

ECONOMIC RESEARCH

Schwache Konjunktur und neue Höchststände an den Börsen

OKTOBER 2024
Economics & Finance
Perspectives

Autor

Dr. Kay Seemann
k.seemann@gdv.de

Executive Summary

Während sich die wirtschaftlichen Aussichten in Europa weiter eintrüben und sich wohl auch in den USA ein Abschwung andeutet, erreichen die Aktienmärkte neue Höchststände. Grund hierfür sind die teils enormen Zinssenkungserwartungen für das kommende Jahr. Auch Impulse aus China geben den Finanzmärkten Rückhalt. Die hohen Erwartungen an die Zentralbanken könnten allerdings auch die Finanzstabilität belasten, sollten Enttäuschungen zu abrupten Preiskorrekturen führen. Ein zusätzlicher Risikoherd ist die aktuell sehr angespannte geopolitische Lage.

GESAMTWIRTSCHAFT

In den USA könnte sich eine Abkühlung andeuten
In den USA ist noch immer unklar, ob, wann und wie plötzlich die lang erwartete Abkühlung der Konjunktur kommen wird. Die US-Konjunktur wuchs im zweiten Quartal dieses Jahres überraschend deutlich mit annualisierten 3 % (Q1: 1,6 %). Gleichzeitig gibt es weiterhin sinkende Inflationszahlen: Im August lag die Inflation bei 2,5 %, nach 2,9 % im Juli.

Der US-Arbeitsmarkt sendet derzeit gemischte Signale. Im August stieg die Beschäftigung um 142 000 Personen – stärker als im sehr schwachen Juli, aber schwächer als erwartet. Frühere Monate wurden deutlich nach unten revidiert. Die Arbeitslosenquote lag im August bei 4,2 % und damit auf dem zweithöchsten Stand seit 2021. Die Zahlen für September werden derzeit mit Hochspannung erwartet. Weitere Überraschungen sind also durchaus möglich.

US-Konsumenten bleiben zuversichtlich. Das Barometer der US-Verbraucherstimmung der Universität Michigan verzeichnete einen deutlichen Anstieg auf 70,1 und übertraf damit sogar leicht die Erwartungen. Trotz eines leichten Dämpfers bei den Einschätzungen zum Arbeitsmarkt verbesserten sich vor allem die Erwartungen bezüglich der persönlichen Finanzen und der allgemeinen wirtschaftlichen Entwicklung für das kommende Jahr.

Die positive Verbraucherstimmung steht jedoch im Gegensatz zur schwachen Industrieproduktion. Im September 2024 fiel der S&P Global US Manufacturing

PMI auf 47,0, was einen Rückgang gegenüber 47,9 im Vormonat darstellt und deutlich unter den erwarteten 48,5 liegt. Damit verzeichnete die US-Industrieproduktion den dritten Monat in Folge einen Rückgang, und dieser war so stark wie seit über einem Jahr nicht mehr. Hauptursache dafür ist der deutliche Rückgang der Neuaufträge, die den niedrigsten Stand seit Dezember 2022 erreicht haben.

China überrascht mit starkem Impuls

Im September kündigte die chinesische Zentralbank das umfassendste geldpolitische Maßnahmenpaket seit Jahren an, um vor allem den angeschlagenen Wohnungsmarkt zu stabilisieren. Durch die Senkung der Mindestreserve- und Refinanzierungssätze sollen die Geschäftsbanken ihre Kreditvergabe ankurbeln. Auch niedrigere Leitzinsen zielen darauf ab, die schwache Kreditnachfrage sowohl von privaten Haushalten als auch von Unternehmen zu beleben. Banken werden aufgefordert, die gesenkten Hypothekenzinsen nicht nur auf neue Immobilienkredite, sondern auch auf bestehende Darlehen anzuwenden. Diese Maßnahmen sollen Haushalte finanziell entlasten und den Konsum anregen. Zusätzlich soll der Kauf von Zweitwohnungen erleichtert werden, um die Immobiliennachfrage und -preise zu stabilisieren. Die chinesischen Aktienmärkte reagierten mit deutlichen Kursgewinnen auf das Maßnahmenpaket. Entscheidend für den Erfolg dieser Maßnahmen wird jedoch sein, ob das Vertrauen der Bevölkerung in langfristige Einkommens- und Beschäftigungsperspektiven wiederhergestellt werden kann.

Die europäische Wirtschaft bewegt sich nur langsam

Die Dynamik im Euroraum ist weiterhin schwach. Von den großen Volkswirtschaften verzeichnete im zweiten Quartal nur Spanien ein deutliches Wachstum des Bruttoinlandsprodukts (BIP). Die Stimmungsindikatoren sowohl bei Unternehmen als auch bei Verbrauchern zeigen ein gemischtes Bild. Für das gesamte laufende Jahr rechnet die Europäische Zentralbank (EZB) mit einem geringen Wachstum von nur 0,8 %, nachdem das Vorjahr bereits schwach war. Für das kommende Jahr rechnet sie immerhin mit 1,3 %.

