

ECONOMIC RESEARCH

# Herbsttage bringen Zinsplateau, sinkende Inflation und konjunkturelle Flaute

OKTOBER 2023  
Economics & Finance  
Perspectives

## Autoren

Dr. Jörg Stefan Haas  
[j.haas@gdv.de](mailto:j.haas@gdv.de)

Dr. Max Hanisch  
[m.hanisch@gdv.de](mailto:m.hanisch@gdv.de)

## Executive Summary

Die Weltwirtschaft steuert auf ein stabiles, wenn auch unspektakuläres Wachstum zu. Die USA wachsen weiterhin kräftig, während die Prognosen für China und den Euroraum sinken. Deutschlands Aussichten für 2024 sind inzwischen schlechter als vor einem Jahr erwartet. Gleichzeitig sind die Inflationsraten in Europa kräftig gesunken. Die Zentralbanken erhöhen die Leitzinsen nicht weiter und stehen nun vor einem längeren Plateau. Dennoch steigen an den Bondmärkten die Renditen für Staatsanleihen. Während der neu aufgeflamnte Nahostkonflikt bisher keine erkennbaren Spuren an den Finanzmärkten hinterlassen hat, reagieren Aktien auf die starke Zinskonkurrenz mit Kursverlusten.

## GESAMTWIRTSCHAFT

### IWF erwartet stabiles, aber langsames Wachstum

**Der Internationale Währungsfonds (IWF) berichtet, dass die globale Konjunktur an Schwung verliert** und erwartet, dass ihr Wachstum sowohl im laufenden als auch im kommenden Jahr mit etwa 3% merklich unter dem langfristigen Mittel von 3,8% liegen wird. Gleichzeitig betont er aber die Resilienz der Konjunktur angesichts stark gestraffter Geldpolitik und schätzt, dass das Risiko für eine harte Landung der Weltwirtschaft mit sehr niedrigen Wachstumsraten deutlich abgenommen hat. Die Oktober-Ausgabe des IWF-Weltwirtschaftsausblicks revidiert die Wachstumsaussichten für die USA nach oben, während sie sie für China und den Euroraum absenkt (Abb. 1). In der Folge überraschte China jedoch mit starkem Wachstum von 1,3% (ggü. Vorquartal) im 3. Quartal.

**Auch der mittelfristige Ausblick ist verhalten.** Im Jahr 2028 erwartet der IWF nur ein globales Wachstum von 3,1%. Zum Vergleich: Anfang 2020 lag die mittelfristige Wachstumsprognose bei 3,6%, Anfang 2008 sogar bei 4,9%. Dieser sinkende Trend lässt sich teilweise durch einen langsameren Anstieg der Bevölkerung erklären, doch größtenteils ist der Grund langsameres Wachstum pro Kopf, unter anderem durch niedrigeres Produktivitätswachstum. Zudem holen ärmere Länder nicht mehr so schnell mit reicheren Ländern auf wie zuvor.

**Der Rückgang der Inflation in den USA stockt etwas.** Die Gesamtinflationsrate der Verbraucherpreise ist unter anderem aufgrund steigender Ölpreise seit Juni nicht mehr gesunken und stagnierte im September bei 3,7%. Die Kernrate (ohne die volatilen Komponenten Energie und Nahrungsmittel) weist dagegen seit dem Frühjahr eine ungebrochene Abwärtstendenz auf und fiel im September um 0,2 Prozentpunkte auf 4,1%.

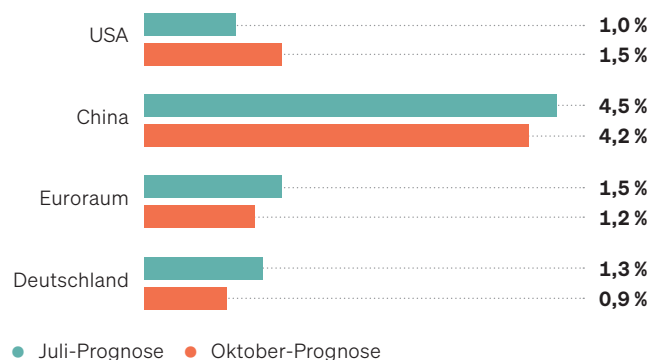
**Die USA verzeichneten im 3. Quartal außergewöhnlich hohes Wachstum von 1,2% (ggü. Vorquartal).** Insbesondere der Binnenkonsum trug zur stärksten Expansion seit zwei Jahren bei. Gleichzeitig wächst die Liste der Faktoren, die in naher Zukunft auf die Konjunktur drücken. Erstens ist unklar, wie lange der private Konsum noch die Wirtschaft stützen kann. Die Säumigkeitsrate bei Kreditkarten stieg zuletzt deutlich an und Studienkredite müssen seit Oktober wieder zurückgezahlt werden. Zweitens könnten die verhärteten Fronten in der Debatte über den Bundeshaushalt noch immer zu einem Government Shutdown führen. Darüber hinaus strahlen erst kürzlich beendete, mehrwöchige Streiks in der Automobilbranche auf andere Wirtschaftsbereiche aus.

### Euroraum weiter schwach

**Die Wirtschaftsleistung des Euroraums ging im dritten Quartal um 0,1% gegenüber dem Vorquartal zurück.** Für das Gesamtjahr 2023 sagt der IWF eine schwache Wachstumsdynamik von 0,7% voraus. Dabei soll das BIP nicht nur in Deutschland (-0,5%) schrumpfen, sondern auch in Finnland (-0,1%), Luxemburg (-0,4%) und Estland (-2,3%).

