

ECONOMIC RESEARCH

Trotz hoher Kerninflation: Ausblick vorsichtig optimistisch

MÄR 2023

Economics & Finance
Perspectives

Autoren

Dr. Paul Berenberg-Gossler
p.berenberg-gossler@gdv.de

Dr. Jörg S. Haas
j.haas@gdv.de

Dr. Max Hanisch
m.hanisch@gdv.de

Executive Summary

Während die Stimmung in der Realwirtschaft im März vorsichtig optimistisch war und die meisten Forschungsinstitute ihre Konjunkturprognosen für 2023 anhoben, herrschte auf den Finanzmärkten Unruhe. Die Schieflage der Credit Suisse sorgte für Angst vor einem Domino-Effekt. Dieser scheint zwar im Bankensektor selbst auszubleiben; die Folgen für die Finanz- und Realwirtschaft dürften dennoch deutlich zu spüren sein. Trotz Beteuerungen: Die Europäische Zentralbank (EZB) steht zumindest implizit doch vor einem Zielkonflikt zwischen Finanzstabilität und Inflationsbekämpfung. Wir erwarten, dass die Entwicklung der (Kern-)Inflation und Antworten darauf in den nächsten Quartalen weiter in den Vordergrund rücken werden. Die Folge könnte ein höher als erwartetes Zinsniveau sein. Weitere schwerwiegende Probleme im Bankensektor halten wir aber derzeit für unwahrscheinlich.

GESAMTWIRTSCHAFT

Die Weltwirtschaft normalisiert sich

Die Aussichten für die Weltwirtschaft bessern sich.

In ihrer [aktuellen Prognose](#) erwartet die Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD), dass das globale BIP 2023 2,6 % höher liegen

Globale Lieferketten kehren zur Normalität zurück

Abb. 1 · Global Supply Chain Pressure Index, Standardabweichung vom langfristigen Mittelwert



○ Langfristiger Mittelwert

Quelle: New York Fed

wird als im Vorjahr. Damit läge das Wachstum zwar unter dem langfristigen Trend, aber 0,4 Prozentpunkte höher als noch im Herbst erwartet. Zum optimistischeren Blick ins Jahr 2023 tragen insbesondere deutlich heraufgestufte Wachstumserwartungen für die Vereinigten Staaten (+1,0 Prozentpunkte auf 1,5 %) und China (+0,7 Prozentpunkte auf 5,3 %) bei. Die Inflationsrate in den G20-Staaten soll von 8,1 % im vergangenen Jahr auf 5,9 % fallen.

Gleichzeitig ist die Liste der Faktoren, die den Aufschwung bremsen könnten, noch immer lang.

Die OECD nennt unter anderem den ungewissen Fortgang des Ukrainekriegs, aufgrund dessen die Energie- und Nahrungsmittelpreise wieder ansteigen könnten. Darüber hinaus sind die Folgen der geldpolitischen Straffung rund um die Welt schwer absehbar und könnten zu Verwerfungen führen – wie im März im Bankensektor geschehen (s. u.). Beispielsweise warnte der Internationale Währungsfonds (IWF) schon im Januar, das Risiko einer Schuldenkrise sei in 60 % der ärmsten Länder und einem Viertel der Schwellenländer hoch.

Die globalen Lieferketten kehren zur Normalität zurück.

Der [Global Supply Chain Pressure Index](#), der Informationen zu Frachtkosten und Lieferzeiten aggregiert, sank Ende Februar unter seinen langfristigen Mittelwert. Er hatte im Herbst 2021 einen Höchststand erreicht (Abb. 1). Besonders stark nahmen die Lieferzeiten im Euroraum ab.

Die Sanktionen der G7-Staaten gegen Russland haben bisher nicht zu einer dauerhaften Senkung des weltweiten Ölangebots geführt,

so eine neue [Analyse der Europäischen Zentralbank \(EZB\)](#). Damit wäre ein Ziel des sogenannten Preisdeckels erreicht, der russische Öleinnahmen verringern soll, ohne dabei zur Knappheit auf dem Weltmarkt für Öl beizutragen. Die Autoren warnen jedoch, dass manche Folgen erst mit zeitlicher Verzögerung eintreten. Auch könnte sich das russische Ölangebot verringern, wenn der Preisdeckel wie geplant weiter abgesenkt wird.