Der Eurozone Composite PMI für September 2024 zeigt eine anhaltende Schwäche der Wirtschaft in der Eurozone. Mit einem Rückgang auf 48,9 ist der PMI nun zum vierten Mal in Folge gesunken, was auf eine weitere Abschwächung der privaten Wirtschaftsaktivität hindeutet. Besonders betroffen ist das verarbeitende Gewerbe, das bereits seit 18 Monaten schrumpft, vor allem in Deutschland und Frankreich. Auch das Wachstum im Dienstleistungssektor

hat sich deutlich verlangsamt, wobei Frankreich erneut eine Verschlechterung verzeichnet. Neue Aufträge und Exportbestellungen sind zurückgegangen, und die Auftragsbestände nehmen weiter ab. Die Entlassungen erreichten den höchsten Stand seit Dezember 2020, was auf eine zunehmende Schwäche des Arbeitsmarktes hinweist.

Inflation weiter auf Kurs

Die Inflation tendiert in den USA weiter Richtung Zielmarke. Der von der Fed bevorzugte Indikator (Personal Consumption Expenditure, PCE) zeigte im August eine Teuerung von 2,2 % gegenüber dem Vormonatsmonat und lag deutlich unter dem Wert vom Juli (2,5 %). Im September 2023 waren es noch 3,4 %. Die Kernrate des PCE nahm allerdings seit Juli das zweite Mal in Folge zu und stand im August bei 2,7 %.

Die US-Inflationserwartungen für das kommende Jahr sanken im August auf 2,7 %, was den niedrigsten Wert seit Dezember 2020 darstellt. Im Vormonat lag die Erwartung noch bei 2,8 %. Parallel dazu wurde die Fünf-Jahres-Prognose auf ein nahezu einjähriges Hoch von 3,1 % bestätigt, ein Anstieg gegenüber 3 % im Vormonat. Diese Entwicklungen deuten auf eine kurzfristige Entspannung an der Inflationsfront hin, während die mittelfristigen Erwartungen erhöht bleiben.

Ein möglicher Grund für den Anstieg der mittelfristigen Inflationserwartungen könnten die hohen Haushaltsdefizite sein, die die Nachfrage steigern und dadurch zu einem höheren Preisniveau beitragen könnten. Prognosen des Congressional Budget Office (CBO) weisen darauf hin, dass das Haushaltsdefizit in den nächsten zehn Jahren um fast 50 % von derzeit zwei auf 2,8 Billionen US-Dollar anwachsen könnte.

Diese potenziell steigende Inflation könnte Investoren dazu bewegen, künftig höhere nominale Renditen auf Anleihen mit längeren Laufzeiten zu verlangen. Angesichts des inversen Verhältnisses zwischen Anleiherenditen und -preisen besteht die Möglichkeit, dass Papiere mit längeren Laufzeiten in naher Zukunft unter Druck geraten.

Die Inflation in der Eurozone hat im September überraschend kräftig nachgelassen und liegt mit 1,8 % unter dem Zielwert der EZB. Nachdem die Inflationsraten (Harmonisierter Verbraucherpreisindex, HVPI) in Spanien (1,5 %), Frankreich (1,2 %) und Deutschland (1,8 %) überraschend stark gesunken waren, verzeichnete auch der gesamte Euroraum einen deutlichen Rückgang. Der für die EZB besonders

relevante PMI-Dienstleistungspreisindex sank im September deutlich auf 50,6 von zuvor 51,2 Punkten. Damit setzt er seinen Rückgang seit Mai weiter fort. Dies könnte die Europäische Zentralbank (EZB) dazu veranlassen, den Kurs möglicher Zinssenkungen zu beschleunigen.

Die Inflation in Deutschland hat im September mit 1,6 % (Verbraucherpreisindex, VPI) sogar den niedrigsten Wert seit Februar 2021 erreicht. Während die Dienstleistungsinflation nur minimal auf 3,8 % gesunken ist, kam der deflationäre Impuls überwiegend von den Waren, die um 0,3 % gefallen sind.

Deutschland befindet sich in einer strukturellen und konjunkturellen Misere

Die aktuellen BIP-Wachstumsprognosen für 2025 wurden deutlich nach unten korrigiert. So hat das IfW Kiel seine Prognose fast halbiert. Für 2024 besteht weitgehend Einigkeit darüber, dass mit einer Stagnation zu rechnen ist, da im zweiten Halbjahr kaum nennenswertes Wachstum erwartet wird. Die Annahme einer konsumgetriebenen Erholung gilt damit fürs Erste als überholt; sämtliche Institutsanalysen bestätigen diesen Trend.

Obwohl die Realeinkommen wie erwartet gestiegen sind, tendieren die Verbraucher derzeit dazu, das zusätzliche Geld zu sparen, anstatt es auszugeben. Diese Zurückhaltung wird sich voraussichtlich im kommenden Jahr verstärken, da das verfügbare Einkommen wahrscheinlich langsamer wachsen wird. Infolgedessen wird der Konsum, der bereits schwach ist, nur einen begrenzten Beitrag zur wirtschaftlichen Erholung leisten.

