 219 im April auf zuletzt 188 Basispunkte gesunken. Die andauernde

Staatsanleiherenditen trotz Rücksetzer hoch

Abb. 6 · Renditen zehnjähriger Staatsanleihen, in %



Quelle: LSEG, eigene Berechnungen

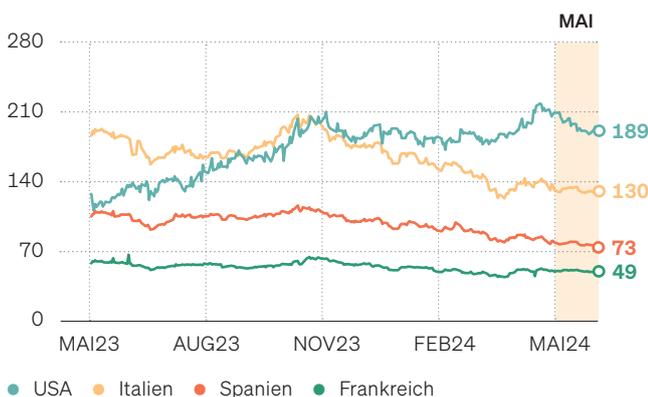
Inversion der Zinsstrukturkurve – also dem Renditeabstand zwischen zehnjährigen und zweijährigen US-Staatsanleihen – erscheint vor dem Hintergrund der robusten US-Konjunktur immer rätselhafter.

Renditen im Euroraum einheitlich

Gemessen an der unsicheren Gemengelage ist die Ruhe an den Anleihemärkten bemerkenswert. Die Risikoaufschläge der deutschen Euronachbarn sind seit Monaten nahezu unbewegt (Italien: 130 bps; Spanien: 77 bps; Frankreich: 50 bps; Abb. 7). Die wiederangestiegenen Finanzierungskosten haben etwa mit Blick auf Italien, dessen hohe Staatsverschuldung in der Vergangenheit in solchen Situationen häufig in den Fokus geriet, bislang zu keinen abweichenden Kursbewegungen geführt. An den Kreditmärkten sind die Risikoaufschläge sogar weiter rückläufig: Die Renditeabstände von Unternehmensanleihen sowohl

Renditeabstände im Euroraum unauffällig

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



Quelle: LSEG, eigene Berechnungen

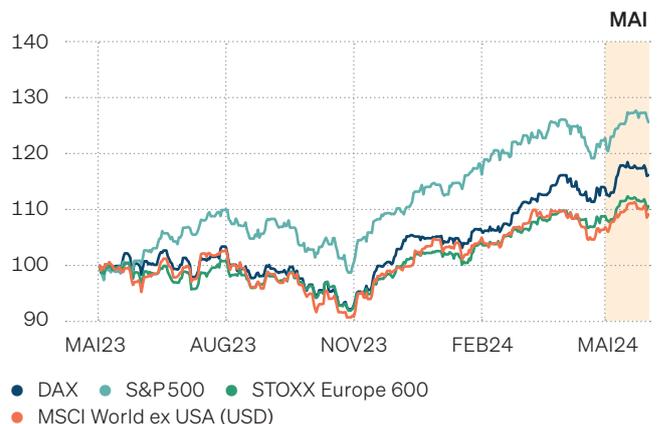
aus dem Investment Grade als auch dem High Yield Bereich zu Staatsanleihen befinden sich auf den niedrigsten Niveaus seit Beginn des Zinserhöhungszyklus (Abb. 12 im Anhang). In den USA spiegelt sich hierin die robuste Konjunktur wider, die Sorgen vor möglichen Problemen bei den Unternehmen in den Hintergrund rücken lässt. Im Euroraum kann die Konjunktur gerade wieder vorsichtig Tritt fassen, so dass auch hier die Zuversicht relativ groß ist. Die EZB hat in ihrem jüngsten Finanzstabilitätsbericht bereits vor zu viel Sorglosigkeit seitens der Investoren gewarnt. Sie mahnt, dass ausbleibende fiskalische Konsolidierung und übermäßige Risikobereitschaft die Anfälligkeit für externe (v. a. geopolitische) Schocks erhöhe. Das niedrige Potentialwachstum im Euroraum Sorge dafür, dass die aktuellen Schuldenstände und die avisierten Schuldenpfade vieler Eurostaaten zusätzlich fragil wirken. Diese Risiken seien in den aktuellen Kursen nicht ausreichend berücksichtigt.

