

ECONOMIC RESEARCH

Freie Bahn für Zinssenkungen

SEPTEMBER 2024
Economics & Finance
Perspectives

Autor

Dr. Max Hanisch
m.hanisch@gdv.de

Dr. Jörg S. Haas
j.haas@gdv.de

Executive Summary

Die deutsche Wirtschaftsleistung ist im 2. Quartal geschrumpft. Die langerwartete konsumgetriebene Erholung lässt damit weiter auf sich warten, obwohl die Reallöhne steigen. Gleichzeitig fiel die Inflation in Deutschland und dem Euroraum auf ihren tiefsten Stand seit über drei Jahren. Sie macht damit den Weg für weitere Zinssenkungen frei. Unerwartet schlechte Daten vom US-Arbeitsmarkt bescheren den globalen Finanzmärkten einen Schreckmoment, in dessen Folge nun auch in den USA umfassende Zinssenkungen eingepreist werden. Während die Bondmärkte in Form niedrigerer Anleiherenditen weiterhin skeptisch auf die konjunkturelle Entwicklung schauen, setzen die Aktienmärkte ganz auf ein ‚soft landing‘. Nach einem Rücksetzer Anfang August haben sie ihrer Verluste aufgeholt und befinden sich wieder nahe ihrer Allzeithochs.

GESAMTWIRTSCHAFT

Deutschland stagniert weiter

Die wirtschaftliche Erholung in Deutschland hat erneut einen Rückschlag erlitten. Nachdem das Bruttoinlandsprodukt im 1. Quartal um 0,2 % gewachsen war, sank es im 2. Quartal um -0,1 % gegenüber dem Vorquartal (saison- und kalenderbereinigt). Das Statistische Bundesamt bestätigte damit seine Schnellschätzung. Besonders negativ wirkten sich schwache Investitionen aus, was angesichts des weiterhin hohen Zinsniveaus nicht überrascht. Aber auch die Exporte und der private Konsum, auf denen die Wachstumshoffnungen ruhten, gingen zurück (Abb. 1). Bereits seit 2022 oszillieren die deutschen Wachstumsraten um die Nulllinie.

Die Reallöhne stiegen dagegen im 2. Quartal zum fünften Mal in Folge. Sie legten um 3,1 % gegenüber dem Vorjahresquartal zu. Allerdings hat das Lohnwachstum noch nicht den Kaufkraftverlust durch die Inflation ausgeglichen.

Für die kommenden Monate verheißen die Stimmungsindikatoren nur wenig Gutes. Das GfK-Konsumklima für September sank deutlich auf -22 Punkte und setzte damit der seit Februar herrschenden Aufwärtstendenz ein Ende. Die Umfragedaten zeigen, dass Verbraucher insbesondere in ihren Einkommenserwartungen trotz steigender Löhne pessimistischer

geworden sind. Das geht möglicherweise auf die steigende Arbeitslosigkeit zurück, die seit 2022 langsam angestiegen ist und im Juli bei 6,0 % lag. Auf der Unternehmensseite ging das ifo-Geschäftsklima bereits zum dritten Mal in Folge zurück, wenn auch nur leicht.

Die Wachstumsinitiative der Bundesregierung könnte das Bruttoinlandsprodukt schon im kommenden Jahr um 0,4 Prozentpunkte steigern, wenn sie vollständig umgesetzt wird. 2026 wären es sogar 0,7 Prozentpunkte. Das argumentiert ein neues Papier des Bundesverbands der forschenden Pharmaunternehmen.¹ Die wichtigsten Treiber des zusätzlichen Wachstums sind mehr Arbeitskräfte und höhere Investitionen. Diese Effekte wären bedeutend, denn die Bundesbank erwartet derzeit ein Wachstum von nur 1,1 % im kommenden Jahr und 1,4 % im Jahr 2026.

Polen wird als deutsches Exportziel immer wichtiger und liegt inzwischen gleichauf mit China. Warenexporte nach Polen betragen im 2. Quartal rund 24 Mrd. Euro, knapp 6% der Gesamtexporte (Abb. 2). Auch die Ausfuhren in die USA sind in den letzten fünf Jahren deutlich gestiegen. Exporte nach China verloren dagegen relativ zu anderen Ländern an Wichtigkeit. Die deutschen Exporte insgesamt stagnieren seit Mitte 2022.