Zusätzlich enttäuscht der Export und Umfragedaten zeigen, dass deutsche Unternehmen ihre Wettbewerbsfähigkeit pessimistisch einschätzen. Es besteht Sorge, dass insbesondere deutsche Industriegüter weniger nachgefragt werden oder gar durch chinesische Produkte verdrängt werden könnten. In Anbetracht dessen könnte selbst der prognostizierte Anstieg des Welthandels der deutschen Wirtschaft nur begrenzt Auftrieb verleihen.

Deutschland befindet sich somit gleichzeitig in einer schwierigen strukturellen und konjunkturellen Lage. Demografische Entwicklungen, die Herausforderungen der Digitalisierung, steigende Energiepreise, sowie der wachsende Wettbewerb aus China zwingen zu notwendigen Anpassungsprozessen, die das Produktionspotenzial erheblich schwächen. Parallel dazu bleibt die Nachfrage verhalten, was dazu führt,

dass selbst die vorhandenen Kapazitäten nicht ausreichend ausgelastet werden.

Herbststimmung beim Geschäftsklima

In Deutschland trübt sich die Stimmung weiter ein.

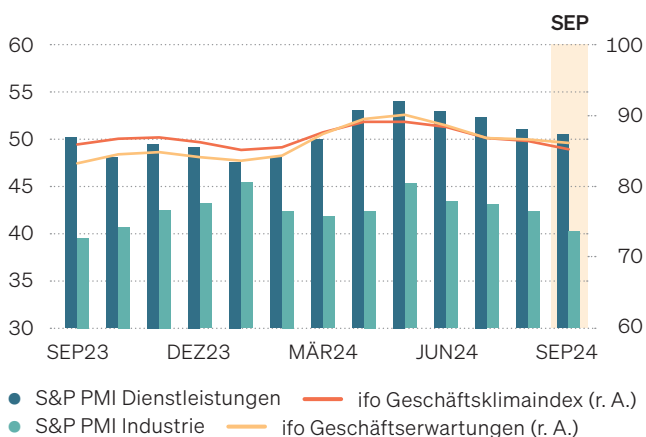
Das ifo Geschäftsklima musste im September erneut einen unerwarteten Dämpfer hinnehmen: Anstatt wie erwartet von 86,6 auf 86 Punkte zu fallen, ging es noch deutlicher auf 85,4 Punkte zurück. Bei den ifo-Geschäftserwartungen war der Rückgang von 86,8 auf 86,3 weniger stark und auch so erwartet worden. Damit setzt sich der seit Mai anhaltende Stimmungsdämpfer weiter fort (Abb. 1).

Die Aussichten trüben sich wieder ein. Der S&P HCOB Flash Germany Composite PMI zeigt im September 2024 mit einem Rückgang auf 47,2 – dem niedrigsten Wert seit Februar – eine zunehmende wirtschaftliche Abschwächung. Dies markiert den vierten monatlichen Rückgang in Folge und liegt sowohl unter dem Wert von August als auch unter den Prognosen.

Besonders besorgniserregend ist der starke Einbruch der Produktionsleistung im verarbeitenden Gewerbe, die mit 40,5 den tiefsten Stand seit zwölf Monaten erreicht. Gleichzeitig verlangsamte sich das Wachstum im Dienstleistungssektor erheblich und näherte sich mit einem Index von 50,6 fast einem Stillstand. Unternehmen berichten von erhöhter Vorsicht bei ihren Kunden und einer zurückhaltenden Investitionsbereitschaft, was auf unsichere Wirtschaftsaussichten hinweist. Die Auftragsgänge gingen so schnell wie seit fast einem Jahr nicht mehr zurück, ebenso beschleunigte sich der Rückgang im Exportgeschäft. Auch die Arbeitsauftragsbestände nahmen ab, während

Stimmung in der Wirtschaft stagniert

Abb. 1 · Stimmungsindizes für die gewerbliche Wirtschaft



Quelle: LSEG, eigene Berechnungen

die Zahl der Entlassungen den höchsten Stand seit etwa 15 Jahren erreichte. Diese Entwicklungen deuten auf anhaltenden wirtschaftlichen Druck und eine vorerst fortwährende Schwächephase hin.

Finanzstabilitätsrisiken bleiben weiter erhöht

Der Ausblick der globalen Gesamtwirtschaft ist derzeit durch eine sehr hohe Unsicherheit gekennzeichnet. Hier schlagen sich auch die zunehmenden geopolitischen Konflikte und die Wachstumsschwäche nieder. Auch die bevorstehende US-Wahl rückt näher und damit auch die Frage der möglichen geopolitischen Folgen und Bedeutung für die internationalen Handelsbeziehungen einer erneuten Präsidentschaft Trumps. Dies ist auch mit erhöhten Risiken im Finanzsystem verbunden.