## Aufwärtsrevision für die USA, Abwärtsrevisionen für China und Europa

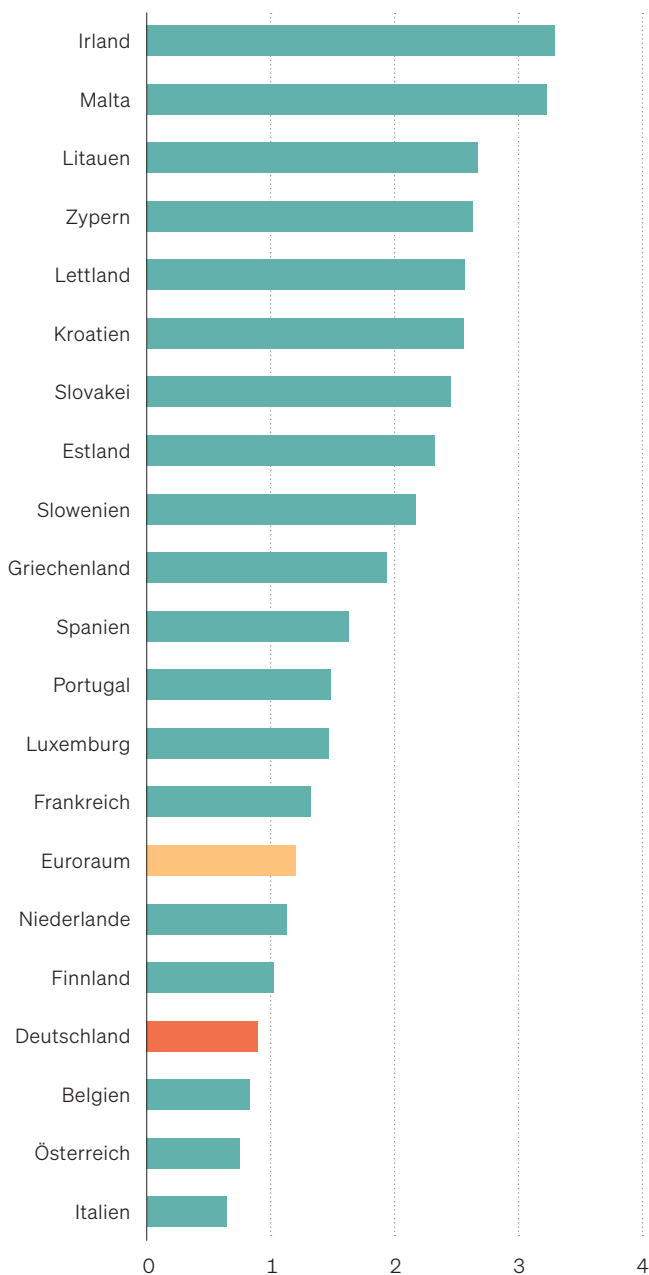
Abb. 1 · Revision der BIP-Wachstumsprognose für 2024



Quelle: IWF Weltwirtschaftsausblick Oktober 2023

## Kleinere Euroländer wachsen schneller

Abb. 2 · BIP-Wachstumsprognose 2024, in %

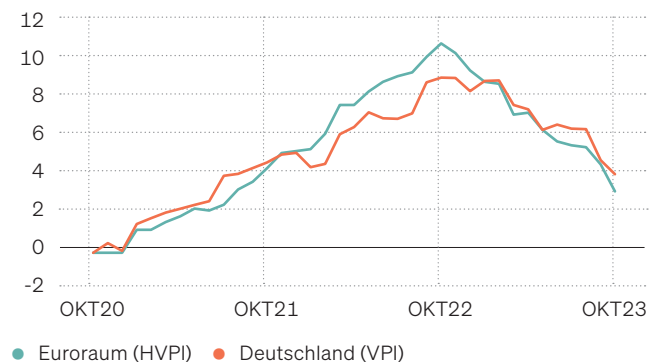


Quelle: IWF Weltwirtschaftsausblick Oktober 2023

**Die Prognosen für kleinere Volkswirtschaften des Euroraums sind tendenziell besser als für die großen.** Das zeichnet sich auch für 2024 ab. Neben den stark wachsenden europäischen Inselstaaten soll unter anderem Griechenland – nach 2,5% Wachstum im laufenden Jahr – im kommenden Jahr erneut um etwa 2% expandieren (Abb. 2). Unter den „Big Four“ liegen die Aussichten lediglich im Falle Spaniens deutlich über dem Euroraum-Durchschnitt. Dieser soll 1,2% betragen.

## Inflationsraten fallen weiter

Abb. 3 · Veränderung der Verbraucherpreise gegenüber Vorjahresmonat, in %



Anmerkung: Für Deutschland zeigt die Abbildung die Veränderung des Verbraucherpreisindex (VPI), für den Euroraum die Veränderung des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI)

Quelle: Datastream, eigene Berechnungen

**Die Inflationsraten im Euroraum sind im Oktober weiter gesunken.** Die Gesamtinflation sank im Oktober laut erster Schätzung deutlich auf 2,9% (Abb. 3). In Italien ging die annualisierte Inflationsrate sogar auf 1,9% (September: 5,3%) zurück, insbesondere wegen niedrigerer Energiepreise. Auch die für die mittelfristige Entwicklung wichtige Kernrate (ohne volatile Komponenten wie Energie und Nahrungsmittel) fiel im Oktober im Euroraum auf 4,2%, nach 4,5% im September. Der IWF erwartet dennoch, dass die Inflation im kommenden Jahr noch 3,3% betragen wird und erst 2025 auf 2,2% sinken wird.