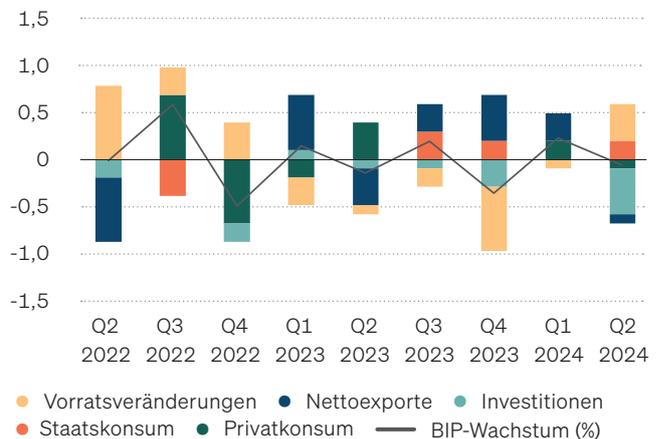
Euroraum etwas dynamischer

Der Euroraum entwickelte sich im 2. Quartal mit einem Wachstum von 0,3 % dynamischer als Deutschland. Das italienische und das französische

¹ Siehe Michelsen C., Junker S. & Fichtner F., [Macroscope 08/24](#)

Deutsche Wirtschaft schrumpft wieder

Abb. 1 · Beitrag zum BIP-Wachstum ggü. Vorquartal, Prozentpunkte



Quelle: LSEG Datastream, eigene Berechnungen

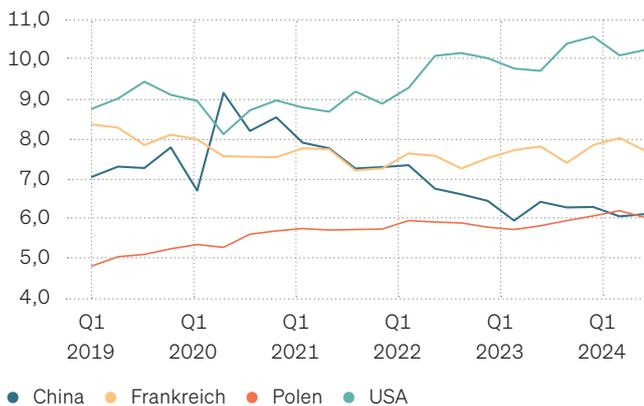
BIP legten jeweils um 0,2% zu und das spanische sogar um 0,8%. Nur Lettland schrumpfte mit -1,1% stärker als Deutschland. Der Einkaufsmanagerindex signalisierte im August nach drei Rückgängen in Folge auch etwas stärkere Wachstumsaussichten für Europa. Er stieg auf 51,2 Punkte. Das Ergebnis war allerdings von starken Ergebnissen im französischen Dienstleistungssektor getrieben, was einen Einmaleffekt aufgrund der Olympischen Spiele darstellen könnte. Der Teilindex für die Industrie verharrte, wie bereits seit Mitte 2022, unter der Wachstumsschwelle von 50 Punkten.

Trotz der derzeitigen wirtschaftlichen Stagnation ist der materielle Wohlstand in Deutschland im EU-Vergleich noch immer sehr hoch. Eurostat hat kürzlich die Daten für 2023 zum Tatsächlichen Individualverbrauch pro Kopf (TIV) veröffentlicht, einem umfassenden Wohlstandsmaß, das nicht nur Kaufkraftunterschiede, sondern auch kostenlose staatliche Leistungen berücksichtigt. Deutschland liegt 16% über dem EU-Durchschnitt und damit an vierter Stelle hinter Luxemburg, Österreich und der Niederlande. Schlusslicht ist Ungarn, wo der TIV 30% unter dem EU-Durchschnitt liegt (Abb. 3).

Inflation auf neuem Tiefpunkt
Die Jahresinflationsrate in Deutschland sank im August von 2,3% auf 1,9% (nationaler Verbraucherpreisindex) und damit auf den niedrigsten Stand seit März 2021. Gegenüber dem Vormonat sanken die Preise sogar leicht um -0,1%. Das vermeldete das Statistische Bundesamt in seiner Schnellschätzung. Basiseffekte machen es jedoch wahrscheinlich, dass die Inflationsrate zum Ende des Jahres hin noch einmal ansteigt.