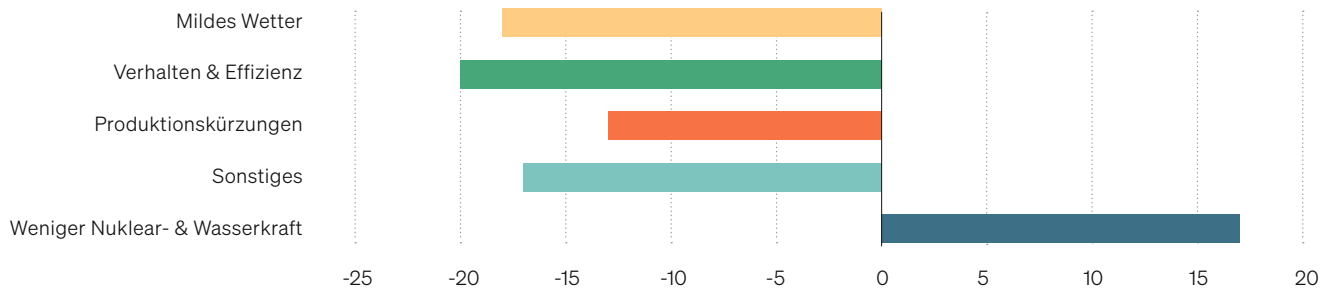
Europa optimistisch, doch die Gaskrise könnte zurückkehren

Die europäischen Gasspeicher füllen sich wieder und die Gefahr einer Gasmangellage ist für diesen Winter gebannt. Was erklärt diesen Erfolg?

Flüssiggasimporte und höhere Lieferungen aus Staaten wie Norwegen spielten eine wichtige Rolle auf der Angebotsseite. Gleichzeitig gelang es der EU, ihren Gasverbrauch 2022 um 13 % gegenüber dem Vorjahr zu reduzieren – so stark wie nie zuvor. Eine neue

Nicht nur mildes Wetter verhinderte die Gasmangellage

Abb. 2 · Veränderung des Gasverbrauchs 2022 ggü. Vorjahr, in Mrd. Kubikmetern



Quelle: Internationale Energieagentur, eigene Berechnungen

[Analyse der Internationalen Energieagentur](#) schätzt ab, welche Faktoren dazu beitrugen (Abb. 2). Der Energiesektor verbrauchte mehr Gas als im Vorjahr. Zwar trug der Ausbau der erneuerbaren Energie zu Einsparungen bei, doch wurde gleichzeitig deutlich mehr Gas zur Stromerzeugung verwendet, da Kern- und Wasserkraft schwächelten. Dagegen sank der Verbrauch im Industrie- und Gebäudesektor um 20 – 25 %. Dies war teilweise unvorhersehbare Faktoren wie dem milden Wetter zu verdanken, aber auch Effizienzgewinne, Verhaltensänderungen und Produktionsverlagerungen spielten eine wichtige Rolle. Das insgesamt positive Bild bedeutet allerdings nicht, dass die Gefahr einer Gaskrise im nächsten Winter gebannt ist. Anders als 2022 muss Europa dieses Jahr die Gasspeicher fast ohne russische Lieferungen füllen. Auch der Gasverbrauch könnte wieder ansteigen, beispielsweise aufgrund kälterer Temperaturen oder in Folge der aktuell relativ niedrigen Preise.

Die Stimmung im Euroraum ist weiterhin vorsichtig optimistisch. Der Produktmanagerindex (PMI) für die Gesamtwirtschaft stieg im März zum fünften Mal in Folge und liegt aktuell mit 54,1 Punkten deutlich über der Wachstumsschwelle von 50 Punkten. Dabei ist die Zuversicht für den Dienstleistungssektor jedoch größer als für das produzierende Gewerbe. Der Arbeitsmarkt ist nach wie vor robust. Die Arbeitslosenquote (ILO-Definition) lag im Februar saisonbereinigt bei 6,6 %, nahe ihres historischen Tiefstands. Die Europäische Zentralbank (EZB) hob ihre [BIP-Prognose](#) für 2023 gegenüber vergangenem Dezember um einen halben Prozentpunkt an und erwartet nun 1,0 % Wachstum sowie 1,6 % im Jahr 2024.