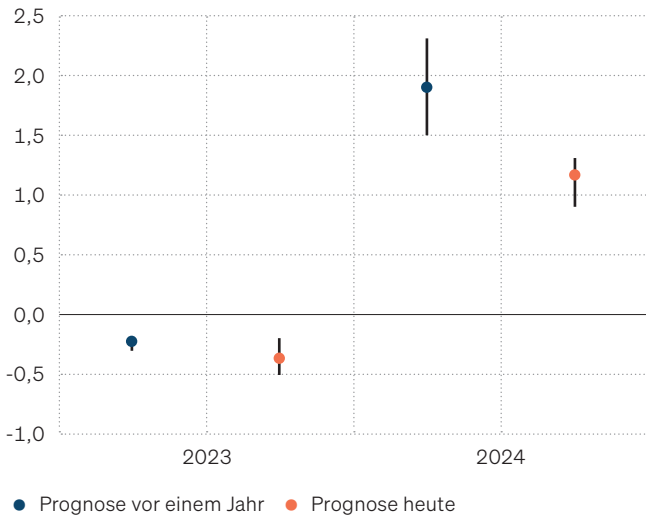
## Deutschlands Aussichten verdüstern sich auch für 2024

**Deutschlands Wirtschaftsleistung ist im dritten Quartal um 0,1% (ggü. Vorquartal) gesunken.** Gleichzeitig fielen die Revisionen für die beiden Vorquartale leicht positiv aus. Nach aktuellem Stand stagnierte das BIP im ersten Quartal und expandierte im zweiten Quartal minimal um 0,1%. Somit befand sich die deutsche Wirtschaft im vergangenen Winterhalbjahr nicht in einer technischen Rezession.

**Die deutschen Wachstumsaussichten für 2024 sind deutlich schlechter als vor einem Jahr erwartet.** Prognostizierten Bundesregierung, IWF und die Gemeinschaftsdiagnose der deutschen Wirtschaftsforschungsinstitute im vergangenen Herbst noch Wachstum im Bereich von 1,5–2,3%, so sind es jetzt nur noch 0,9–1,3% (Abb. 4). Im Durchschnitt sind die Vorausagen für 2023 nach zwischenzeitlichem Optimismus heute in etwa so schlecht wie vor einem Jahr. Dabei

## Wachstumsaussichten schlechter als vor einem Jahr

Abb. 4 · BIP-Wachstumsprognosen, in %



Anmerkung: Kalenderbereinigtes BIP. Punkte kennzeichnen den Durchschnitt der Prognosen der Bundesregierung, der Gemeinschaftsdiagnose der deutschen Wirtschaftsforschungsinstitute und des IWF. Linien kennzeichnen den Abstand zwischen der niedrigsten und höchsten Prognose.

Quelle: Bundesregierung; Gemeinschaftsdiagnose; IWF; eigene Berechnungen

sind die Prognosen der Bundesregierung verhältnismäßig positiv und die des IWF eher negativ.

**Die Erholung des Konsums lässt weiter auf sich warten, doch Unternehmen fassen etwas Zuversicht.** Laut Statistischem Bundesamt nahmen die privaten Konsumausgaben im 3. Quartal weiter ab. Das trifft auch die Einzelhandelsunternehmen, die im September im Vergleich zu August real 0,8% weniger Umsatz verzeichnet haben. Das GfK-Konsumklima ist zum vierten Mal in Folge leicht gesunken und steht mit minus 28 Punkten etwa auf dem Stand von April. Gleichzeitig stieg das ifo-Geschäftsklima zum ersten Mal seit April wieder leicht an. Es erholte sich im Oktober leicht von 85,7 auf 86,9 Punkte, wobei sich sowohl die Wahrnehmung der aktuellen Situation als auch die Erwartungen verbesserten.

**Wie im Euroraum sank auch in Deutschland die Inflation im Oktober weiter.** Die Inflationsrate der deutschen Verbraucherpreise fiel laut erster Schätzung auf 3,8%, nach 4,5% im September (Abb. 3). Die Bundesregierung erwartet bis 2025 einen Rückgang auf 2,0%. Die Kernrate sank im Oktober abermals auf nun 4,3%.

## FINANZMÄRKTE

### Bondmärkte im Fokus

**Das makroökonomische Topthema derzeit ist der deutliche Renditeanstieg langfristiger Staatsanleihen.** Zunächst hatten robuste Konjunkturdaten aus den USA dem „high for longer“ Verdikt der Fed größeres Gewicht verschafft und die Märkte dazu veranlasst, die Kurse langlaufender Staatsanleihen in den Sinkflug zu schicken. Dazu gesellten sich im Herbst Sorgen um das fiskalische Defizit der USA, dass mit erwarteten 6% des BIPs dieses Jahr so groß ausfallen dürfte wie in der Vergangenheit nur in akuten Krisenzeiten (etwa während der Großen Finanzkrise oder der Corona-Pandemie). Das bevorstehende Emissionsvolumen wird das Angebot an Staatsleihen deutlich erhöhen. Potenzielle Investoren werden daher wohl mit einer höheren Rendite überzeugt werden müssen.