China weniger wichtig als Exportpartner

Abb. 2 · Exporte in ausgewählte Länder, % der Gesamt-Warenexporte



Quelle: Statistisches Bundesamt, eigene Berechnungen

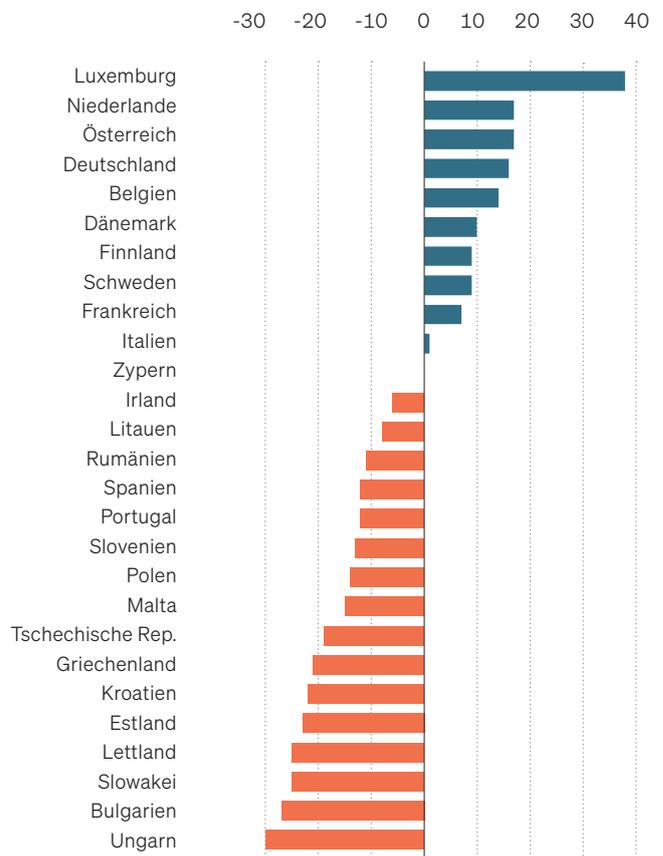
Im Euroraum fiel die Inflationsrate ebenfalls deutlich von 2,6% auf 2,2%. Damit hat sie das Inflationsziel der Europäischen Zentralbank beinahe erreicht. In sieben Euroländern fielen die Preise im Vergleich zum Vormonat. Eine wichtige Rolle spielten dabei allerdings Energie- und Nahrungsmittelpreise. Die Kerninflationsrate, die diese volatilen Kategorien ausschließt, sank nur minimal auf 2,8%.

US-amerikanische Konjunktur landet langsam
Die US-amerikanische Wirtschaftsleistung ist im 2. Quartal so schnell gewachsen wie die chinesische. Laut revidierten Zahlen war sie im 2. Quartal um 0,7% (annualisiert 3,0%) höher als im Vorquartal. Die Inflation, gemessen an von der Fed bevorzugten Personal Consumption Expenditure (PCE) Index, blieb im Juli unverändert bei 2,5%.

Währenddessen hat sich der Arbeitsmarkt abgeschwächt. Im Juli stieg die Beschäftigung nur um 114 000 Personen und auch frühere Monate wurden

Deutschland im EU-Vergleich weiterhin reich

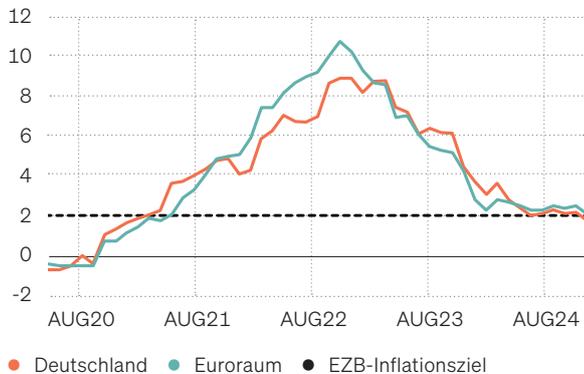
Abb. 3 · Tatsächlicher Individualverbrauch 2023, % ggü. EU-Durchschnitt



Quelle: Eurostat, eigene Berechnungen

Inflation auf dem niedrigsten Stand seit 2021

Abb. 4 · Jährliche Inflationsrate, %



Anmerkung: Die Inflationsrate für Deutschland bezieht sich auf den nationalen Verbraucherpreisindex.

Quelle: LSEG Datastream

deutlich nach unten revidiert. Die Arbeitslosenquote stieg seit Jahresbeginn von 3,7 % auf 4,3 %, den höchsten Wert seit Oktober 2021. Gleichzeitig verlor der Anstieg der durchschnittlichen Stundenlöhne merklich an Dynamik und lag unterhalb der Analystenschätzungen. Einzelhandelsumsätze und die Verbraucherstimmung waren jedoch robust.