Die Inflationsrate im Euroraum sank im März deutlich von 8,5 % auf 6,9 % gegenüber dem Vorjahr (vorläufig). Diese Entwicklung war weithin erwartet worden, da die erste Welle starker Preissteigerungen nach Russlands Invasion der Ukraine nun aus

der Berechnung zu fallen beginnt. Die für die mittelfristige Inflation wichtige Kernrate ohne Energie und Nahrungsmittel stieg jedoch leicht auf 7,5 % und lag damit über der Steigerungsrate des Hauptindex. Besonders eindrücklich ist dies in Spanien der Fall, wo der gesamte harmonisierte Verbraucherpreisindex nur um 3,1 % anstieg, die Kerninflationsrate aber 7,5 % betrug. Vor der Veröffentlichung der Daten erwartete die EZB, 2024 ihr Inflationsziel von 2 % erreichen zu können. Die Prognose der OECD ging dagegen von 3 % aus.

Deutschland sieht etwas optimistischer in die Zukunft

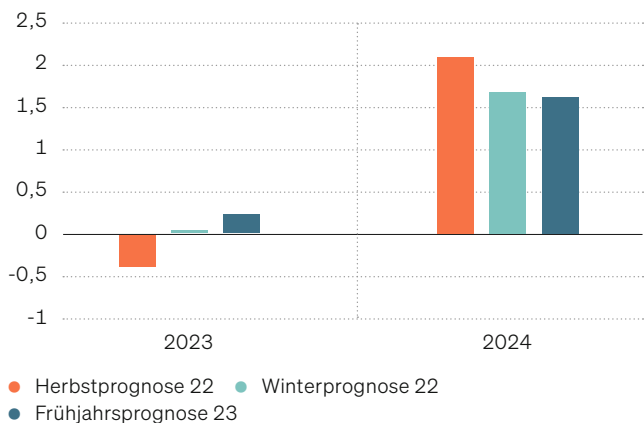
Die Frühjahrsprognosen der deutschen Wirtschaftsforschungsinstitute sehen für 2023 eine Stagnation der deutschen Wirtschaftsleistung voraus. Im Einzelnen reichen die Prognosen von -0,1 % (ifo-Institut) bis 0,5 % (IfW Kiel). Insbesondere zur Frage, ob die deutsche Wirtschaft im aktuellen Quartal zum zweiten Mal in Folge schrumpfen wird, gehen die Meinungen auseinander. Im Vergleich zu früheren Prognosen setzt sich damit der Trend fort, dass die Wachstumserwartungen für 2023 vorsichtig ansteigen, aber für 2024 eher zurückgehen (Abb. 3).

Die Sparquote dürfte 2023 weiter sinken. Der [Sachverständigenrat Wirtschaft](#) prognostiziert einen Rückgang auf 9,5 %, nach 11,4 % im Vorjahr. Das würde den Konsum stützen, der ansonsten von anhaltenden Reallohnverlusten geschwächt wird. Im März fielen die Einzelhandelsumsätze preisbereinigt um 7,1 %, was schon den fünften Rückgang in Folge darstellt.

Die deutsche Inflationsrate ist im März um 1,3 Prozentpunkte auf 7,4 % gefallen (VPI, Werte vorläufig). Wie auch im Euroraum spielten Basiseffekte eine Rolle. Die Verbraucherpreise folgten damit vorlaufenden Indikatoren wie Import- und Erzeugerpreisen, deren Steigerungsraten bereits seit Ende letzten Jahres

Die Wachstumsprognosen sind optimistischer geworden

Abb. 3 · Durchschnittliches erwartetes BIP-Wachstum in Deutschland nach Veröffentlichungsdatum der Prognose in %



