

GDV Gesamtverband der Versicherer

ECONOMIC RESEARCH

Wachsender Optimismus trotz schwieriger Zeiten

JAN 2023
Economics & Finance Perspectives

Autoren
Dr. Jörg S. Haas
j.haas@gdv.de

Dr. Max Hanisch
m.hanisch@gdv.de

EXECUTIVE SUMMARY

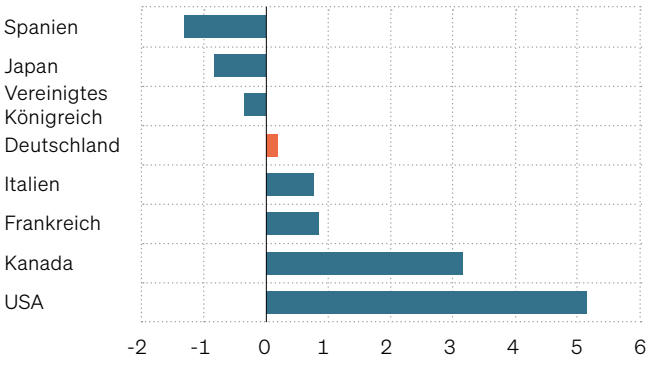
Der bisher milde Winter senkt die Energiepreise und die Konjunkturaussichten hellen sich auf. Die deutsche Wirtschaft könnte 2023 stagnieren, anstatt zu schrumpfen. Allerdings sind die Wachstumsaussichten mittelfristig gedämpft. An den Aktienmärkten steigt die Risikobereitschaft. Sinkende Inflationsraten verleiten die Finanzmärkte bereits dazu, weniger Zinserhöhungen durch die Zentralbanken und sogar erste Zinssenkungen ab Ende 2023 einzupreisen. Hier halten die Zentralbanken allerdings kommunikativ dagegen. Sie wollen die Inflation erst wieder in der Nähe von 2 % sehen. Dennoch haben sie das Tempo der Zinserhöhungen zuletzt gedrosselt.

GLOBALE WIRTSCHAFT WEITER UNTER DRUCK

Die Ungewissheit über die Entwicklung der Weltwirtschaft ist weiterhin groß. Die Weltbank prognostiziert für 2023 ein reales BIP-Wachstum von lediglich 1,7 %. Das wäre eine der langsamsten Wachstumsraten der letzten 30 Jahre; noch schlechter lief es nur in den Krisenjahren 2009 und 2020. Der Internationale Währungsfonds erwartet dagegen immerhin 2,9 % auf Grund von sinkenden Energiepreisen und stärkeren Wachstumsimpulsen aus China. Die hohe Bandbreite der Prognosen reflektiert das ungewöhnliche Ausmaß an Unsicherheit. Die konjunkturelle Lage bleibt auch in Europa weiterhin angespannt, doch erscheint eine Rezession im Moment unwahrscheinlicher. Nach einem kleinen Plus von 0,1 % im 4. Quartal (vorläufig) erwartet die Weltbank für den Euroraum 2023 realwirtschaftlich eine Stagnation, der Internationale Währungsfonds rechnet immerhin mit einem leichten Wachstum von 0,7 %.

Deutsche Wirtschaft wieder über Vor-Corona-Niveau

Abb. 1 · Reales BIP (Index, 2019 = 100)



Anmerkung: Werte für Kanada, das Vereinigte Königreich und Japan basieren auf IWF-Schätzungen. Quelle: Refinitiv, IWF, Destatis, eigene Berechnungen.

BIP wieder über Vor-Pandemie-Niveau

Für Deutschland entwickelte sich das Gesamtjahr 2022 positiver als im Herbst erwartet. Das BIP wuchs 2022 real um 1,8 %. Die Herbstprognose der Bundesregierung hatte ursprünglich nur 1,4 % erwartet. Wachstumstreiber für das Gesamtjahr war insbesondere der private Konsum, der nach Aufhebung der Corona-Beschränkungen trotz der hohen Inflation anstieg. Dieser Treiber verlor jedoch gegen Ende des Jahres an Kraft; unter anderem ging der Einzelhandelsumsatz im Dezember gegenüber dem Vormonat um 5,3 % zurück. **Das preisbereinigte BIP im 4. Quartal schrumpfte um 0,2 % gegenüber dem Vorquartal.**[1]

Die deutsche Wirtschaftsleistung lag 2022 erstmals wieder über dem Vor-Pandemie-Niveau. Im internationalen Vergleich hat sich Deutschland damit schneller erholt als Länder wie Japan, Spanien und das Vereinigte Königreich, aber langsamer als große Teile des Euroraums, und sehr viel weniger dynamisch als Kanada und die Vereinigten Staaten (Abb. 1).

Energiesektor spielt ungewohnt positive Rolle

Die Gefahr einer Gasmangellage in diesem Winter scheint gebannt. Die deutschen Gasspeicher sind zu 80 % gefüllt. Der wichtige europäische TTF Neutral Gas Price steht aktuell bei unter 60 EUR/MWh, nach 120 EUR/MWh Mitte Dezember und zwischenzeitlich über 300 EUR/MWh im vergangenen Sommer. Was waren die Haupttreiber dieser Entwicklung? Milde Wintertemperaturen spielten eine Rolle, doch Haushalte und Industrie konnten auch darüber hinaus ihren Verbrauch deutlich senken. Erfreulicherweise gingen die Einsparungen bisher nicht mit einem Einbruch der industriellen Produktion einher (Abb. 2). Teures Erdgas wurde durch andere Energieträger ersetzt, energieintensive Prozesse wurden teilweise ausgelagert. Sektoren wie Chemie verzeichneten Rückgänge, doch gleichzeitig erholten sich andere Industriezweige von den Folgen der Corona-Pandemie (Economics and Finance Flash 2023/3).