FINANZMÄRKTE

Ein hitziger Sommer

Der August hat den Finanzmärkten einen Schreckmoment beschert. Nachdem Jerome Powell auf der nur wenige Tage vorher stattgefundenen Fed-Sitzung erst erklärt hatte, dass die US-Notenbank sich hinsichtlich ihrer geldpolitischen Entscheidungen zunehmend auf den Arbeitsmarkt fokussieren werde, sahen sich viele Marktakteure angesichts der schwachen Arbeitsmarktdaten (s. voriger Absatz) in ihrer Erwartung einer zeitnahen Zinswende bestätigt. An den Terminmärkten wurden daraufhin Zinssenkungen in Höhe von ca. 1 Prozentpunkt bis zum Jahresende eingepreist, was bedeutet, dass die Fed in einer der drei Sitzungen die Leitzinsen um 0,5 Prozentpunkte reduzieren müsste. Zwischenzeitlich war sogar über eine außerplanmäßige Zinssenkung spekuliert worden. Die Aktienmärkte gaben nach, der Dollar wertete ab und die Renditen sowohl zehn- als auch zwei-jähriger US-Staatsanleihen fielen zeitweise jeweils um rund 0,3 Prozentpunkte auf 3,77 bzw. 3,84 % (Abb. 5). Auf Basis von intraday-Kursen lag die Rendite der zehnjährigen kurzzeitig sogar wieder über der der zweijährigen Renditen und beendete damit die seit über zwei Jahren andauernde

Invertierung der US-Zinsstrukturkurve. Dieser auch ‚bull steepening‘ genannte Vorgang trat in der Vergangenheit häufig kurz vor Eintreten einer Rezession in den USA auf und gilt daher als Warnsignal für die Konjunktur. Der Gedanke dahinter lautet, dass Anleger im Zuge einer konjunkturellen Eintrübung mit raschen Zinssenkungen der Fed rechnen, was die Renditen am kurzen Ende der Zinsstrukturkurve relativ stärker drückt. Der schwache Arbeitsmarktbericht schien genau diese Erwartungshaltung auszulösen.

Falkenhafte Überraschung aus Japan

Nahezu zeitgleich gab die Bank of Japan (BoJ) etwas überraschend bekannt, ihre Leitzinsen entgegen dem globalen Trend zu erhöhen. Im März hatte sie erstmals seit 17 Jahren die Zinsen angehoben und damit ihre Negativzinspolitik beendet. Zudem kündigte sie an, ihre Anleihekäufe bis zum ersten Quartal 2026 auf monatlich 2,9 Billionen Yen (17,5 Milliarden Euro) zu reduzieren. Sie wolle erreichen, dass die langfristigen Zinsen „im Prinzip von den Finanzmärkten bestimmt werden“. Daraufhin wertete der Yen gegenüber dem US-Dollar deutlich auf, denn auch wenn der vollzogene Zinsschritt von null bis 0,1 auf nun 0,25 % relativ klein war, signalisierten die Währungshüter weitere Zinserhöhungen. Die Aufwertung des Yen brachte den sog. ‚carry trade‘, eine in den letzten zwei Jahrzehnten erfolgreiche Anlagestrategie ins Wanken. Die grobe Idee dahinter lautet wie folgt: Besteht die Aussicht auf dauerhaft niedrige Zinsen und eine schwache Währung in einem Land, können dort günstig Mittel aufgenommen und in einem Land mit höheren Zinsen wiederangelegt werden. Die Zinsdifferenz ist der Gewinn. Diese Strategie funktioniert so lange, wie die Ausgangssituation Bestand hat. Da die japanische Geldpolitik seit über 20 Jahren sehr expansiv ausgerichtet war, was niedrige

Im August ging es heiß her

Abb. 5 · Renditen zehnjähriger Staatsanleihen, in %



Quelle: LSEG, eigene Berechnungen

Zinsen und eine schwache Währung mit sich brachte, und zeitgleich die Renditen für Staatsanleihen in den USA, aber auch Mexiko, höher lagen, hat diese enormen Zulauf erhalten. Mit der unerwarteten Zinsanhebung der Bank of Japan, gefolgt von der Aufwertung des Yen, fielen die Grundvoraussetzungen für den Erfolg dieser Strategie in sich zusammen und Anleger suchten das Weite. Eingegangene Positionen mussten aufgelöst und bereits entstandene Verluste mit dem Verkauf anderer Assets ausgeglichen werden. So sprangen die Folgen auch auf die Aktienmärkte über (s. u.).