Aktienmärkte setzen Kursanstieg fort

Die Aktienmärkte befinden sich wieder auf bzw. nahe ihrer Allzeithochs. Der DAX konnte im Mai mit 18.912 Punkten einen neuen Rekord erreichen und notierte zuletzt nur knapp darunter. Auch der S&P 500 steht nur wenig unter seinem neuen, im Mai aufgestellten Allzeithoch von 5.341 Punkten (beide YTD: +10 %; Abb. 8). Im April hatte es einen kleineren Kursrücksetzer gegeben, als die Reihe unerwartet hoher Inflationsraten in den USA das Schreckgespenst „higher for longer“ wieder auf den Plan riefen. Mit dem niedrigeren Wert vom April haben sich diese Befürchtungen etwas gelegt. Das Beispiel zeigt, wie anfällig die momentane Situation für Korrekturen sowohl nach oben als auch nach unten ist.

Aktienmärkte im Mai mit neuen Rekorden

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



Quelle: LSEG, eigene Berechnungen

Konzentration im S&P 500 steigt

Abb. 9 · S&P 500 marktgewichtet vs. gleichgewichtet, 1. Januar 2019=100



Quelle: LSEG, eigene Berechnungen

KI-Aktien ziehen davon

Der gleichgewichtete S&P 500 ist YTD nur um 4,7% gestiegen. Das Verhältnis von markt- zu gleichgewichtetem S&P 500 befindet sich auf einem Mehrjahreshoch (Abb. 9). Die Outperformance des marktgewichteten S&P 500 ist ein Signal für eine hohe Marktkonzentration. Sie drückt aus, dass die Performance des Leitindex maßgeblich von einer kleinen Gruppe von IT-Unternehmen (Nvidia, Microsoft, Amazon, ...) getrieben wird. Ihnen werden enorme Gewinnzuwächse durch die Implementierung von KI vorausgesagt. Sollten sich diese rosigen Erwartungen nicht oder nur teilweise erfüllen, würde eine Neubewertung spürbare Kursverluste mit sich bringen.

Bewertungsexpansion treibt Kurse

Die Kursgewinne der letzten Monate gehen – trotz einer guten Gewinnsaison 24Q1 in den USA mit um 8 % höheren Gewinnen als im Vorjahresmonat – auch auf eine Expansion der Bewertungsrelationen zurück. So ist das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) des S&P 500 seit Anfang November letzten Jahres von 21 auf 27 gestiegen; um fast 30 % (Tab. 1). Das letzte Mal, dass der Index diesen Wert außerhalb der Corona-Pandemie erreicht hat, war während der Dotcom-Blase. Künftige Gewinne könnten das KGV der im S&P 500 vertretenen Unternehmen wieder senken: Für die Quartale 24Q2 bis 25Q2 werden Gewinnsteigerungen im Bereich von 9 % bis 15 % pro Quartal prognostiziert. Entsprechend liegt das KGV, gemessen an diesen zukünftigen Gewinnen („forward P/E“), bei einem vergleichsweise niedrigen Wert von 20. Aber auch für diesen Wert gilt, dass er der höchste außerhalb der Pandemie seit dem Jahr 2001 ist. Der DAX oder der STOXX 600 Europe werden mit einem ‚forward P/E‘ von 12,2 bzw. 13,7 deutlich niedriger bewertet. Steigende Unternehmensgewinne isolieren die Aktienmärkte ein Stück weit von den Makrodaten; gut zu erkennen an den Kursgewinnen dieses Jahr bei gleichzeitig steigenden Anleiherenditen. Dieser Zusammenhang dürfte vor allem für europäische Aktien einen festen Halt darstellen, denn die Konjunktur bekommt grade wieder festeren Boden unter den Füßen. Sollten sich die Aussichten wieder eintrüben, so würde v. a. in den USA die Luft für das derzeitige Kursniveau schnell dünn werden.