### Unsicherheit erhöht Laufzeitprämie

**Zuletzt gesellte sich aber noch ein weiterer Faktor hinzu: Die sogenannte Laufzeitprämie (englisch: ‚term premium‘).** Dabei handelt es sich um einen impliziten Risikoaufschlag, den Investoren dafür verlangen, dass sie über die Laufzeit der Anleihe ihr Geld binden. Sie steigt beispielsweise, wenn die Unsicherheit über den künftigen Konjunkturverlauf steigt. Dann können Investoren die Reaktion der Geldpolitik und damit den zu erwartenden Zinsverlauf schwerer einschätzen. Damit steigt auch die Unsicherheit über die Opportunitätskosten einer Investition in Staatsanleihen, wofür am Markt eine Prämie verlangt wird. Diese war in den letzten Jahren sehr niedrig, da die Zentralbanken während der Pandemie unmissverständlich Nullzinsen und Staatsanleihekäufe versprochen hatten, um den strauchelnden Volkswirtschaften unter die Arme zu greifen. Nun jedoch stellt sich die Gemengelage grundlegend anders dar. Angesichts hoher Inflationsraten haben die Zentralbanken die Zinsen so schnell und stark angehoben wie noch nie. Die Ankündigungen über den zukünftigen Zinspfad („forward guidance“) wurden eingestellt, stattdessen herrscht nun „Datenabhängigkeit“. Wiederholt hat die Inflation mit ihrer Hartnäckigkeit überrascht. Die USA sollten laut Prognose diesen Herbst eine Rezession durchleben; stattdessen wächst die Wirtschaft kräftig. Wenn selbst eine Einschätzung der aktuellen Konjunkturlage schwerfällt, dann steigt die Unsicherheit mit Blick in die Zukunft umso mehr und damit auch die verlangte Kompensation für die Inkaufnahme dieser Unsicherheit – die Laufzeitprämie. Sie ist Berechnungen zufolge seit August von -0,7% um rd. 100 Basispunkte auf zuletzt über 0,3% gestiegen und hat in diesem Umfang zum

### Term premium mit Luft nach oben

Abb. 5 · Laufzeitprämie zehnjähriger US-Treasuries



Quelle: Federal Reserve Bank of New York, eigene Berechnungen

Anstieg der nominalen Anleiherenditen in den USA beigetragen (Abb. 5).

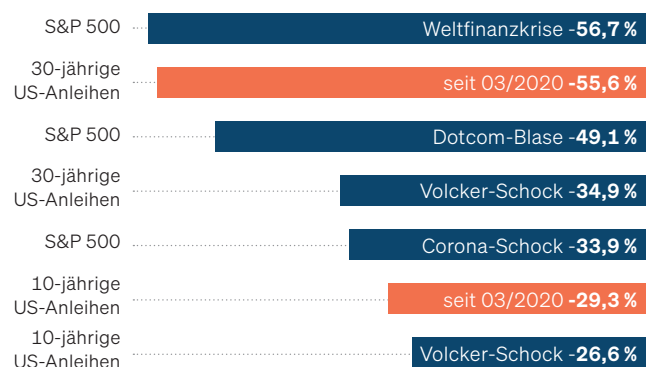
Zum Vergleich: Der Durchschnitt des ‚term premiums‘ vom Jahr 2000 bis heute liegt bei 0,75 %. Klammert man die Pandemiejahre aus, liegt der Durchschnitt gar bei rd. 1%. Trotz des zuletzt starken Anstiegs kann also keineswegs von einer außerordentlichen hohen Prämie die Rede sein; vielmehr handelt es sich um einen Normalisierungsprozess, der, wenn er sich fortsetzt, die Anleiherenditen noch weitere 50 bis 70 Basispunkte anheben könnte. Da es sich hierbei nicht um eine verbesserte Konjunktüreinschätzung oder veränderte geldpolitische Erwartungen handelt, wirkt dieser Anstieg direkt restriktiv auf alle zinsabhängigen Größen. Zentralbanker in den USA erkennen daher an, dass der jüngste Renditeanstieg ihnen einen Teil der Arbeit, die Finanzierungsbedingungen zu straffen, um der Inflation zu begegnen, abnimmt. Vom letzten Hoch aus betrachtet handelt es sich bei langjährigen US-Anleihen schon jetzt um den größten Kursrückgang der Geschichte (Abb. 6).

### EZB hat den Zinsgipfel erreicht

**Die strafferen Finanzierungsbedingungen haben die EZB folglich dazu veranlasst, Ende Oktober die Leitzinsen nach zehn Anhebungen in Folge auf ihrem Niveau zu belassen.** Auch wenn die Laufzeitprämie vornehmlich in den USA gestiegen ist, sind die europäischen Anleiherenditen von diesem Aufwärtstrend erfasst worden. Die Rendite der zehnjährigen Bundesanleihe hat zwischenzeitlich mit 3% ein Niveau erreicht, dass zuletzt im Jahr 2011 überschritten worden war. Zuletzt ist sie leicht zurückgegangen auf 2,8% (Abb. 7).