Arbeitsmarkt zeigt sich weiter sehr robust

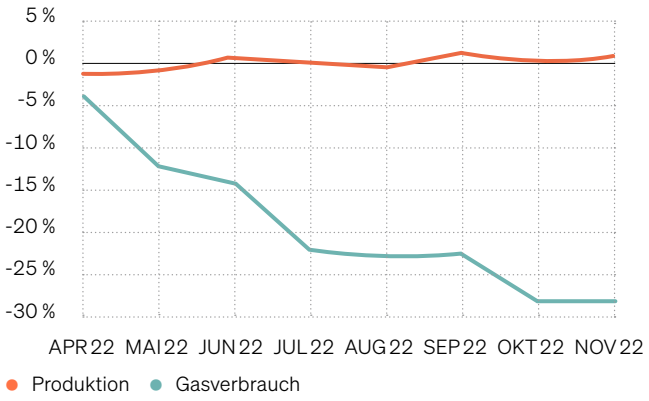
Die Erwerbslosenquote betrug im Dezember saisonbereinigt nur 2,9 % (ILO-Standard). Im Euroraum stand sie mit 6,6 % ebenfalls nahe des historischen

[1] Laut vorläufigen Zahlen vom 30.01.2023. Kleine Revisionen nach unten oder oben sind weiterhin möglich und in der Vergangenheit bereits mehrmals vorgekommen.

© GDV 2023

Produktion und Gasverbrauch der Wirtschaft entkoppelt

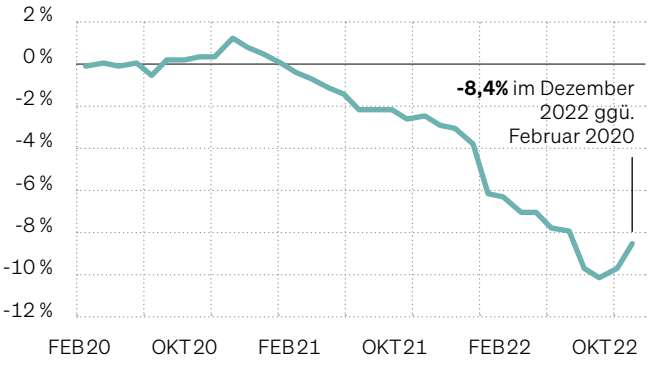
Abb. 2 · Industrieproduktion und -gasverbrauch ggü. Durchschnitt 2018-21



Quelle: Datastream, Bundesnetzagentur, eigene Berechnungen.

Deutsche Reallöhne deutlich gesunken

Abb. 3 · Tarifliche Monatsverdienste ohne Sonderzahlungen. Gesamtwirtschaft, Basis Februar 2020, real.



Quelle: Statistisches Bundesamt, eigene Berechnungen.

Minimums. Diese Entwicklung hat auch Auswirkungen auf die Wirtschaftsleistung. Laut EU-Kommission gab im vergangenen Quartal ein Viertel der EU-Industriebetriebe an, die Produktion wegen mangelnder Arbeitskraft begrenzen zu müssen – ein Allzeithoch. Materialknappheit spielt eine noch wichtigere Rolle als limitierender Faktor, hat aber seit Anfang 2022 an Bedeutung verloren (1. Quartal 2022: 55 %, 4. Quartal 2022: 42 %).

Eine Lohn-Preis-Spirale, bei der hohe Inflation zu hohen Lohnabschlüssen, hoher Nachfrage und letztendlich noch höherer Inflation führt, zeichnet sich aktuell dennoch nicht ab (Economics and Finance Flash 2023/2). Die Kombination aus angespanntem Arbeitsmarkt und hohem Inflationsdruck spiegelt sich zwar in etwas höheren nominalen Löhnen wider. Die Tariflöhne in der Eurozone lagen im dritten Quartal 3 % über dem Vorjahresniveau und vergangenes Jahr neu abgeschlossene Tarifverträge sehen für 2023 Steigerungen in Höhe von 4 % p.a. vor, wie ein neuer, experimenteller Datensatz der EZB zeigt. Die Steigerungen sind aber noch gemäßigt, so dass Arbeitnehmer angesichts hoher Inflationsraten zumindest bis jetzt deutliche Reallohnverluste hinnehmen müssen: in Deutschland lagen die Löhne im Dezember real 8,4 % niedriger als zu Pandemiebeginn (Abb. 3).

Inflation hat Scheitelpunkt wohl überschritten

Der Anstieg der nationalen Verbraucherpreise (VPI) ging im Dezember auf 8,6 % zurück (ggü. Vorjahresmonat), nach einem Höchststand von 10,4 % im Oktober.[2]

Dazu trug bei, dass die Bundesregierung im Dezember Verbrauchern die Abschlagszahlungen für Gas und Fernwärme erstattete. Ab Januar werden die Gas- und Strompreisbremse der Bundesregierung in der Berechnung der Verbraucherpreise berücksichtigt. Vorlaufende Indikatoren deuten auch auf eine mittelfristige Entspannung hin. Beispielsweise sanken die Erzeugerpreise im Dezember gegenüber dem Vormonat. Gegenüber dem Vorjahr war die Steigerung mit 22 % zwar immer noch hoch, sie lag aber deutlich unter dem Spitzenwert von 46 % im August und September. Auch planten laut ifo-Institut im Januar deutlich weniger Unternehmen, die Preise zu erhöhen. Das traf insbesondere auf das Verarbeitende Gewerbe und Bauhauptgewerbe zu.