Erwartete Gewinne der DAX-Unternehmen stützen die hohen Kurse

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	17,0	14,4	29,3	14,6	16,2	12,2	1,5	1,5	7,29	1,62	-5,6	
S&P 500	27,0	25,6	7,1	20,5	31,7	20,8	4,7	4,5	5,63	3,31	41,6	
CAC 40	17,4	17,2	8,2	17,6	-1,1	13,5	2,0	2,0	3,18	1,56	28,8	
IBEX 35	13,3	12,7	8,2	14,3	-7,2	11,0	1,5	1,4	3,91	1,33	9,5	
FTSE 100	14,0	13,3	31,4	18,5	-24,4	11,7	1,9	1,8	9,54	1,72	8,8	
FTSE MIB	9,2	9,1	43,9	12,4	-26,4	9,7	1,3	1,3	-14,91	1,25	6,1	
STOXX Europe 600	17,0	17,0	22,2	17,7	-4,2	13,7	2,0	2,0	5,01	1,81	12,4	

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

Euro profitiert von verbesserten Makrodaten

Entgegen den Befürchtungen, dass die Parität zum US-Dollar wieder in Sicht gerät, konnte die Gemeinschaftswährung zuletzt Morgenluft schnuppern. Mit 1,09 USD/EUR stand sie im Mai knapp 3 % über ihrem Jahrestief von 1,06 USD/EUR. Der Kurs folgt somit weiterhin den Erwartungen, die die Marktakteure an die Geldpolitik in den USA und der Eurozone haben. Die Abstände der kurzfristigen Renditen sind zuletzt gesunken, was den Euro ggü. dem US-Dollar relativ attraktiver macht. Auch die positiven Konjunkturüberraschungen zahlen darauf ein. Wenn sich diese Entwicklung, wie in den einschlägigen Prognosen vorgesehen, verfestigt, dürfte eher das Jahreshoch von 1,10 USD/EUR greifbar werden. Dass der Euro nicht, wie von manchen erwartet, stärker abgewertet hat, dürfte auch bei der EZB mit Wohlwollen betrachtet werden. Immerhin stand zu befürchten, dass die im Vergleich zur Fed früheren Zinssenkungen mit einer schwächeren heimischen Währung und damit importierter Inflation den Weg bereiten würden.

Euro orientiert sich nach oben

Abb. 10 · Wechselkurs des Euros ggü. dem US-Dollar



Anhang

Die wirtschaftliche Situation im Euroraum

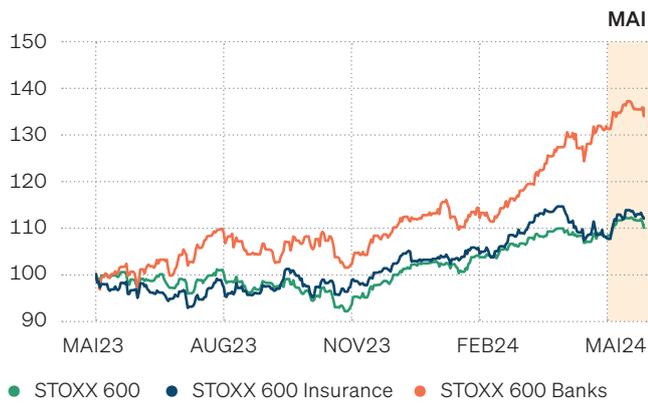
Tabelle 2 · Gesamtwirtschaftliche Kennzahlen

	Inflation, % ggü. Vorjahresmonat		BIP, % ggü. Vorquartal		BIP, % ggü. Q4 2019	
	MAI 2024	APR 2024	Q1 2024	Q4 2023	Q1 2024	Q4 2023
Euroraum	2,6	2,4	0,3	-0,1	3,4	3,0
Deutschland	2,8	2,4	0,2	-0,5	0,3	0,1
Frankreich	2,7	2,4	0,2	0,1	2,2	1,9
Italien	0,8	1,0	0,3	0,1	4,6	4,2
Spanien	3,8	3,4	0,7	0,7	3,7	3,0

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

Aktienindizes europäischer Versicherer und Banken

Abb. 11 · Indizes, 1. Mai 2023 = 100, in €



Quelle: LSEG, eigene Berechnungen

Renditespreads von Corporate Bonds

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



Quelle: LSEG, eigene Berechnungen

Performance von Anleihen und Aktien

Tabelle 3 · Total Return ausgewählter Indizes

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

Quelle: LSEG, 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

31.05.2024

Publikationsassistenz

Heike Strauß

Autoren

Thilo Bertelsmann, 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 2024