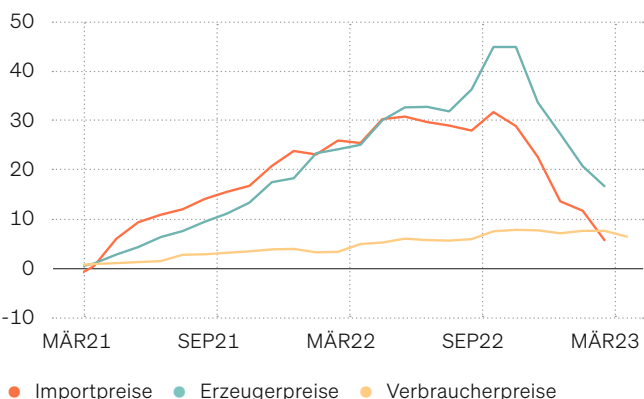
Anmerkung: Ungewichteter Mittelwert der BIP-Prognosen von ifo-Institut, IfW Kiel, IWH Halle und RWI Essen. Die Frühjahrsprognose beinhaltet auch Zahlen des SVR Wirtschaft.

Quelle: ifo-Institut, IfW Kiel, IWH Halle, RWI Essen, SVR Wirtschaft, eigene Berechnungen

kräftig zurückgehen (Abb. 4). Gleichzeitig warnen die Frühjahrsprognosen jedoch, dass die Inflation noch länger deutlich erhöht bleiben wird, mit Steigerungen von 5–7% im Jahr 2023 und 2–3 % im Jahr 2024. Eine weitverbreitete Sorge ist, dass Lohnabschlüsse sowie Gewinnausweitungen der Firmen noch länger Druck auf die Preise ausüben könnten. Auch bei Privatpersonen sind die Inflationserwartungen weiterhin hoch, wie [eine Umfrage der Bundesbank](#) zeigt. In den nächsten 12 Monaten erwarteten sie im März durchschnittlich eine Inflationsrate von 7 % (Median), was allerdings unter dem Höhepunkt von 9 % im September liegt.

Wie schnell folgen die Verbraucherpreise den vorlaufenden Indikatoren?

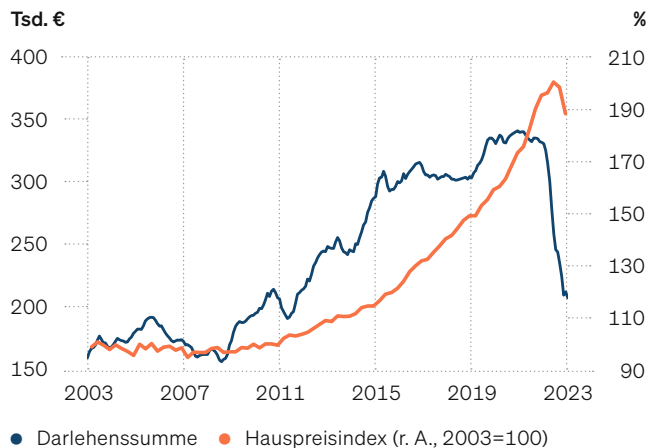
Abb. 4 · Preisentwicklung, in % ggü. Vorjahr



Quelle: Refinitiv Datastream, eigene Berechnungen

Eine monatliche Rate von 1000 € ermöglichte bis 2021 immer höhere Darlehen

Abb. 5 · Immobilienpreisentwicklung und mögliches Annuitätendarlehen für 1000 € mtl. Rate



Die Modellrechnung nimmt an: Höchstlaufzeit des Darlehens von 35 Jahren; anfängliche Tilgungsrate von mindestens 2 %; von der Bundesbank ausgewiesene Durchschnittszins für neue Wohnbaukredite im jeweiligen Monat.

Quelle: GDV Economics and Finance Flash 2023/04

Hohe Inflationsraten und die daraus folgenden Zins-erhöhungen haben Darlehen für den Immobilienkauf deutlich erschwert, wie eine Beispielrechnung verdeutlicht ([GDV Economics and Finance Flash 2023/04](#)). Das Darlehensvolumen, das man für eine gleichbleibende monatliche Rate erhält, stieg zwischen 2009 und 2021 um fast 100 % an. In den letzten zwölf Monaten fiel der Wert dann deutlich ab (Abb. 5).