Die für die EZB-Geldpolitik entscheidende Inflationsrate im Euroraum (HVPI) sank im Januar auf 8,5 % (vorläufig, ggü. Vorjahresmonat).[3] Zwischen den Mitgliedsstaaten zeigten sich dabei weiterhin beträchtliche Unterschiede: In Luxemburg betrug die Inflation 5,8 %, in Lettland dagegen 21,6 %.

Der Konjunkturoptimismus steigt …

Umfragedaten belegen einen zunehmend hoffnungsvollen Blick in die Zukunft. Die ifo-Konjunkturerwartungen stiegen von 83 auf 86 Punkte. Der Produktmanagerindex (PMI) für den Dienstleistungssektor stand im Januar erstmals seit Juli wieder über der Wachstumsschwelle von 50 Punkten, der PMI für die Gesamtwirtschaft mit 49,7 Punkten nur noch knapp darunter (vorläufige Zahlen). Die stärker auf den Fi-

[2] Die Daten für Januar werden wegen Problemen bei der Datenaufbereitung erst in der zweiten Februarwoche veröffentlicht.

[3] Der harmonisierte Verbraucherpreisindex (HVPI) berücksichtigt im Vergleich zum VPI vom Eigentümer selbst genutztes Wohneigentum, den Rundfunkbeitrag und Konsumausgaben für Glücksspiele nicht.

nanzsektor ausgerichteten ZEW-Konjunkturerwartungen sprangen von -23 auf 17 Punkte. Auch auf der Verbraucherseite scheint zumindest die Talsohle durchschritten. Das GfK-Konsumklima für Februar liegt bei -34 Punkten, nach einem Tiefstand von -43 Punkten im Oktober.

Für das Gesamtjahr 2023 erwarten die aktuellen Januar-Prognosen eine Quasi-Stagnation der deutschen Wirtschaftsleistung, ein optimistischerer Ausblick als im Herbst. Die Bundesregierung sagt in ihrem Jahreswirtschaftsbericht vom 25. Januar 2023 0,2 % reales BIP-Wachstum voraus, nachdem sie in der Herbstprognose noch -0,4 % erwartet hatte. Der Internationale Währungsfonds aktualisierte seine Voraussage auf 0,1 %, nach ebenfalls -0,4 % im Herbst. Laut ifo-Konjunkturindex ist es weiterhin wahrscheinlich, dass das BIP im ersten Quartal schrumpft und die deutsche Wirtschaft somit in eine sogenannte technische Rezession rutscht, also zwei Quartale mit negativem Wachstum in Folge verzeichnet. Anschließend sollte die Dynamik zunehmen.

… doch die Gesamtsituation bleibt herausfordernd

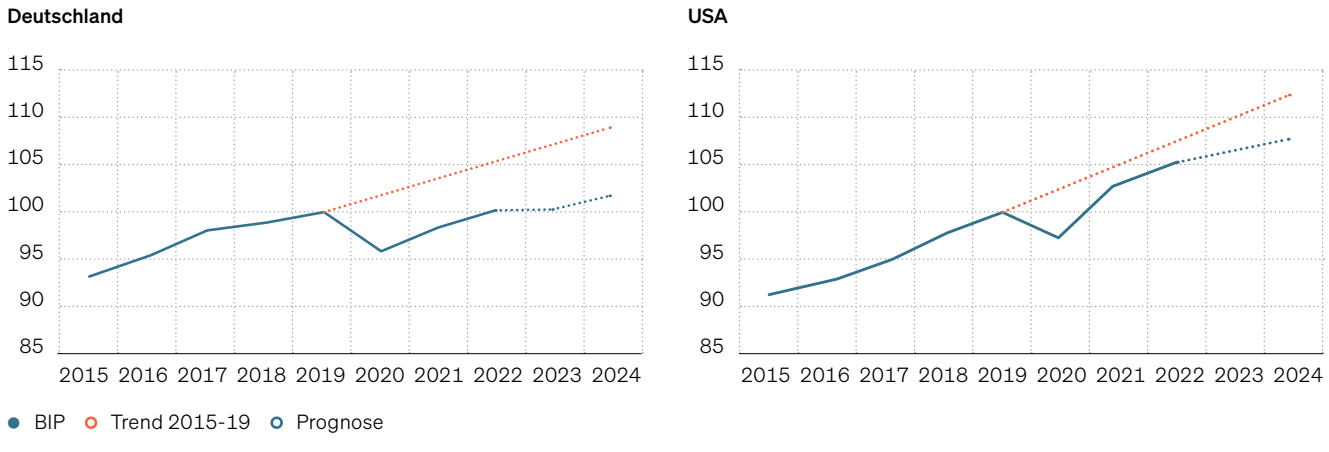
Viele der positiven Nachrichten der letzten Wochen haben auch eine Kehrseite. Beispielsweise stieg die Kerninflationsrate ohne Energie und Nahrungsmittel in Deutschland im Dezember leicht von 5,0 % auf 5,2 %, im Euroraum verharrte sie im Januar auf 5,2 % (vorläufig). Das spricht für eine längere Phase erhöhter Inflation, wenngleich nicht auf dem Niveau der letzten Monate. Zusätzlich könnte Chinas Abkehr von der Zero-Covid-Politik im Laufe des Jahres für deutliche höhere Nachfrage nach Gütern und Energie führen und somit zu Preissteigerungen beitragen. Die bislang gemäßigte Lohnentwicklung trotz hoher Inflation drückt auf den privaten Konsum und lässt vielen Haushalten kaum Raum zum Sparen. Die Bundesregierung erwartet 2023 einen Zuwachs der Bruttogehälter um 5,7 % – zu wenig, um die erwartete Inflation von 6,0 % auszugleichen. Auch die Sparquote fällt in der Projektion von 11,2 % auf 10,7 %.