### Große Kursrückgänge von US-Vermögenswerten

Abb. 6 · Entwicklung in US-Dollar, S&P 500 inklusive Dividenden

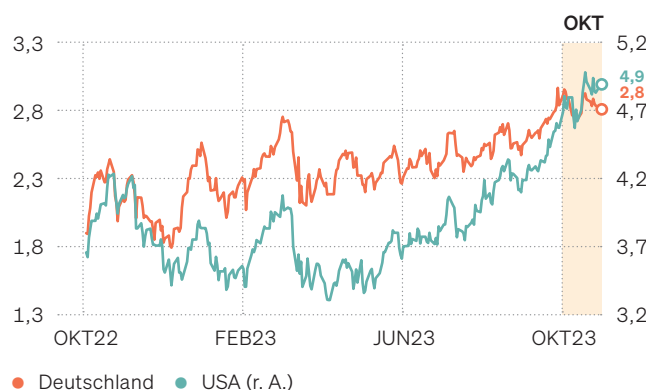


Quelle: Datastream, eigene Berechnungen

Die Ergebnisse der vierteljährigen EZB-Umfrage unter Banken zur Kreditvergabe und -nachfrage im Euroraum zeigen, dass im dritten Quartal erneut mehr Banken ihre Kreditvergabestandards verschärft als gelockert haben. Dies gilt besonders für Konsumkredite, für die zahlreiche Institute entgegen ihren eigenen Prognosen aus dem zweiten Quartal die Vergabestandards nochmals verschärft haben. Bei der Kreditvergabe an Unternehmen werden Banken laut EZB-Umfrage ebenfalls restriktiver. Dies bestätigt auch eine Befragung des ifo Instituts, laut derer knapp ein Drittel der Unternehmen, die einen Kredit nachgefragt haben, auf Zurückhaltung gestoßen ist. Der Bankensektor spielt in Europa bei der Unternehmensfinanzierung eine größere Rolle als beispielsweise in den USA – entsprechend größer sind die potenziellen Auswirkungen einer zurückhaltenden Kreditvergabe. Darüber hinaus noch

### Staatsanleiherenditen im Aufwärtstrend

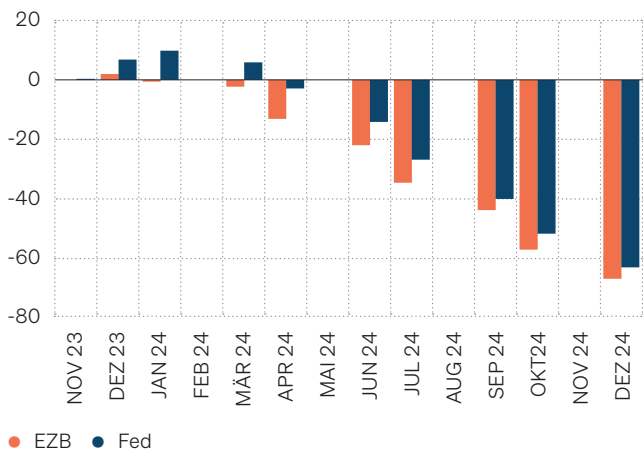
Abb. 7 · Renditen zehnjähriger Staatsanleihen, in %



Quelle: Datastream, eigene Berechnungen

### Erwartete Zinssenkungen nach hinten verschoben

Abb. 8 · Marktimplizite Zinsänderungserwartung, basierend auf €STER Forward Swaps und Fed Fund Futures (in Basispunkten)



Quelle: Datastream, eigene Berechnungen

ausstehende Effekte der zügigen Zinsanstiege dürften für weitere Bremseffekte sorgen. Auch die rückläufigen Inflationsraten signalisieren für den Moment keine weiteren Zinserhöhungen. Jeder weitere Rückgang der Teuerungsrate erhöht zudem den realen Zins. Damit dürfte der nominale Höchstzins erreicht sein. Der Fokus verschiebt sich nun hin zu der Frage, wie lange dieses Niveau anhalten wird. Am Markt wird eine erste vollständige Zinssenkung frühestens im Juni nächsten Jahres erwartet. Bis Ende 2024 sollen es insgesamt drei Schritte sein; bis zum Sommer waren wenigstens drei erwartet worden (Abb. 8).

### Finanzielle Risiken nehmen zu

**Der Renditeanstieg schürt Sorgen vor weiteren finanziellen Risiken.** Bereits im März waren regionale Banken in den USA unter den Buchverlusten ihrer gehaltenen Anleihen ins Wanken geraten. Seitdem sind die Anleiherenditen um weitere 150 Basispunkte gestiegen. Das jahrelange Niedrigzinsumfeld hat Unternehmen außergewöhnlich günstige Finanzierungsbedingungen beschert. So konnten sich auch Geschäftsmodelle halten, die wohl nur unter diesen Bedingungen tragbar waren. Das abrupte Ende dieses komfortablen Zinsumfelds und die zunehmend zurückhaltende Kreditvergabe der Banken könnte nun bei vielen Unternehmen für Schwierigkeiten sorgen. Noch ist davon nur wenig zu sehen: Die Risikoaufschläge auf Unternehmensanleihen sind im Oktober zwar leicht gestiegen, befinden sich aber weiterhin im Mittelfeld der seit Beginn des Zinszyklus eingehaltenen Bandbreite (Abb. 13 im