Zusätzlich weisen der private als auch der öffentliche Sektor derzeit historisch hohe Verschuldungsniveaus auf. Das andauernde hohe Zinsniveau ist dementsprechend für viele Schuldner mit großen Belastungen verbunden. Im Unternehmenssektor ist die Kreditqualität bereits gesunken und die Ausfälle nehmen zu.

Die gegenwärtigen Bewertungsniveaus an den Aktienmärkten sind äußerst hoch und reflektieren optimistische Erwartungen hinsichtlich zukünftiger Zinsentwicklungen. Gleichzeitig werden jedoch wesentliche Abwärtsrisiken vernachlässigt. Ungeordnete Preiskorrekturen, die beispielsweise durch geopolitische Schocks oder Anpassungen in den Markterwartungen ausgelöst werden könnten, bleiben ein signifikantes Risiko. Die kurzzeitigen Rückgänge an den globalen Aktienmärkten zu Beginn des Monats August, die unter anderem durch unerwartet schwache US-Arbeitsmarktdaten verursacht wurden, können als Warnung interpretiert werden.

Trotz der erwarteten Zinssenkungen wird das Zinsniveau voraussichtlich bis mindestens Ende 2025 weiterhin deutlich höher bleiben als während der Niedrigzinsphase. Dies belastet auch den Immobiliensektor, wobei Gewerbeimmobilien durch zusätzliche strukturelle Faktoren besonders stark betroffen sind. Vor allem in den USA bleiben die Finanzierungsbedingungen – trotz weiterer Zinssenkungen – im Vergleich zu den letzten 10 Jahren weiter straff.¹

¹ Für eine detaillierte Betrachtung der aktuellen Finanzstabilitätsrisiken: Vgl. [Financial Stability Perspectives Q3/2024](#).

FINANZMÄRKTE

Fed sorgte für Überraschung

Die Fed hat mit einem großen Zinsschritt von 50 Basispunkten ihren Zinssenkungszyklus eingeleitet. Auch wenn dieser Schritt vorab eingepreist war, sorgte die Höhe dennoch für einige Überraschung.

Gleichzeitig wurde seitens der Fed klar gemacht, dass dieses Jahr noch weitere 50 Basispunkte an Zinssenkungen kommen werden. Damit enttäuschte Jerome Powell die Markterwartungen, welche vor dem ersten Zinsschritt bis Jahresende eine Zinssenkung von über 100 Basispunkten einpreisten.

Die entscheidende Frage lautet jetzt: Wie stark wird die Fed im kommenden Jahr die Zinsen senken? Die Märkte haben hohe Erwartungen und preisen bis Oktober 2025 weitere Zinssenkungen von rd. 190 Basispunkten ein. Sollten sich die eingepreisten Zinssenkungserwartungen nicht bewahrheiten, könnte die Enttäuschung die Finanzmärkte unter Druck setzen.

Unter Experten zeigt sich ein geteiltes Bild. Die einen sehen sich durch die Fed-Entscheidung bestätigt und sehen darin ein gelungenes „soft-landing“. Skeptiker hingegen sagen, die erste Zinssenkung der Fed am 18. September kam zu spät und eine Rezession bliebe unausweichlich. Sie sehen in dem großen Zinsschritt den Versuch eine nahende Abkühlung abzuwenden.

Obwohl eine erste Zinssenkung der Fed um 50 Basispunkte, insbesondere im Vergleich zu den moderaten Schritten der EZB, als erheblich angesehen werden könnte, ist es wichtig, die Verhältnisse zu berücksichtigen. Der Leitzins der Fed lag seit über einem Jahr bei etwa 5,25 %, dem höchsten Stand seit mehr als 20 Jahren. Angesichts der Schätzungen, die den neutralen Zinssatz deutlich darunter ansetzen, hat die Fed noch einen langen Weg vor sich, um den restriktiven Zinsbereich zu verlassen.

EZB setzt Zinssenkungszyklus fort

Im September hat die Europäische Zentralbank (EZB) die Zinsen um 25 Basispunkte gesenkt, was allgemein erwartet und an den Märkten bereits eingepreist war. Daher kam es zu wenig Bewegung an den Märkten. Für die Marktteilnehmer war die Einschätzung der EZB zur aktuellen wirtschaftlichen Entwicklung von größerem Interesse. Die Inflation wird nach wie vor als zu hoch angesehen, zeigt jedoch positive Fortschritte. Zudem besteht die Möglichkeit, dass die Inflation erneut ansteigen könnte. Neben Basiseffekten erwähnte Lagarde vor allem das starke Lohnwachstum und die hartnäckige Dienstleistungsinflation als

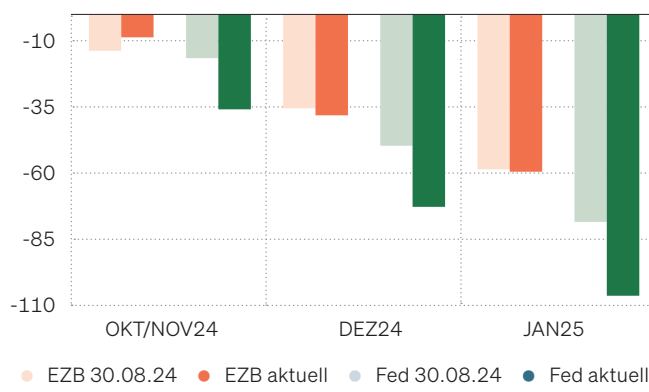
Ursachen. Infolgedessen wurden die Projektionen für die Kerninflation in den Jahren 2024 und 2025 leicht angehoben.