Selbst wenn die Rezession ausbleibt: **Die deutsche Wirtschaftsleistung stagniert effektiv seit 2019 und bleibt in den nächsten Jahren wohl deutlich hinter dem vor der Pandemie erwarteten Wachstumspfad zurück**. Nach den Prognosen des IWF wird die deutsche Wirtschaftsleistung 2024 2 % höher sein als 2019, während bei einer Fortschreibung des Wachstumstrends von 2015-19 9 % zu erwarten gewesen wären. Einerseits ist das angesichts von Pandemie und Angriffskrieg gegen die Ukraine nicht überraschend. Andererseits ist es beispielsweise den USA besser gelungen, zum Vorkrisentrend aufzuschließen (Abb. 4).

Zudem steht Deutschland langfristig vor massiven strukturellen Herausforderungen, wie aktuelle Daten bestätigen. Die Erwerbstätigenzahl erreichte 2022 zwar ein Rekordhoch, aber eine Verschärfung des Fachkräftemangels scheint dennoch kaum noch abwendbar (Economics and Finance Flash 2023/1). Laut Bevölkerungsvorausberechnung des Statistischen Bundesamts könnten in fünfzehn Jahren zwischen zwei und fünf Millionen weniger Personen im Haupterwerbsalter sein als heute (Abb. 5), mit entsprechenden Folgen für das Wachstumspotenzial und das umlagefinanzierte Rentensystem. Noch stärker von diesem Trend gefährdet ist China, einer der wichtigsten deutschen Exportmärkte. Vergangenes Jahr schrumpfte die Bevölkerung dort zum ersten Mal seit den 1960er Jahren. Die Vereinten Nationen schätzen, dass die chinesische

Deutsche Wirtschaftsleistung weit unter Vorkrisentrend

Abb. 4 · Reales BIP (Index, 2019 = 100)

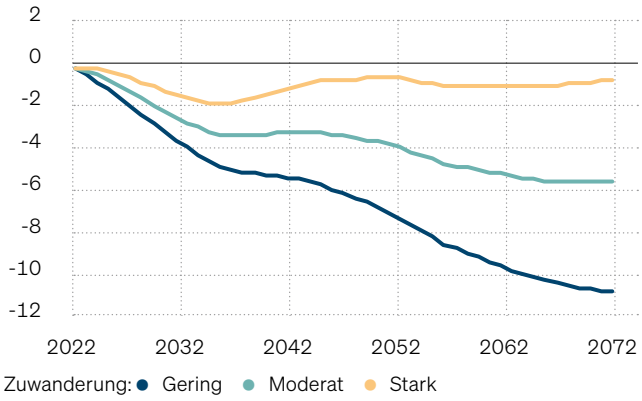


Quelle: Refinitiv, IWF, Destatis, eigene Berechnungen.

© GDV 2023

Der Fachkräftemangel verschärft sich

Abb. 5 · Personen im Haupterwerbsalter. Vergleich zu 2022 in Millionen



Szenarien mit moderater Geburtenhäufigkeit und Lebenserwartung.
Quelle: Destatis, eigene Berechnungen.

Einwohnerzahl bis 2050 um über 100 Millionen Menschen auf 1,3 Milliarden zurückgehen und das Durchschnittsalter von 39 auf 50 Jahre steigen wird. Zum Vergleich: Für Deutschland wird ein Anstieg von 45 auf 49 Jahre geschätzt.

FINANZMÄRKTE IM JANUAR MIT KURSGEWINNEN

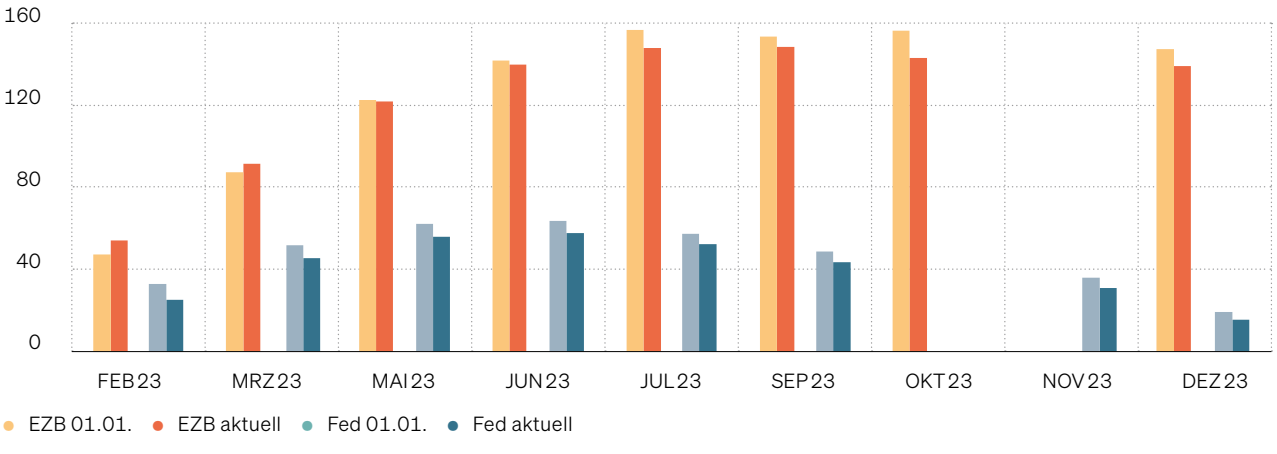
Zinserhöhungen der Zentralbanken führen zu Rekordjahr an den Bondmärkten. Die Bondmärkte haben ein Rekordjahr hinter sich: Lag die Rendite der zehnjährigen Bundesanleihe zu Jahresbeginn 2022 noch bei -0,18 %, stand sie ein Jahr später bei 2,56 %; einen Anstieg um rd. 270 Basispunkte in einem Jahr hat es zuvor noch nicht gegeben. In den USA stieg die Rendite der Staatsanleihen mit gleicher Laufzeit um rd. 230 Basispunkten auf 3,8 % zum Jahresende 2022. Hintergrund waren die angesichts der hohen Inflationsraten ebenfalls rekordverdächtigen Zinserhöhungen der Zentralbanken. Die US-Fed hat zuletzt im Dezember ihren Leitzins um 0,5 Prozentpunkte auf 4,25 bis 4,50 % erhöht und bei der Gelegenheit auch in der Kommunikation ihren Ton deutlich verschärft: Fed-Chef Powell betonte, die Zinsen könnten stärker steigen als marktseitig erwartet, um dem Inflationsdruck Herr zu werden. Den Leitzins erwarten die Währungshüter laut Dotplot nun im Durchschnitt Ende 2023 bei 5,1 % und Ende 2024 immer noch bei 4,1 %. Mehrere hochrangige Ausschussmitglieder haben dieses Vorhaben seitdem immer wieder bekräftigt. Zwar dürfte das Tempo gedrosselt werden, denn die Aussagen deuten auf kommende Anstiege im Umfang von 25 Basispunkten hin. Allerdings wird betont, dass nach diesen kleineren Zinsschritten noch mehrere folgen und die Zinsen dann länger auf einem hohen Niveau gehalten werden könnten.