Dennoch besserte sich die Stimmung in der deutschen Wirtschaft im März weiter. Der ifo-Geschäftsklimaindex stieg überraschend stark und liegt nun bei 93 Punkten. Der Produktmanagerindex setzte seine Erholung ebenfalls fort und liegt mit 52,6 Punkten über der Wachstumsschwelle. Auch aus Verbrauchersicht hat sich die Situation im März etwas verbessert; das GfK-Konsumklima stieg leicht auf -29,5 Punkte an. Damit liegt es allerdings im historischen Vergleich noch immer auf sehr niedrigem Niveau.

FINANZMÄRKTE

Volatilität an den Bondmärkten

Die Finanzmärkte hatten im März einiges zu verkraften. Der Kollaps der US-amerikanischen Regionalbanken Silicon Valley Bank (SVB) und Signature Bank löste weltweit Sorgen vor Bankruns und einem möglichen Zusammenbruch des Bankensystems aus. Die SVB, die sich auf Kredite im Bereich Wagniskapital („Venture Capital“) spezialisiert hat, sah sich mit einem

plötzlichen Abzug von Einlagen in großem Umfang konfrontiert. Das unsichere konjunkturelle Umfeld hatte die Aussichten dieser besonders riskanten Geschäftsfelder deutlich eingetrübt. Da die Einlagen nur zu einem Teil liquide vorgehalten und zu einem größeren Teil in Staatsanleihen investiert waren, musste die SVB diese aus ihrem Bestand verkaufen. Das Problem: Die meisten dieser Anleihen hatten im Zuge der Zinserhöhungen der Fed bedeutend an Wert verloren. Es entstand die Sorge, dass nicht alle Forderungen der Kunden bedient werden könnten, was zu einem Run auf die Einlagen der SVB und höherem Misstrauen gegenüber anderen Banken führte. Eine erst 2018 unter der US-Vorgänger-Regierung gelockerte Regulierung (für Banken mit Aktiva von unter 250 Mrd. USD) ermöglichte es der SVB, derart hohe Risiken einzugehen, ohne sie durch andere Finanzprodukte abzusichern. Schnell übernahm die US-amerikanische Einlagenversicherungsgesellschaft FDIC (für ‚Federal Deposit Insurance Corporation‘) die Kontrolle und sprach ausnahmsweise eine Garantie für sämtliche Einlagen der SVB aus; die standardmäßig garantierte Höhe der Einlagen beträgt in den USA sonst 250.000 USD. Gleichzeitig schuf die Fed das ‚Bank Term Funding Program‘ (BTFP), welches Banken ermöglicht, Kredite aufzunehmen, bei denen die als Sicherheit hinterlegten Staatsanleihen zum Nennwert, und nicht zum aktuellen Marktpreis, bewertet werden. Diese Schritte sollten unmittelbar den Abzug von Kundengeldern bei kleineren Banken verhindern. Zudem sollte die Versicherung den Bankensektor stabilisieren und die Wahrscheinlichkeit weiterer Bankzusammenbrüche verringern.

Sorgen breiteten sich trotzdem aus

Nur Tage später hatte die Krise dennoch Europa erreicht, als die Credit Suisse in noch stärkere Schiefelage geriet. Die Credit Suisse hatte in der Vergangenheit bereits wiederholt für negative Schlagzeilen gesorgt. Allein im Jahr 2022 hatte sie 7,3 Milliarden CHF Verlust vermeldet. Zusätzlich stand sie auch seit längerem kontinuierlichen Abzug von Einlagen gegenüber. Ein Interview mit dem Präsident der Großaktionärs Saudi National Bank, verstärkte aber den Vertrauensverlust in die Bank noch zusätzlich. Dort sagte Ammar Al Khudairy, sein Institut könne aus aufsichtsrechtlichen Gründen kein weiteres Geld in die Credit Suisse nachschießen.¹ Der spätere Zusatz, dies sei auch nicht nötig, kam zu spät: Die Aussagen hatten bereits für Angst vor Liquiditätsengpässen gesorgt; Kunden begannen, in noch größerem Umfang ihre Einlagen

abzuziehen, der Aktienkurs brach ein. Innerhalb eines Wochenendes fädelte daraufhin die Schweizerische Nationalbank die Übernahme durch den Konkurrenten USB ein.