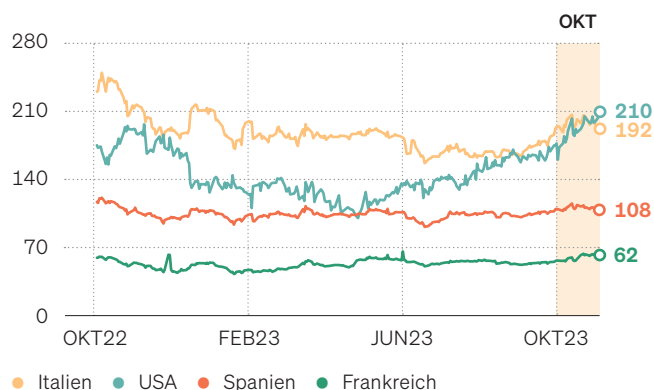
Anhang). Eine Erklärung dafür ist, dass viele Unternehmen ausreichend Gebrauch von den niedrigen Zinsen gemacht haben, solange es sie noch gab. Deswegen ist der Refinanzierungsbedarf nun recht gering. Je länger das Hochzinsumfeld jedoch anhält – und ‚higher for longer‘ gibt derzeit die Richtung vor – desto mehr Unternehmen werden mit der Zeit doch zu den deutlich verschärfteren Konditionen refinanzieren müssen. Die eigentlichen Folgen der neuen geldpolitischen Ausrichtung stehen also noch aus.

### Renditen der Euronachbarn uneinheitlich

**Der ungleich stärkere Aufwärtstrend US-amerikanischer Anleiherenditen hat den Abstand zur Bundesanleihe weiter steigen lassen.** Mit rd. 200 Basispunkten befindet er sich auf dem höchsten Niveau seit 2020. Innerhalb des Euroraums hält die Fragmentierung an. Während die Anleihen Spaniens und Frankreichs die Kursbewegungen der vergangenen Monate nahezu vollständig gespiegelt haben, haben sich italienische Langläufer schwächer entwickelt (Abb. 9). Gemäß der jüngsten Haushaltsentwürfe könnte Italien erst 2026 wieder die EU-Schuldenregeln einhalten. Mit den höheren Ausgaben einher geht ein schwaches Wachstum: Zwar wird für das laufende Jahr ein um 0,7% höheres BIP erwartet (und damit mehr als in Deutschland), im kommenden Jahr wird allerdings mit erneut 0,7% ein vergleichsweise niedriges Wachstum erwartet. Noch werden im Rahmen des PEPP (‚pandemic emergency purchase programme‘) aufgenommene Anleihen voll wiederangelegt und flexibel zwischen den Ländern des Euroraums verteilt. Ein substanzieller Anteil daraus fließt in italienische Staatsanleihen und stützt somit die Kurse. Laut EZB soll daran auch

### Italienische Risikoaufschläge steigen weiter

Abb. 9 · Renditespreads zehnjähriger Staatsanleihen ggü. Deutschland (in Basispunkten)



Quelle: Datastream, eigene Berechnungen

bis Ende 2024 festgehalten werden. Es wird allerdings bereits diskutiert, inwiefern dieser Zeitplan einzuhalten ist: Sollte die Inflation weiter sinken und die EZB tatsächlich ab Mitte nächsten Jahres die Zinsen wieder senken, würde ein gleichzeitig verstärkter Bilanzabbau eher restriktiv wirken. Man könnte sich also entscheiden, den Bestand bereits früher zu verringern. Noch gibt es vonseiten der EZB dazu keine Äußerungen. Aber selbst die theoretische Möglichkeit, dass es so kommen und der Rückhalt für Staatsanleihen damit weiter abnehmen könnte, sorgt an den Märkten für Nervosität.

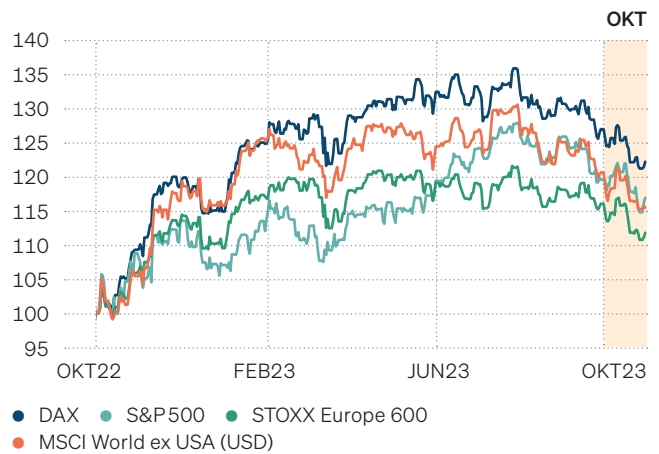
### Aktienmärkte in der Defensive

**Die Neueinschätzung der Attraktivität von Aktien im Vergleich zu Anleihen hat sich im Oktober fortgesetzt.** Der risikofreie Zins von 5 % oder mehr, je nach Laufzeit, der mit US-amerikanischen Anleihen erzielt werden kann, macht Aktien zunehmend Konkurrenz. Der schlechtere konjunkturelle Ausblick in Europa und vor allem in Deutschland belastet zusätzlich. Der DAX steht mit zuletzt rd. 14.800 Punkten etwa 10 % unter seinem Höchststand. Im Vergleich zum Jahresanfang steht noch ein Plus von 7 % zu Buche. Der S&P 500 hat 8 % abgegeben und steht YTD bei +10 % (Abb. 10).