Zentralbanken mit deutlichen Worten

Zentralbanker kündigen insbesondere deswegen weitere Schritte an, da an den Bondmärkten teilweise erwartet wird, dass angesichts einer möglichen Rezession in den USA die Leitzinsen erstens nicht so stark steigen werden, wie von der Fed kommuniziert, und zweitens, dass die Zinsen bald sogar wieder sinken könnten. Konkret preist der Markt derzeit in den USA einen maximalen Zins von knapp unter 5 % bis Mitte 2023 ein und bis Ende des Jahres bereits erste Zinssenkungen im Umfang von 50 Basispunkten (Abb. 6). Vor dem Hintergrund dieser Erwartung ist die Rendite für zehnjährige US-Staatsanleihen dieses Jahr bereits um 30 Basispunkte auf zuletzt 3,53 % gesunken

Zinserwartung für Ende des Jahres bereits wieder rückläufig

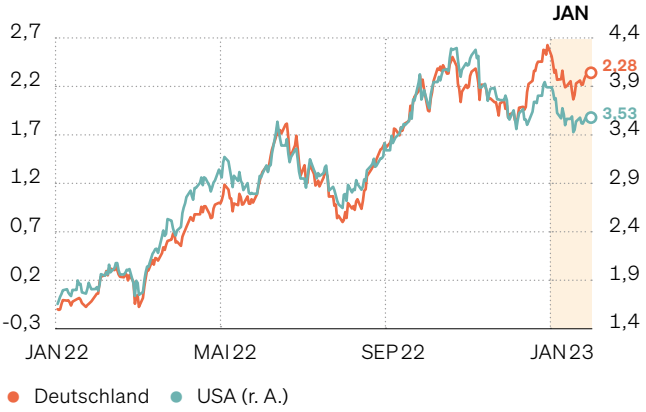
Abb. 6 · Marktimplizite Zinsänderungserwartung, basierend auf Eonia Fowards Swaps (in Basispunkten)



Quelle: Datastream, eigene Berechnungen.

Staatsanleiherenditen seit Jahresanfang auf dem Rückzug

Abb. 7 · Renditen zehnjähriger Staatsanleihen (in Prozent)



Quelle: Datastream, eigene Berechnungen.

(Abb. 7). Die Zinsdifferenz von zehn- zu zweijährigen Staatsanleihen befindet sich bereits seit Mitte letzten Jahres im negativen Bereich. Mit zuletzt knapp -80 Basispunkten ist sie so stark invertiert wie zuletzt vor 40 Jahren. **Eine invertierte Zinsstrukturkurve gilt oftmals als Indikator einer kommenden Rezession innerhalb der nächsten 12 bis 18 Monate**. Zusätzlichen Mut schöpfen Bondanleger aus der jüngsten Zinsentscheidung der Bank of Canada. Zwar erhöhte sie ihren Leitzins um 0,25 Prozentpunkte auf 4,5 %. Gleichzeitig kündigte sie jedoch als erste der einflussreichen Zentralbanken an, den Zinserhöhungszyklus vorerst zu pausieren, um die Wirkungen ihres restriktiven Kurses auf die Realwirtschaft zu beobachten.

EZB mit klarem Fahrplan

Im Euroraum herrscht eine ähnliche Diskrepanz zwischen der EZB-Kommunikation und den Markterwartungen. Um 250 Basispunkte hat die EZB die Leitzinsen im Euroraum innerhalb eines halben Jahres angehoben; ein solch steiler Anstieg ist in der Geschichte der EZB noch nicht vorgekommen. Zuletzt wurde im Dezember der Einlagenzins um 50 Basispunkte auf 2,0 % angehoben und der Hauptrefinanzierungssatz auf 2,5 %. Darüber hinaus hat der EZB-Rat beschlossen, Anleihebestände ab dem Frühjahr 2023 abzubauen. Dazu werden Fälligkeiten der im Rahmen des Asset Purchase Programme (APP) erworbenen Wertpapiere ab März nicht mehr vollständig reinvestiert. Bis Mitte des Jahres 2023 soll es so zu einer Reduzierung des EZB-Portfolios im Volumen von monatlich 15 Mrd. EUR kommen. Danach wird das Tempo angepasst. Die Bestände aus dem Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) werden aber nach wie vor konstant gehalten und dies soll wie bisher auch bis mindestens Ende 2024 gelten. Darauf hatten Anleihen nachvollziehbar mit steigenden Renditen reagiert: Mit 2,56 % stand die Rendite der zehnjährigen Bundesanleihe Ende 2022 so hoch wie zuletzt 2011.