Die Folgen gehen über den Bankensektor hinaus Weitere Bankenschieflagen sind bisher ausgeblieben, die Folgen treten an anderer Stelle zutage:

Im Zuge der Übernahme durch die UBS erklärte die Schweizer Finanzmarktaufsicht FINMA die von der Credit Suisse begebenen Additional-Tier-1-Anleihen (AT1-Anleihen) über insgesamt rund 16 Milliarden Schweizer Franken für wertlos. Diese konvertierbaren Kapitalinstrumente wurden aufgrund der Erfahrungen aus der Weltfinanzkrise eingeführt, um durch Umwandlung in Aktien oder durch Abschreibung Verluste aufzufangen, sobald das Kapital der emittierenden Bank unter ein bestimmtes Niveau fällt. Auch wenn die Europäische Bankenaufsichtsbehörde EBA schnell darauf hinwies, dass im Euroraum – anders als in der Schweiz gehandhabt – zunächst das vorhandene Eigenkapital haftet und erst dann Abschreibungen auf AT1-Anleihen vorzunehmen sind, sorgte die Entscheidung für eine deutliche Neubewertung anderer AT1-Anleihen. Für den europäischen Markt wird das AT1-Anleihevolumen immerhin auf 250 bis 275 Milliarden Euro beziffert. Die Ausgabe neuer Anleihen könnte für Banken auf absehbare Zeit daher teuer werden.

Eine weitere Folge der Verwerfungen ist, dass Kunden ihre Einlagen von kleinen Banken abziehen und sie entweder bei großen Banken einlegen; ihnen werden aufgrund der engeren Regulierung – Stichwort Too Big to Fail – eine höhere Sicherheit und Stabilität zugetraut. Oder sie investieren ihr Vermögen in Geldmarktfonds, die aufgrund der gestiegenen Zinsen zunehmend attraktive Renditen bieten. Dieser Teil des Vermögens verlässt also den Bankensektor, verringert die Möglichkeit der Kreditvergabe und sorgt im schlechtesten Fall für mehr Liquiditätsknappheit.

Die Ereignisse werfen daher die berechtigte Frage auf, wie gut es um das globale Bankensystem, die Finanzstabilität und die Gefahr von Ansteckungseffekten der Realwirtschaft bestellt ist. Die Aufsichtsbehörden warnen seit Jahren vor den möglichen Folgen schnell und stark steigender Zinsen.

Zentralbanken müssen Antworten finden

Als erste der großen Zentralbanken kam die EZB in die schwierige Situation, Finanzstabilität und Inflationsbekämpfung unter einen Hut bringen zu müssen. Ihre planmäßige März-Sitzung fand nur wenige Tage nach der Übernahme der SVB statt. Im Zuge der

¹ Bloomberg Television, 15. März 2023. [“Top Credit Suisse Shareholder Rules Out Increasing Stake”](#). Der genaue Wortlaut war: “The answer is absolutely not, for many reasons outside the simplest reason which is regulatory and statutory”.

Bankenkrise waren prompt Spekulationen aufgekommen, ob die vorab kommunizierte Zinserhöhung um 50 Basispunkte heruntergeschraubt oder gänzlich ausgesetzt werden könnte, um die Finanzstabilität nicht zusätzlich zu gefährden. Die EZB blieb jedoch bei ihrem Vorhaben und schraubte den Leitzins auf nun 3,5 %. Christine Lagarde betonte, dass Inflationsbekämpfung einerseits und die Wahrung der Finanzstabilität andererseits kein Widerspruch sei; für beide Ziele gebe es die entsprechenden Mechanismen, die separat voneinander genutzt werden könnten. Zumindest rechtlich gibt es keinen Zielkonflikt: Die EZB-Statuten sagen klar, dass das Mandat der Finanzstabilität dem der Preisstabilität an Wichtigkeit nachgereiht ist.