Die Rückgänge nehmen sich überraschend klein aus angesichts der vielfältigen Herausforderungen. Die Zinsen werden länger hoch bleiben und damit auf absehbare Zeit eine risikolose Alternative für Aktien darstellen. Der Nahostkonflikt hat bisher kaum spürbare Effekte an den internationalen Börsen hinterlassen. Dahinter steht die Erfahrung, dass solche Konflikte in der Vergangenheit meist keine messbaren Auswirkungen auf die Unternehmensgewinne anderswo hatten. Sollte

### Rückgänge an den Börsen

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



Quelle: Datastream, eigene Berechnungen

der Konflikt nun aber – anders als in der Vergangenheit – weitere Kreise ziehen und sich Staaten wie Iran direkt einschalten, würden wohl auch die USA aktiv werden. In einem solchen Szenario bliebe es auch an den Börsen nicht mehr so ruhig. Auch ohne eine solche Eskalation könnte ein steigender Ölpreis zusätzlichen Inflationsdruck nach sich ziehen, mit entsprechenden geldpolitischen Konsequenzen.

Die Bewertungen sind im Zuge der Kursverluste etwas zurückgegangen. Der DAX ist trotz des YTD-Kursgewinns rd. 10 % niedriger bewertet als noch zum Jahresanfang (Tab. 1). Dahinter verbirgt sich das gute erste Halbjahr 2023, in dem die Unternehmensgewinne

### Bewertungen zuletzt gefallen

Tabelle 1 · KGVs und KBVs ausgewählter Aktienindizes

	Kurs-Gewinn-Verhältnis						Kurs-Buchwert-Verhältnis					
	Aktuell	Monatsbeginn	Δ YTD (%)	10J Median	Abstand zu 10J Median (%)	Zukünftiges KGV	Aktuell	Monatsbeginn	Δ YTD (%)	10J Median	Abstand zu 10J Median (%)	
DAX	11,7	11,8	-9,5	14,8	-21,1	10,2	1,3	1,3	-12,18	1,62	-19,5	
S&P 500	22,0	22,9	10,0	20,3	8,4	18,1	4,0	4,0	6,33	3,23	23,6	
CAC 40	14,6	15,0	18,3	17,7	-17,6	11,3	1,8	1,8	5,57	1,54	17,4	
IBEX 35	11,8	12,3	11,8	14,3	-17,7	10,2	1,3	1,3	3,29	1,32	-2,8	
FTSE 100	12,8	13,1	-24,7	18,6	-31,3	10,4	1,7	1,7	-0,30	1,73	-4,0	
FTSE MIB	7,7	7,9	-6,3	12,8	-39,8	8,0	1,5	1,4	19,52	1,24	17,9	
STOXX Europe 600	13,6	13,6	3,3	18,1	-25,0	11,8	1,8	1,8	0,67	1,79	0,6	

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

zulegen konnten. Mit der konjunkturellen Eintrübung am aktuellen Rand wird das zweite Halbjahr jedoch deutlich holpriger ausfallen. Auf europäischer Ebene zeichnet sich im STOXX Europe 600 für das dritte Quartal ein Gewinnrückgang von fast 10 % ab. Dahinter verbirgt sich allerdings ein schwacher Energiesektor; ohne dessen erwarteten Gewinnrückgang von satten 43 % könnten die Gewinne der anderen Sektoren um 1,7 % zulegen. Aufgeteilt nach Ländern wird für die vertretenen deutschen Unternehmen jedoch ein Gewinnminus von 7,8 % erwartet.

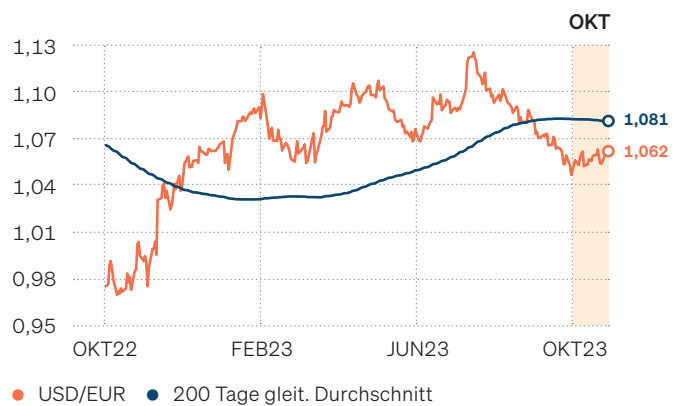
### Euro-Schwäche hält an

**Die schwachen Konjunkturdaten sind im Wechselkurs eingepreist.** Nach einem kurzen Ausflug unter die Grenze von 1,05 USD/EUR (Jahrestiefstwert), steht die Gemeinschaftswährung Ende Oktober dort, wo sie am Monats- und auch am Jahresanfang gestanden hat (Abb. 11). Der Ausblick von hier aus ist durchwachsen. Ein erneutes risk-off, zum Beispiel infolge einer Eskalation im Nahen Osten, würde den Euro weiter schwächen. Ein möglicher Katalysator könnten positive Konjunkturnachrichten aus China sein. Die europäische und vor allem die deutsche Wirtschaft sind mit der chinesischen stärker verflochten als die US-amerikanische.

Der besser als erwartete Q3-Print aus China war ein erstes Anzeichen dafür. Die EZB-Entscheidung, die Zinsen nicht weiter anzuheben, hat den Euro hingegen abwerten lassen. Ohne eine nachhaltige konjunkturelle Erholung wird es der Gemeinschaftswährung schwerfallen, das Jahreshoch von 1,12 USD/EUR wiederzuerobern.