Wie geht es nun weiter? In ihrer Pressekonferenz deutete Christine Lagarde an, dass möglicherweise noch in diesem Jahr ein weiterer Zinsschritt von 25 Basispunkten erfolgen könnte, voraussichtlich im Dezember (siehe Abb. 2). Die Europäische Zentralbank (EZB) betonte jedoch erneut, dass sie sich nicht auf einen festen Zinssenkungspfad festlegen werde und die Entscheidungen von Sitzung zu Sitzung auf der Grundlage aktueller Daten treffe. Dies führte zu Spekulationen, dass die EZB im Falle einer weiteren Verschlechterung der Wirtschaftsdaten möglicherweise schneller die Zinsen senken könnte. Der Markt preist derzeit bereits zwei Zinssenkungen um jeweils 25 Basispunkte für die nächsten Sitzungen im Oktober und Dezember ein. Es ist jedoch auch denkbar, dass die EZB zunächst abwartet und im Dezember einen größeren Zinsschritt von 50 Basispunkten vornimmt. Ersteres halten wir derzeit vor allem auf Grund der September Inflationsszahlen für das wahrscheinlichere Szenario.

Die Erwartungen an die EZB sind hoch. Marktteilnehmer preisen bis Ende 2025 weitere Zinssenkungen von rd. 180 Basispunkten ein. Damit hätten wir zum Jahresende 2025 einen Einlagenzins von rund 1,6 %. Gestützt wird diese Erwartung im Wesentlichen von zunehmenden Rezessionssorgen im Euroraum und, dass sich die Inflation am Ende doch schneller dem Zielwert nähert als gedacht.

Zinssenkungserwartungen deutlich gestiegen

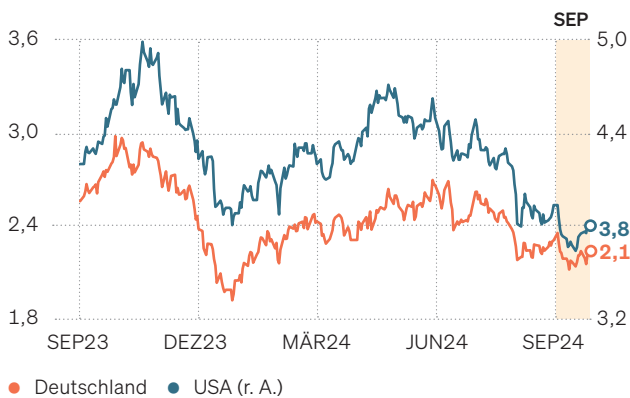
Abb. 2 · Marktimplizite Zinsänderungserwartung, basierend auf €STR Forward Swaps und Fed Fund Futures, in Basispunkten



Quelle: LSEG, eigene Berechnungen

Sichere Häfen weiter nachgefragt

Abb. 3 · Renditen zehnjähriger Staatsanleihen, in %



Quelle: LSEG, eigene Berechnungen

Überraschungen am Anleihenmarkt

Die Bondmärkte in den USA und Europa reagierten unerwartet mit einem Anstieg der Renditen auf die Zinssenkung der Fed. Dies könnte auf einen gestiegenen Risikoappetit der Anleger hindeuten. In der zweiten Jahreshälfte waren sichere Anlagen aufgrund von Befürchtungen einer möglichen US-Rezession verstärkt gefragt, was zu einem Rückgang der Renditen führte. Nach der Rede von Powell scheint jedoch das Vertrauen in ein erfolgreiches „Soft Landing“ zurückgekehrt zu sein, und die Sorgen über eine Rezession scheinen an Bedeutung zu verlieren. Dies führte kurzfristig zu einem Anstieg der Renditen, sowohl in den USA als auch bei den deutschen Staatsanleihen (Abb. 3). Es bleibt abzuwarten, ob sich diese Einschätzung weiterhin am Markt durchsetzt.