Beruhigung schnell eingetreten

So groß der Schreck im ersten Moment war, so schnell sorgten neue Erkenntnisse über den Zustand der US-Konjunktur und Beruhigungspillen der BoJ für Entspannung. Unerwartet starke Einkaufsmanagerindizes, robuste Einzelhandelsumsätze und rückläufige Produzentenpreise in den USA ließen die Zuversicht nur Tage später zurückkehren. Ein ‚soft landing‘, also eine Rückkehr zum Inflationsziel, die eine Abkühlung der Wirtschaft, aber eben keine Rezession mit sich bringt, scheint seitdem wieder möglich. Und auch die BoJ reagierte: Der stellvertretende Gouverneur Shinichi Uchida stellte klar, dass die Notenbank in einem instabilen, volatilen Marktumfeld auf keinen Fall weitere Leitzinserhöhungen vornehmen werde. Aufgrund der Entwicklungen an den Kapitalmärkten werde die Bank of Japan ihre immer noch lockere Geldpolitik eine Weile beibehalten. Dies bedeutet zwar nicht, dass weitere Zinsschritte für den Rest dieses Jahres vom Tisch sind, jedoch dürften die Währungshüter dann die Märkte verbal darauf vorbereiten und in ihrer Kommunikation nach einem eventuellen Zinsschritt vorsichtiger werden. Die Aussagen führten vor allem an den Aktienmärkten zu deutlichen Kurssprüngen. An den Bondmärkten hingegen konnten die Kursverluste der vorherigen Tage nicht wieder aufgeholt werden. Die Renditen der zehnjährigen Staatsanleihen verharrten bis zuletzt auf Jahrestiefstständen, mit 3,8 % in den USA und 2,3 % in Deutschland. Auch die Zinssenkungserwartungen wurden nicht zurückgenommen. Vor allem in den USA nehmen sie sich mit rd. 100 Basispunkten bis Jahresende weiterhin üppig aus. Im Euroraum werden fest zwei und mit einer Wahrscheinlichkeit von 50 % eine dritte Zinssenkung eingepreist (Abb. 6).

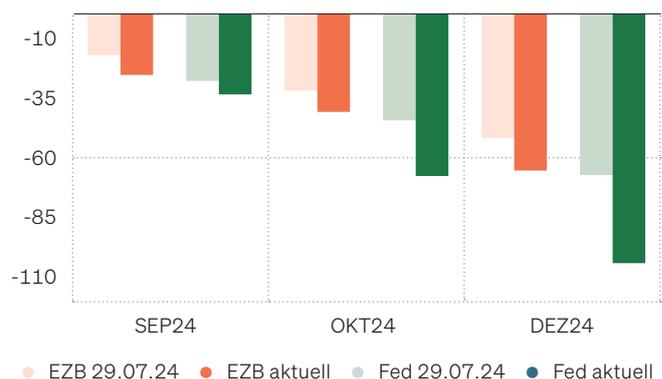
Bondmärkte bleiben vorsichtig

Im bis zuletzt andauernden niedrigeren Renditeniveau spiegelt sich die fortwährende Skepsis der Bondanleger wider, ob ein ‚soft landing‘ wirklich gelingen kann. Die Invertierung der Zinsstrukturkurve hat diese Zweifel bereits in den vergangenen

zwei Jahren unmissverständlich kundgetan; nur um wieder und wieder von einer robusten US-Konjunktur eines Besseren belehrt zu werden. Dass die Fed die Zinsen senken wird, hat selbst Jerome Powell in seiner Rede Ende August in Jackson Hole bestätigt. Damit dürfte Entlastung vor allem für kleinere und mittlere Unternehmen einkehren, die unter den hohen Zinsen tendenziell stärker leiden. Die Inflation sinkt weiter, der CPI lag mit zuletzt +2,9 % ggü. Vorjahr sogar unterhalb der von der Fed gesetzten Grenze von maximal 3 %. Ob bei einer der drei finalen Sitzungen dieses Jahr tatsächlich mit einem 50-Basispunkte-Schritt gerechnet werden muss, darf angezweifelt werden. Große Bedeutung kommt der Veröffentlichung der Arbeitsmarktzahlen für August am 6. September zu. Nach der Bestätigung von Powell lösen sie die Inflationsdaten als wichtigsten Indikator für die künftige geldpolitische Ausrichtung der Fed ab. Umfang und Geschwindigkeit der eingepreisten Zinssenkungen sind in der Vergangenheit nur angesichts einer deutlichen Rezession vorgenommen worden; ein solches Szenario ist derzeit in den USA nicht zu erkennen. Im Euroraum liegt der zum Jahresende erwartete Leitzins rd. 90 Basispunkte unter seinem Höchstwert, in den USA sind es dagegen 100 Basispunkte; und das, obwohl die hiesige Konjunktur deutlich schwächer läuft. Der Konsens der von Bloomberg befragten Ökonomen liegt für die USA bei nur drei erwarteten Schritten zu je 25 Basispunkten. Auch die Risikoaufläufe an den Kreditmärkten signalisieren keine Besorgnis. Sie setzten nach einem kurzen Aufzucken Anfang August ihren Abwärtstrend fort (Abb. 12 im Anhang). Dazu gesellt sich die näherkommende Präsidentschaftswahl in den USA: Die Fed wird bestrebt sein den Eindruck zu vermeiden, mit großen Zinsschritten in den Wahlkampf eingreifen zu wollen.