Und die Zeichen stehen auf mehr: Für die nahende Sitzung Anfang Februar gilt ein Anstieg um 50 Basispunkte als sicher. Auch darüber hinaus dürften die Zinsen laut Aussage mehrerer EZB-Ratsmitglieder weiter steigen: Nochmals um 50 Basispunkte im März, gefolgt von kleineren Zinsschritten bis in den Sommer hinein. **Auch wenn es seitens der EZB derzeit niemand äußert: Der Markt preist im Moment für den Euroraum ebenfalls rückläufige Zinsen ab Ende 2023 ein**. Diese Erwartung hat bereits zu rückläufigen Bundrenditen seit Jahresbeginn geführt, auf zuletzt 2,28 %.

Wer behält Recht?

Ein Szenario sinkender Zinsen ist zwar, ähnlich wie in den USA, nicht auszuschließen; es wird aber nur dann eintreten, wenn die Inflation bis dahin ausreichend stark gesunken ist. Denn die Zentralbanken haben wiederholt deutlich gemacht, dass sie fest entschlossen sind, die Inflation zurück zu ihrem Zielwert zu bringen – auch wenn das eine schwächere konjunkturelle Entwicklung mit sich bringt. **Entscheidend wird also sein, wie schnell die mittlerweile rückläufigen Inflationsraten sich wieder ihrem Zielwert annähern**. In Spanien ist die Inflation im Januar überraschend gestiegen; eine Erinnerung daran, dass das Überschreiten des Inflationshöhepunktes nicht automatisch bedeutet, dass die Teuerungsraten nun gradewegs Richtung Zielwert sinken. Sollte beispielsweise das Fallenlassen der Corona-Maßnahmen in China zu einem Nachfrageschub aus Fernost führen, würden viele Rohstoffe und andere Produktionsfaktoren sicherlich Preissteigerungen erfahren und die Inflationsraten weltweit erneut anfachen oder zumindest stützen. Auch sind Rezessionen in den USA und im Euroraum, wie oben ausgeführt, alles andere als gebannt. **Sollten rückläufige Wachstumsraten über zwei oder mehrere Quartale vermieden werden können, müssten die Märkte ihre Erwartungen anpassen; deutlich steigende Anleiherenditen wären dann die Folge**. Die Kluft zwischen Zentralbankkommunikation und Markterwartungen wird sich früher oder später schließen; wer Recht behält, ist derzeit hingegen offen.

EZB-Bilanzrückbau könnte zu Turbulenzen führen

In den vergangenen Jahren hat die EZB im Rahmen der verschiedenen Ankaufprogramme nahezu sämtliche Nettoneuemissionen an Staatsanleihen des Euroraums im Alleingang aufgenommen. **Nun müssen wieder vermehrt private und institutionelle Inves-**

© GDV 2023

toren die Ausgabe von Anleihen absorbieren. Die Bestände des APP schrittweise zu reduzieren hat daher zusätzlich zur Folge, dass auslaufende Anleihen aus dem EZB-Bestand keine neue Nachfrage mehr generieren. In der Eurozone dürften im ersten Quartal 2023 Staatsanleihen für fast 220 Milliarden Euro netto herausgegeben werden. Die EZB hatte im Rahmen ihrer Kaufprogramme im ersten Quartal 2021 Staatsanleihen im Nennwert von 230 Milliarden, 2022 in Höhe von 160 Milliarden Euro gekauft. Ohne diese Nachfrage werden die Emissionen von Staatsanleihen der Euroländer im ersten Quartal eine 3,5-mal so hohe Nachfrage generieren müssen wie in den beiden Vorjahren. **Dies wird dazu führen, dass die Länder höhere Renditen anbieten müssen, um Käufer zu finden – die Frage ist nur, wieviel höher.**

Und so führte die Entscheidung, den EZB-Bestand an Staatsanleihen zu reduzieren, bei jenen Euroländern, die einen höheren Verschuldungsgrad aufweisen oder aus anderen Gründen historisch im Markt oft unter Druck geraten sind, zu größeren Renditesprüngen. In Italien kletterte die Renditedifferenz zur zehnjährigen Bundesanleihe im Dezember sprunghaft von 188 auf 218 Basispunkte, während die Reaktionen in Frankreich oder Spanien deutlich verhaltener ausfielen. Gleichzeitig verringerte sich der Renditeabstand zu den USA um 30 Basispunkte (Abb. 8).

Höhere Finanzierungskosten kommen zu einer ungünstigen Zeit, in der viele Länder zusätzliche Mittel aufnehmen (müssen), um die Kosten u.a. aus der Energiekrise oder dem Umbau hin zu einer emissionsärmeren Wirtschaft zu stemmen. Für Entspannung sorgte im Januar die Überlegung, auf EU-Ebene erneut gemeinsame Schulden aufzunehmen, um die Transformation zu einer grünen Wirtschaft zu finanzieren. Die Marktreaktion fiel besonders deutlich aus als bekannt wurde, dass sich Olaf Scholz für diesen Vorschlag aussprach. Nicht nur würde dieses Vorgehen die Last auf mehrere Schultern verteilen, sondern die EU könnte Finanzierungsmittel zu deutlich günstigeren Konditionen aufnehmen als viele ihrer Mitgliedsstaaten. Die Reaktion auf die EZB-Entscheidung zeigt dennoch, wie wichtig das Thema Bilanzrückbau an den Bondmärkten ist.