Risikoprämien französischer Staatsanleihen nehmen zu

Die Renditen von 10-jährigen Anleihen Frankreichs lagen erstmals seit der Finanzkrise 2008 auf dem gleichen Niveau wie die Spaniens. Die Renditen französischer Anleihen nahmen erneut zu und dotierten zuletzt bei 2,79 %. Anlass war, dass die neue Regierung von Premierminister Michel Barnier die Europäische Kommission um eine weitere Fristverlängerung für die Einreichung ihrer Pläne zur Einhaltung der EU-Fiskalregeln bat. Das erwartete französische Defizit für 2024 wurde nun mehrere Mal nach oben korrigiert. Aktuell rechnet das französische Finanzministerium mit knapp 6 %. Der weitere Schuldenverlauf bleibt ebenfalls unklar. Pierre Moscovici, Präsident des französischen Rechnungshofes, äußerte sich kürzlich, dass es „möglich, aber wirklich nicht wünschenswert“ sei, das Defizit bis 2027 auf unter 3 % des BIP zu senken. Er warnte, dass ein so drastischer Rückgang der

öffentlichen Ausgaben sozial schädlich und wirtschaftlich nachteilig wäre.²

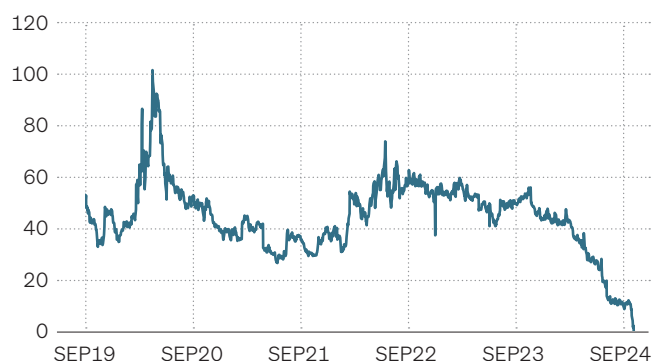
Während sich Anleger wegen der zunehmenden politischen und wirtschaftlichen Risiken in Frankreich um deren Haushaltsdefizit sorgen, fokussiert sich Spanien stärker auf die Haushaltskonsolidierung. Hinzu kommt, dass Spanien mit einem annualisierten BIP-Wachstum von 2,9 % im zweiten Quartal dieses Jahres deutlich stärker wächst als die anderen großen Volkswirtschaften im Euroraum. Somit zahlen Anleger aktuell nahezu die gleiche Risikoprämie für französische und spanische Staatsanleihen (Abb. 4). Beide Prämien dotieren nur noch leicht unterhalb der Griechenlands (3,01 %).

Die Sorgen über die französischen Staatsfinanzen quitierten Bondanleger mit einem Anstieg der Risikoprämie um 6 Basispunkte im Monatsverlauf. Nicht zuletzt aufgrund des eingeleiteten Zinssenkungspfads der EZB scheinen zunächst die Sorgen über nachhaltige Staatshaushalte und hohe Verschuldungen bei den europäischen Nachbarstaaten in den Hintergrund geraten zu sein (Abb. 5). Spanien konnte auch gegenüber deutschen Staatsanleihen seine Prämie im September leicht um 4 Basispunkte verringern. Italienische Staatsanleihen zeigen sich weiterhin resistent gegen die Sorgen einer nachhaltigen Haushaltsfinanzierung und der Spread zur deutschen Staatsanleihe blieb im September nahezu unverändert.

² Pierre Moscovici bei France Inter am 20. September 2024. [Pierre Moscovici : le budget 2025 sera „sans doute le plus compliqué à élaborer depuis plusieurs décennies“ | France Inter \(radiofrance.fr\)](https://www.radiofrance.fr/franceinter/pierre-moscovici-le-budget-2025-sera-sans-doute-le-plus-complique-a-elaborer-depuis-plusieurs-decennies-1053848)

Risikoprämie in Spanien und Frankreich gleichauf

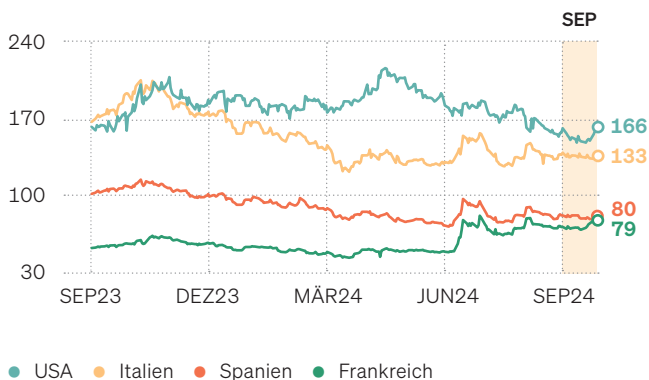
Abb. 4 · Renditespreads zehnjähriger spanischer Staatsanleihen ggü. Frankreich, in Basispunkten



Quelle: LSEG, eigene Berechnungen

Europäische Bondsreads uneinheitlich

Abb. 5 · Renditespreads zehnjähriger Staatsanleihen ggü. Deutschland, in Basispunkten



Quelle: LSEG, eigene Berechnungen

Kreditmärkte profitieren deutlich

Die Risikoaufschläge bei Unternehmensanleihen reagierten auf die Entscheidung der Fed mit einem signifikanten Rückgang. Nach einem monatelangen kontinuierlichen Rückgang der Risikoaufschläge, der in den Sommermonaten ins Stocken geraten war, haben die Renditen von Unternehmensanleihen kürzlich deutlich nachgelassen (siehe Abb. 8 im Anhang). Niedrigere Zinsen sollten Unternehmen bei der (Re-)Finanzierung entlasten, was zu einem geringeren Ausfallrisiko führen könnte. In diesem Zusammenhang scheinen die verbesserten Finanzierungsmöglichkeiten die aktuellen Bedenken hinsichtlich einer möglichen Rezession zu überlagern. Insbesondere in Bezug auf Europa könnte sich die Lage jedoch ändern, und die Risikoaufschläge dürften im Herbst weiterhin volatil bleiben.