Zinssenkungserwartungen deutlich gestiegen

Abb. 6 · Marktimplizite Zinsänderungserwartung, basierend auf €STR Forward Swaps und Fed Fund Futures, in Basispunkten



Quelle: LSEG, eigene Berechnungen

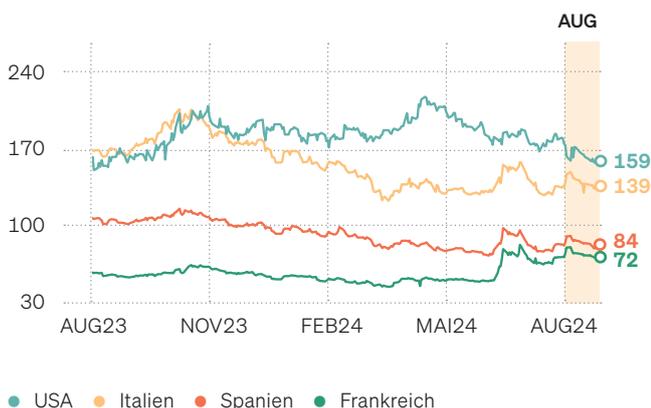
Die Bondmärkte (für Staatsanleihen) haben in der Vergangenheit wiederholt zu viele oder zu wenige Zinssenkungen eingepreist; die Korrektur dieser Erwartungen hat jedes Mal erhöhte Volatilität mit sich gebracht. An den hitzigen Sommer könnte sich ein heißer Herbst anschließen.

Europawahl wirkt nach

Wie stark die Unsicherheit im Zuge politischer Wahlen auf die Finanzmärkte ausstrahlen kann, zeigt der Blick nach Frankreich. Dort ist nach den vorgezogenen Parlamentswahlen noch keine neue Regierung in Sicht. Die Olympischen Spiele konnten kurzzeitig für Ablenkung sorgen, aber die Schwierigkeiten, eine Regierung ohne den rechtsgerichteten RN zu bilden, sind geblieben. Die Sommerpause hat den politischen Prozess zäh werden lassen, so dass es kaum neue Erkenntnisse darüber gibt, wer künftig den Premierminister stellt und welche wirtschaftspolitische Ausrichtung die nächste Regierung ansteuert. Wie genau die Finanzmärkte diese Vorgänge beobachten, wird an den Risikoaufschlägen deutlich, mit denen sie französische Staatsanleihen versehen. Lagen sie seit Jahresbeginn im Schnitt bei ca. Basispunkten gegenüber der deutschen Bundesanleihe, sind es seit der überraschenden Ankündigung, die Wahlen vorzuziehen, ca. 75 Basispunkte. Dass es sich dabei um eine rein französische Angelegenheit handelt, zeigt sich daran, dass die Risikoaufschläge anderer Euroländer sowohl nach der ersten Unruhe nach den Europawahlen als auch nach der Unsicherheit Anfang August wieder auf ihr vorheriges Niveau zurückgegangen sind (Abb. 7). Der sinkende Abstand gegenüber den USA reflektiert die nun höhere Erwartung an die dort noch ausstehenden Zinssenkungen.