Aktienmärkte sehen Anlass zur Hoffnung

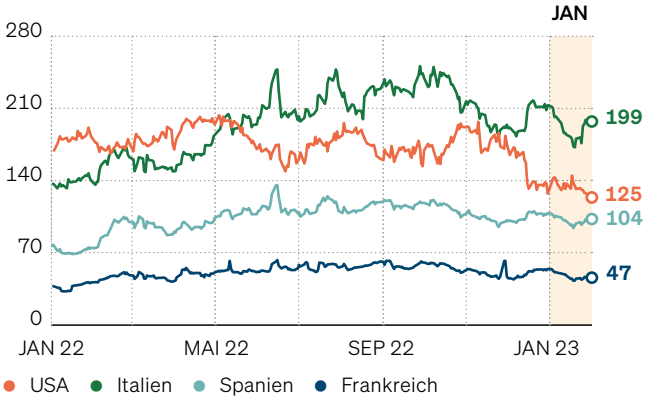
Für Aktienanleger war 2022 ein schlechtes Jahr. Fast alle großen Aktienindizes schlossen tief im Minus. Der DAX büßte rd. 12 % ein und verbuchte das schlechteste Börsenjahr seit vier Jahren. Der S&P 500 verzeichnete gar die viertschlechteste Jahresperformance seit dem Zweiten Weltkrieg und verlor in US-Dollar fast 20 %.

Zu Beginn des neuen Jahres hat sich die Stimmung allerdings gedreht. **Die verbesserten konjunkturellen Aussichten vor allem im Euroraum und die sinkenden Inflationsraten, die die Zinserwartungen dämpfen, haben den Leitindizes einen freundlichen Start beschert:** Der DAX konnte im Januar um knapp 9 % zulegen und notiert oberhalb der Marke von 15.000 Punkten. Der S&P 500 stieg immerhin um rd. 6 % und liegt knapp über 4.000 Punkten (Abb. 9).

Im Zuge der Kursanstiege haben sich auch die Bewertungsrelationen an den Aktienmärkten erhöht. Gemessen an Gewinnen (KGV) und Buchwerten (KBV) sind die Bewertungen seit Jahresanfang deutlich gestiegen: Das KGV des DAX steht mit gut 14 nur noch leicht unterhalb seines langjährigen Mittels, der S&P 500 liegt mit 21 leicht darüber (Tabelle 1). Die Kursverluste im

Aufnahme gemeinsamer Schulden lässt Risikoaufschläge sinken

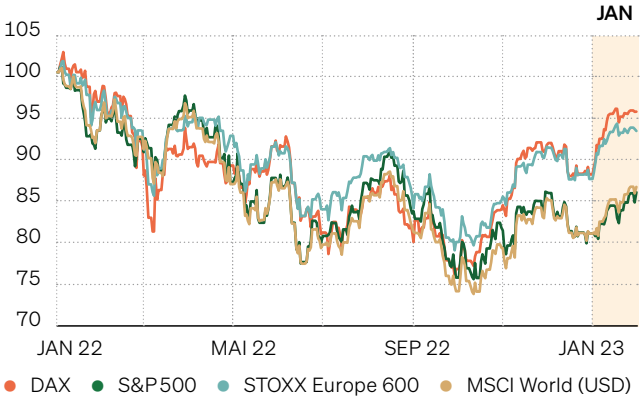
Abb. 8 · Renditespreads zehnjähriger Staatsanleihen ggü. Deutschland (in Basispunkten)



Quelle: Datastream, eigene Berechnungen.

Aktienmärkte mit starkem Jahresauftakt

Abb. 9 · Indizes ausgewählter Aktienmärkte (1. Januar 2022=100)



Quelle: Datastream, eigene Berechnungen.

Bewertungsrelationen im Januar gestiegen

Tabelle 1 · KGVs und KBVs ausgewählter Aktienindizes

	Aktuell	Monats-beginn	Δ YTD (%)	10J Median	Abstand zu 10J Median (%)	Zukünftiges KGV	Aktuell	Monats-beginn	Δ YTD (%)	10J Median	Abstand zu 10J Median (%)
	Kurs-Gewinn-Verhältnis						Kurs-Buchwert-Verhältnis				
DAX	14,2	12,9	10,3	15,0	-5,4	11,9	1,6	1,5	8,08	1,62	-0,9
S&P 500	21,7	20,0	8,5	20,0	8,5	17,8	4,0	3,8	6,12	3,11	28,4
CAC 40	13,6	12,4	10,0	17,7	-23,3	12,0	1,8	1,7	8,03	1,50	22,6
IBEX 35	12,4	10,5	17,3	14,3	-13,6	12,0	1,4	1,2	12,37	1,32	5,9
FTSE 100	17,6	17,0	3,3	18,7	-5,9	10,5	1,8	1,7	5,22	1,73	1,4
FTSE MIB	9,3	8,2	12,2	12,9	-28,1	8,7	1,5	1,4	5,59	1,22	19,5
STOXX Europe 600	13,2	13,2	0,0	18,6	-29,0	12,8	1,9	1,8	6,69	1,78	7,7

Notiz: Das „Zukünftige KGV" entspricht dem heutigen Kurs gemessen an den erwarteten Gewinnen der nächsten zwölf Monate („forward p/e ratio").
Quelle: Datastream, eigene Berechnungen.

letzten Jahr hatten die Bewertungsrelationen deutlich sinken lassen. An den Gewinnerwartungen hatte sich also nur wenig geändert. Mit anderen Worten: **An den Aktienmärkten wird – im Kontrast zu den Bondmärkten – noch keine Rezession eingepreist.** Zwar wird erwartet, dass die Gewinne je Aktie dieses Jahr je nach betrachtetem Markt ca. 2 bis 5 % unter denen des Vorjahres liegen werden; das entspricht aber bei weitem nicht dem durchschnittlichen Rückgang um 15 %, den die Gewinne in vergangenen Rezessionen hinnehmen mussten. Seitdem das konjunkturelle Worst-Case-Szenario abgewendet scheint, dürfte sich der Fokus an den Börsen nun zunehmend auf die gemeldeten Unternehmensgewinne und insbesondere auf den Ausblick für das neue Jahr verlagern.