Europäische Aktien schwächeln

Anfang September machten sich an den Aktienmärkten zunächst Sorgen breit, dass die anstehenden Zinssenkungen möglicherweise zu gering ausfallen könnten. Die Zinsentscheidungen der EZB und der Fed sorgten jedoch für eine deutliche Aufhellung der Stimmung an den Märkten, mit Ausnahme des STOXX Europe 600. Dieser zeigt seit Beginn der zweiten Jahreshälfte eine geringe Dynamik und verzeichnete im Jahresverlauf ein unterdurchschnittliches Plus von 9,63 % (YTD). Dies spiegelt die schwache europäische Konjunktur wider. Trotz der enttäuschenden wirtschaftlichen Entwicklung in Deutschland konnte sich der DAX mit einem Wachstum von 14,19 % (YTD) behaupten und erreichte einen neuen Höchststand von über 19.000 Punkten.

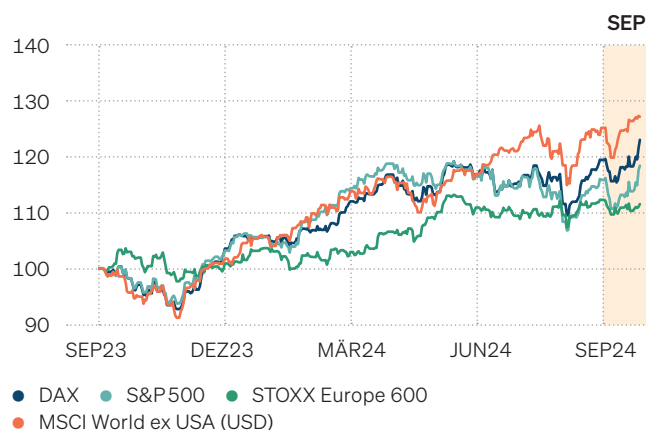
Neben den erwarteten Zinssenkungen zieht der Welthandel die überwiegend exportorientierten DAX-Unternehmen nach oben, die im Durchschnitt lediglich ein Fünftel ihrer Umsätze im Inland erwirtschaften. Dies erklärt die Diskrepanz zwischen der schwachen konjunkturellen Entwicklung und der guten Performance des Index. Rund die Hälfte der gesamten Umsätze entfällt auf den europäischen Markt, was die zentrale Bedeutung Europas als Absatzregion unterstreicht. Zudem tragen die Regionen Asien-Pazifik und Nordamerika jeweils mit etwa 20 % zu den Umsätzen bei.

Am aktuellen Rand gaben die Maßnahmen der chinesischen Zentralbank den westlichen Aktienmärkten daher ebenfalls weiter Auftrieb. Ob die chinesischen Maßnahmen auch tatsächlich positive Effekte für Europa und die USA haben werden, muss sich erst noch zeigen.

Der US-amerikanische S&P 500 zeigt sich unbeeindruckt von einer möglichen konjunkturellen Abkühlung und lag zuletzt mit YTD +20,65 % bei einem neuen Allzeithoch von knapp 5.700 Punkten (Abb. 6). Hier ziehen vor allem die Zinssenkungserwartungen die Gewinne nach oben.

Europäische Aktienmärkte verlieren den Anschluss

Abb. 6 · Indizes ausgewählter Aktienmärkte, 1. September 2023=100



Quelle: LSEG, eigene Berechnungen

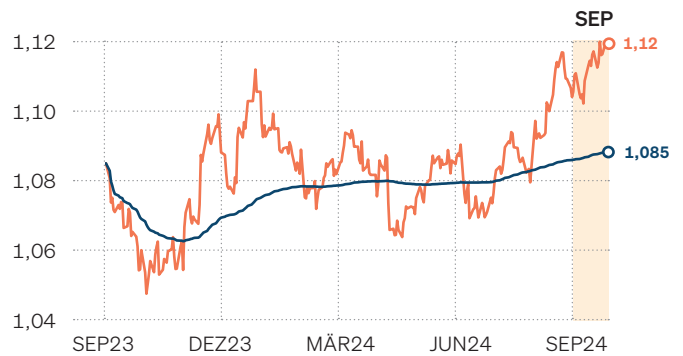
Euro profitiert von Dollar-Schwäche

Der Euro dotiert aktuell bei starken 1,12 US-Dollar. Im Vergleich zum Vorjahreszeitraum bedeutet das eine Aufwertung von 6,1 % (Abb. 7). Die Zinssenkungen in den USA lassen die Abstände zu anderen Leitzinsen sinken und machen den US-Dollar relativ unattraktiver. Zwar begann die US-Notenbank etwas später als die EZB mit der Zinserhöhung, jedoch könnte sie ihren Leitzins nun schneller senken als in der Eurozone. Mittelfristig ist daher weiter mit einer Stärkung des Euro zu rechnen.