Französische Bondspreads weiter erhöht

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



Quelle: LSEG, eigene Berechnungen

Börsen nach Rücksetzer wieder auf Kurs

Die Aktienmärkte konnten sich von der Unruhe vom Monatsbeginn schnell erholen und haben ihre Vorniveaus schnell wieder erreicht. Sowohl beim S&P 500 als auch beim DAX mussten Anleger aber ein zwischenzeitliches Minus von knapp 10 % verkraften (Abb. 8). Besonders stark erwischte es Technologiewerte, die um 30 % zurückgingen. Neben den robusten Konjunkturwerten aus den USA verhalf Jerome Powell den Märkten zu mehr Zuversicht, als er im Rahmen des Notenbankertreffens in Jackson Hole signalisierte, dass die US-Währungshüter ihre Leitzinsen bald senken werden, um eine weitere Abschwächung des US-Arbeitsmarktes abzuwenden. Eine zu starke Abkühlung des Arbeitsmarktes sei weder angestrebt noch erwünscht; die Zeit für eine Anpassung der Geldpolitik sei gekommen. Die geldpolitische Richtung ist somit klar und die Börsen haben die Bestätigung dankbar aufgenommen. Anders als Anleihen stand der Dax zum Monatsende mit rd. 18.900 Punkten etwa 2 % höher als am Monatsanfang (YTD +12 %). Auch der S&P 500 konnte trotz der Rücksetzer knapp 2 % zulegen und stand zuletzt mit ca. 5.600 Punkten bei YTD +18 %. Die Aktienmärkte senden damit ein Signal, welches dem vom Bondmarkt diametral entgegensteht: Von Rezessionsängsten keine Spur, Schreckmomente wie Anfang August verlocken eher zu ‚buy-the-dip‘-Verhalten, das ‚soft landing‘ gilt als Basisszenario. Die Erfahrung vom Monatsanfang zeigt allerdings auch, wie wackelig diese Annahme ist. Ein Datenpunkt – der unerwartet schwache Arbeitsmarktbericht – hat gereicht, um das Basisszenario ins Wanken zu bringen. Ob die optimistischen Aktienmärkte Recht behalten, ist derzeit nicht abzusehen; der Pessimismus der Bondmärkte sollte aber nicht leichtfertig abgeschrieben werden.

Aktien: Vorher ist nachher

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



Quelle: LSEG, eigene Berechnungen

Erwartete Gewinne der DAX-Unternehmen stützen die hohen Kurse

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	16,5	16,6	25,4	14,7	12,1	11,8	1,5	1,5	4,27	1,62	-8,2	
S&P 500	27,6	27,2	9,5	20,6	34,0	21,3	5,0	4,9	12,16	3,35	48,7	
CAC 40	17,0	16,7	5,7	17,6	-3,4	12,5	1,8	1,8	-6,31	1,57	16,2	
IBEX 35	12,8	12,6	4,2	14,3	-10,6	10,7	1,5	1,5	3,63	1,34	8,3	
FTSE 100	13,6	11,9	27,2	18,5	-26,8	11,5	1,9	1,8	8,37	1,72	7,6	
FTSE MIB	9,2	9,2	44,5	12,3	-25,5	9,6	1,3	1,3	-19,51	1,26	0,1	
STOXX Europe 600	18,2	18,2	31,1	17,7	2,8	13,3	2,0	2,0	2,79	1,82	9,6	

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

Im Zuge des überproportional starken Rückgangs der IT-Werte ist Marktkonzentration der Sparte im S&P 500 etwas gesunken (Abb. 9). Werte wie Nvidia oder Amazon haben ihr Höchststände noch nicht wieder erreicht. Stattdessen haben sich die Kursgewinne verbreitert: Im Zuge der robusten US-Konjunktur konnten Einzelhandelstitel stärker zulegen, während die Aussicht auf niedrigere Zinsen Immobilienwerte stützte. Rechnet man die „Magnificent 7“ heraus, befindet sich der S&P 500 bereits auf einem Rekordhoch. Ihr Anteil bleibt mit 30 % im Gesamtindex aber hoch. Und damit bleibt auch die Bewertung des US-amerikanischen Leitindex hoch: Gemessen an den erwarteten Gewinnen der nächsten zwölf Monate liegt sie bei einem künftigen Kurs-Gewinn-Verhältnis von gut 21. Für den DAX liegt der vergleichbare Wert bei knapp 12 und auch im

Rest Europas sind Aktien günstiger zu haben (Tab. 1). Sobald die Konjunkturerholung im Euroraum deutlicher absehbar ist, könnten sich hier aussichtsreiche Gelegenheiten bieten.