### Euro ohne Impulse

Abb. 11 · Wechselkurse ausgewählter Währungen ggü. dem Euro



Quelle: Datastream, eigene Berechnungen



Anhang

Die wirtschaftliche Situation im Euroraum

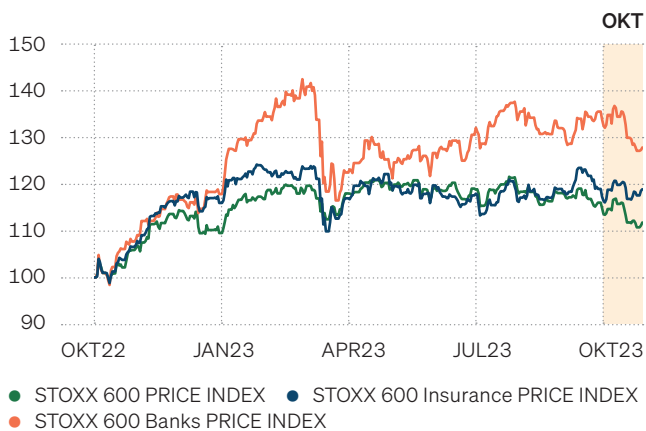
Tabelle 2 · Gesamtwirtschaftliche Kennzahlen

	Inflation, % ggü. Vorjahresmonat		BIP, % ggü. Vorquartal		BIP, % ggü. Q4 2019	
	OKTOBER 2023	SEPTEMBER 2023	Q3 2023	Q2 2023	Q3 2023	Q2 2023
Euroraum	2,9	4,3	-0,1	0,2	3,0	3,1
Deutschland	3,0	4,3	-0,1	0,1	0,3	0,4
Frankreich	4,5	5,7	0,1	0,6	1,8	1,8
Italien	1,9	5,6	0,0	-0,4	3,3	3,3
Spanien	3,5	3,3	0,3	0,4	2,1	1,8

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

Aktienindizes europäischer Versicherer und Banken

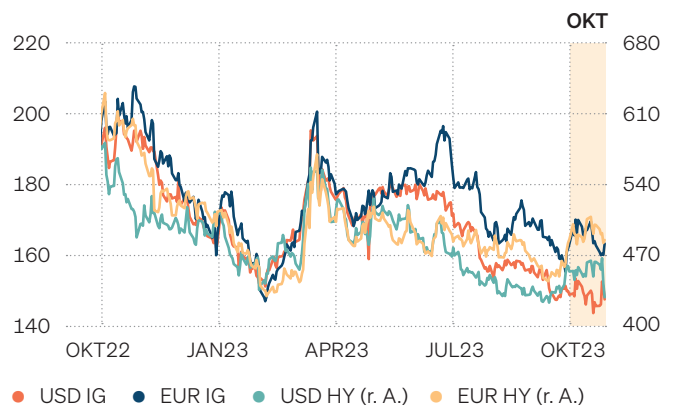
Abb. 12 · in €, 1. Oktober 2022 = 100



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

## Performance von Anleihen und Aktien

Tabelle 3 · Total Return ausgewählter Indizes

	2018	2019	2020	2021	2022	30. Sep. 23 (YTD)	31. Okt. 23 (YTD)	Rendite aktuell
<b>Staatsanleihen</b>								
USA	0,8%	7,0%	8,2%	-2,4%	-12,9%	-1,8%	-2,8%	5,0%
Euroraum	1,0%	6,8%	4,9%	-3,4%	-18,2%	-0,4%	-0,5%	3,5%
Deutschland	2,4%	3,1%	3,0%	-2,6%	-17,6%	-1,2%	-1,2%	2,9%
<b>Unternehmensanleihen</b>								
EUR								
Investment Grade	-1,1%	6,3%	2,6%	-1,0%	-13,9%	2,3%	2,3%	4,5%
High Yield	-3,6%	11,3%	2,8%	3,3%	-11,5%	6,1%	5,3%	7,8%
USD								
Investment Grade	-2,2%	14,2%	9,8%	-1,0%	-15,4%	0,4%	-1,0%	6,3%
High Yield	-2,3%	14,4%	6,2%	5,4%	-11,2%	6,0%	4,3%	9,5%
<b>Gedekte Anleihen</b>								
EUR Covered	0,3%	2,8%	1,9%	-2,1%	-13,0%	0,7%	1,0%	3,7%
<b>Aktienmärkte</b>								
MSCI World (USD)	-8,2%	28,4%	16,5%	22,3%	-17,7%	11,6%	7,2%	
MSCI World (EUR)	-3,6%	30,8%	6,9%	31,6%	-12,3%	12,4%	8,6%	
MSCI Europe (EUR)	-10,2%	27,6%	-1,5%	25,5%	-10,1%	9,1%	5,1%	
DAX	-18,3%	25,5%	3,5%	15,8%	-12,3%	10,5%	5,8%	
S&P 500	-4,4%	31,5%	18,4%	28,7%	-18,1%	13,1%	9,2%	
NASDAQ 100	0,0%	39,5%	48,9%	27,5%	-32,4%	35,4%	29,8%	

Quelle: Datastream, eigene Berechnungen



### Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e. V.

Wilhelmstraße 43 / 43 G, 10117 Berlin  
Postfach 08 02 64, 10002 Berlin  
Tel.: +49 30 2020 – 5000, Fax: +49 30 2020 – 6000  
www.gdv.de, berlin@gdv.de

### Verantwortlich

Dr. Paul Berenberg-Gossler  
Leiter Volkswirtschaft und Finanzmärkte  
Tel.: +49 30 2020 – 5130  
E-Mail: p.berenberg-gossler@gdv.de

### Redaktionsschluss

02.11.2023

### Publikationsassistenz

Heike Strauß, Anja Birkenmaier

### Autoren

Dr. Jörg Stefan 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