Eine Gegenbewegung ist daher nur zu erwarten, sollte die Fed ihre Zinsen weniger stark als die EZB senken. Dieses Szenario sehen wir für das kommende Jahr zunächst nicht.

Die Fed verhilft Euro zum Comeback

Abb. 7 · Wechselkurs des Euros ggü. dem US-Dollar



● EUR/USD ● 200 Tage gleit. Durchschnitt

Quelle: LSEG, eigene Berechnungen

Anhang

Performance von Anleihen und Aktien

Tabelle 1 · Total Return ausgewählter Indizes

	2019	2020	2021	2022	2023	31. Aug. 24 (YTD)	30. Sep. 24 (YTD)	Rendite aktuell
Staatsanleihen								
USA	7,0%	8,2%	-2,4%	-12,9%	3,9%	2,7%	4,0%	3,8%
Euroraum	6,8%	4,9%	-3,4%	-18,2%	6,7%	0,7%	2,0%	2,6%
Deutschland	3,1%	3,0%	-2,6%	-17,6%	5,1%	-0,1%	1,1%	2,1%
Unternehmensanleihen								
EUR								
Investment Grade	6,3%	2,6%	-1,0%	-13,9%	8,0%	2,6%	3,8%	3,2%
High Yield	11,3%	2,8%	3,3%	-11,5%	12,0%	5,6%	6,7%	5,7%
USD								
Investment Grade	14,2%	9,8%	-1,0%	-15,4%	8,4%	4,0%	5,8%	4,8%
High Yield	14,4%	6,2%	5,4%	-11,2%	13,5%	6,3%	8,0%	7,0%
Gedekte Anleihen								
EUR Covered	2,8%	1,9%	-2,1%	-13,0%	5,3%	2,0%	3,1%	2,6%
Aktienmärkte								
MSCI World (USD)	28,4%	16,5%	22,3%	-17,7%	24,4%	17,1%	19,4%	
MSCI World (EUR)	30,8%	6,9%	31,6%	-12,3%	20,2%	16,9%	18,0%	
STOXX Europe 600	27,6%	-1,5%	25,5%	-10,1%	16,5%	12,7%	12,4%	
DAX	25,5%	3,5%	15,8%	-12,3%	20,3%	12,9%	15,4%	
S&P 500	31,5%	18,4%	28,7%	-18,1%	26,3%	19,5%	22,1%	
NASDAQ 100	39,5%	48,9%	27,5%	-32,4%	55,1%	17,0%	20,0%	

Quelle: LSEG, eigene Berechnungen

Die wirtschaftliche Situation im Euroraum

Tabelle 2 · Gesamtwirtschaftliche Kennzahlen

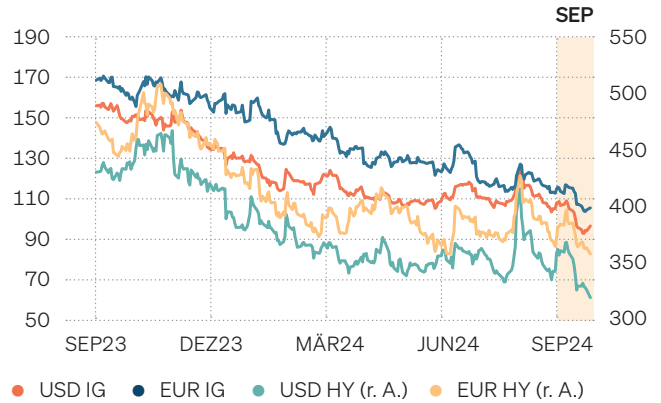
	Inflation, % ggü. Vorjahresmonat		BIP, % ggü. Vorquartal	
	SEP 2024	AUG 2024	Q2 2024	Q1 2024
Euroraum	1,8	2,2	0,2	0,3
Deutschland	1,8	2,0	-0,1	0,2
Frankreich	1,5	2,2	0,2	0,3
Italien	0,8	1,2	0,2	0,3
Spanien	1,7	2,4	0,8	0,9

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

Quelle: LSEG, eigene Berechnungen

Renditespreads von Corporate Bonds

Abb. 8 · Spreads von Investment Grade bzw. High Yield ggü. 10Y Staatsanleihen (Bunds für EUR, US-Treasuries für USD), in Basispunkten



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

01.10.2024

Publikationsassistentz

Heike Strauß

Autoren

Dr. Kay Seemann

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