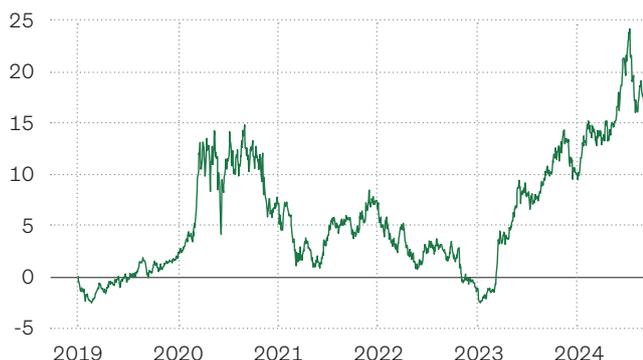
Dollar-Schwäche macht Euro stark

Die Gemeinschaftswährung befindet sich seit Anfang August auf einem Höhenflug. Von 1,08 ging es hinauf auf einen Jahreshöchststand von zuletzt knapp 1,11 USD/EUR (Abb. 10). Die Aufwertung von 3,5 % ist eher untypisch, denn die wirtschaftliche Großwetterlage im Euroraum ist derzeit eher von aufeinanderfolgenden Tiefs geprägt; ein stabiles konjunkturelles Hoch, welches einen stärkeren Euro rechtfertigen würde, ist nicht in Sicht. Die andauernde Unsicherheit im Zuge der Regierungsbildung in Frankreich gilt in diesem Zusammenhang auch eher als Minus. Grund sind stattdessen vor allem die erwarteten Zinssenkungen in den USA. Sie spiegeln sich sowohl am kurzen als auch am langen Ende der Zinsstrukturkurve wider, lassen die Abstände zu anderen Leitzinsen sinken und machen den US-Dollar relativ unattraktiver. Dazu gesellt sich der allgemeine ‚risk-on‘ Modus, in dem sich Anleger seit der zügigen Erholung befinden. Eine erhöhte Risikobereitschaft geht regelmäßig mit einem schwächeren Dollar einher, wenn Anleger zögerlich sind, Rendite außerhalb der als sicher empfundenen USA erzielen zu können.

Damit einher geht eine generelle Neubewertung des US-Dollars an den Währungsmärkten: Perspektivisch wird erwartet, dass sich das Wachstum in den USA abschwächt (Stichwort: ‚soft landing‘), während z. B. im Euroraum die erwartete konjunkturelle Erholung aussteht. Zwar lässt beides für den Moment noch

Konzentration im S&P 500 steigt

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



Quelle: LSEG, eigene Berechnungen

Euro auf Jahreshoch

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



Quelle: LSEG, eigene Berechnungen

auf sich warten, aber die Faktoren sprechen auch für eine künftige Dollarschwäche. Darüber hinaus war bis Anfang Juli an den Finanzmärkten eine erneute Präsidentschaft Donald Trumps als so gut wie sicher eingepreist. Damit einhergehen würden unter anderem höhere Zölle auf Importe, die mittelfristig die Inflation wieder anschieben dürften und somit ein dauerhaft höheres Zinsniveau zur Folge haben könnten; ein stärkerer Dollar wäre die Folge (auch wenn es das Gegenteil ist von dem, was Trump sich wünscht). Mittlerweile erscheint das Rennen um die US-Präsidentschaft jedoch wieder völlig offen. Gut möglich, dass wir aktuell am Beginn einer längeren Abwärtsphase der Leitwährung stehen. Sollten sich die aktuell eingepreisten Zinssenkungserwartungen hingegen als zu hoch herausstellen und die Fed angesichts einer robusten US-Konjunktur bei der Lockerung der Geldpolitik langsamer voranschreiten, könnte sich der aktuelle Trend auch schnell wieder umkehren.

Anhang

Die wirtschaftliche Situation im Euroraum

Tabelle 2 · Gesamtwirtschaftliche Kennzahlen

	Inflation, % ggü. Vorjahresmonat		BIP, % ggü. Vorquartal		BIP, % ggü. Q4 2019	
	AUG 2024	JUL 2024	Q2 2024	Q1 2024	Q2 2024	Q1 2024
Euroraum	2,2	2,6	0,3	0,3	4,0	3,6
Deutschland	2,0	2,6	-0,1	0,2	0,2	0,3
Frankreich	2,2	2,7	0,2	0,2	3,7	3,5
Italien	1,3	1,6	0,2	0,3	4,7	4,6
Spanien	2,4	2,9	0,8	0,8	4,7	3,9

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. August 2023 = 100, in €



Quelle: LSEG, eigene Berechnungen

Renditespreads von Corporate Bonds

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

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

31.08.2024

Publikationsassistenz

Nadine Luther

Autoren

Dr. Max Hanisch
Dr. Jörg S. Haas

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