US-Dollar beendet Höhenflug

Das Jahr 2022 hatte den US-Dollar in ungeahnte Höhen steigen lassen. Dank der Fed-Zinserhöhungen und der Flucht in den sicheren Anlagehafen in Krisenzeiten hatte die amerikanische Leitwährung gegenüber dem Euro um rund 20 % aufgewertet; gegenüber den sechs wichtigsten Handelspartnern immerhin um gut 8 %. Der relativ stärkere Wertverlust des Euro ist auf die größere Betroffenheit aus dem Angriffskrieg gegen die Ukraine und seinen Folgen für die Energieversorgung zurückzuführen. Zwischenzeitlich war sogar die Parität zum US-Dollar nach unten durchbrochen worden.

Doch damit ist es vorerst vorbei. **Seit die Inflationsraten im Oktober ihren Höhenpunkt überschritten haben, ist der Optimismus auch an den Währungsmärkten zurückgekehrt**. Der Euro hat seitdem um 14 % aufgewertet. Allein im Januar waren es rd. 3 % auf zuletzt 1,083 USD/EUR (Abb. 10). Dazu beigetragen hat sicherlich auch die restriktive Haltung der EZB. Die geldpolitischen Entscheidungen im Dezember haben die Renditedifferenz zwischen deutschen und US-amerikanischen Staatsanleihen sprunghaft kleiner werden lassen. Generell zeigt sich, dass der US-Dollar an Wert verliert, sobald sich die Anlegerstimmung an den globalen Finanzmärkten bessert und die Risikobereitschaft steigt. Der zurückgekehrte Konjunkturoptimismus im Euroraum verleiht der Gemeinschaftswährung zusätzlichen Aufschwung. **Rückschläge sind vor dem Hintergrund dieser raschen Entwicklung jedoch nicht auszuschließen**. Unsicherheiten bei der Energieversorgung und aus dem weiteren Verlauf des Ukraine-Kriegs bleiben. Und sollte die Konjunktur in den USA deutlich schwächeln, sorgt auch das in der Regel für einen stärkeren US-Dollar. Der Zustand der größten Volkswirtschaft der Welt strahlt global aus, vor allem auf seine größten Handelspartner. Wenn sich Pessimismus ausbreitet, strömen Anleger wieder in sichere Häfen – und das ist meist der US-Dollar.

Euro seit Oktober im Aufwind

Abb. 11 · Wechselkurse ausgewählter Währungen ggü. dem Euro



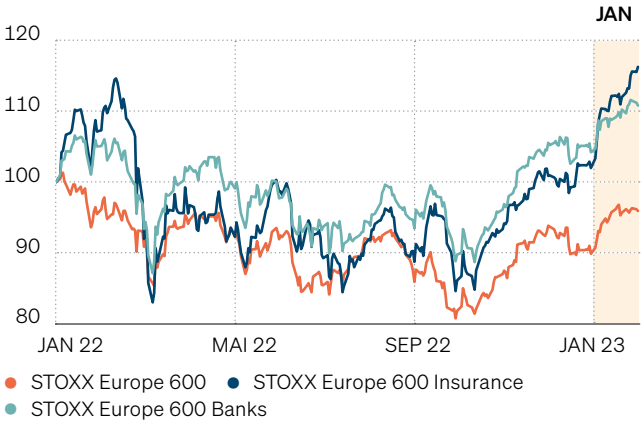
Quelle: Datastream, eigene berechnungen.

© GDV 2023

Anhang

Aktienindizes europäischer Versicherer und Banken

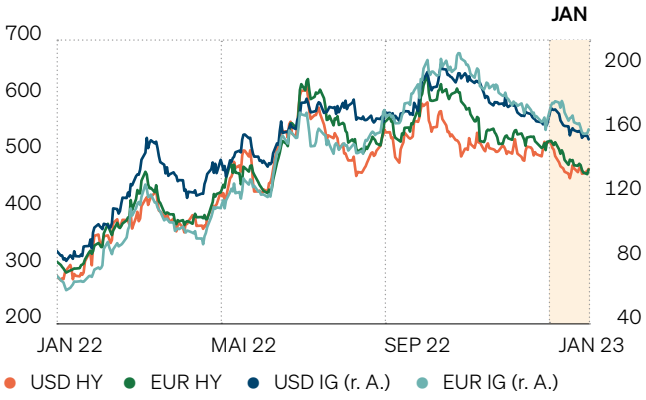
Abb. 11 · Inkl. Dividenden, in €, beide: 1. Januar 2022 = 100



Quelle: Datastream, eigene Berechnungen.

Renditespreads von Corporate Bonds

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



Quelle: Datastream, eigene Berechnungen.

Tabelle 2 · Total Return ausgewählter Indizes

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

Quelle: Thomson Reuters Eikon, 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
31.01.2023

Autoren
Dr. Jörg S. Haas
Dr. Max Hanisch

Publikationsassistenz
Anja Birkenmaier

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