Während mittels Zinserhöhungen weiter der in den vergangenen Monaten wieder steigenden Kerninflationrate im Euroraum entgegengewirkt werden soll, steht bei unerwarteten Mittelabflüssen im Bankensektor die Notfall-Liquiditätshilfe ELA (kurz für ‚Emergency Liquidity Assistance‘) bereit. Ähnlich dem nun neu geschaffenen BTFP in den USA ist die ELA ein Instrument zur Gewährung von Liquidität in besonderen Situationen an eine oder mehrere Geschäftsbanken durch eine nationale Zentralbank. Sie entscheiden, welche Sicherheiten für die gewährten Liquiditätshilfen akzeptiert werden. Tatsächlich haben Banken diese Möglichkeit zuletzt verstärkt in Anspruch genommen: Die gewährten Hilfen stiegen um rd. 5 Mrd. Euro auf zuletzt insgesamt 45 Mrd. Euro; dieser Wert liegt unter dem zur Zeit der Corona-Pandemie (März 2020: 49,1 Mrd. Euro) und weit unter den rd. 250 Mrd. Euro, die während der Krise des Euroraums 2012 in Anspruch genommen wurden (Abb. 6). Auch ohne eine gemeinsame Einlagensicherung, die erst bei einer Vollendung der europäischen Bankenunion möglich wäre, scheint die größte Bankenkrise seit der Globalen Finanzkrise von 2008 für den Moment unter Kontrolle.

ELAs steigen, aber von niedrigem Niveau

Abb. 6 · Gewährte ELA-Mittel im Euroraum, in Mrd. Euro



Quelle: Datastream, eigene Berechnungen

Fed schwimmt im gleichen Fahrwasser

Im Vorfeld der eine Woche später turnusmäßig anstehenden Sitzung der Fed war die Lage etwas unklarer. Seit Wochen hatte Jerome Powell betont, dass weitere Zinserhöhungen nötig seien und dieses Jahr nicht mit Zinssenkungen zu rechnen sei. Er sah sich dazu gedrungen, denn die Bondmärkte hatten genau das Gegenteil eingepreist. Nach überraschend starken Arbeitsmarkt- und hartnäckigen Inflationszahlen zu Monatsbeginn waren die Märkte dann schlussendlich doch auf seinen Kurs eingeschwenkt und preisten sogar höhere Zinsschritte ein: Anstatt der avisierten Zinserhöhung um 25 Basispunkte wurde plötzlich der Möglichkeit eines doppelten Zinsschritts im März eine substanzielle Wahrscheinlichkeit zugebilligt.

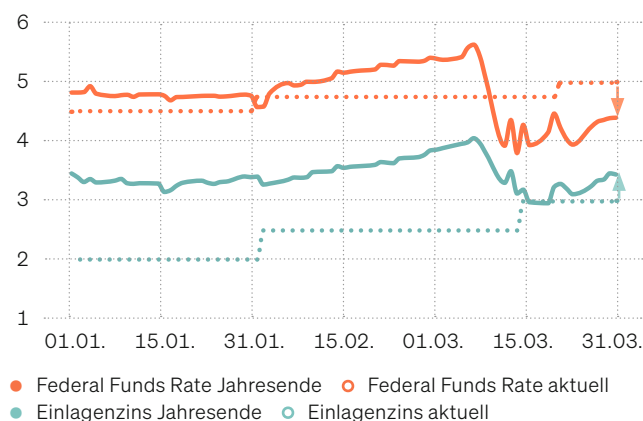
Mit dem Zusammenbruch der SVB fiel diese Erwartungshaltung aber wieder in sich zusammen; selbst der einzelne Zinsschritt schien mehr sicher. Ähnlich wie die EZB blieb dann aber auch die Fed bei ihrem ursprünglichen Vorhaben und hob die Zinsen um 25 Basispunkte auf nun 5,0 % an; auch, um nicht durch ein Aussetzen des Zinserhöhungszyklus eine allzu große Sorge um die Stabilität des US-Bankensystems zu signalisieren.

Zinserhöhungsfantasien sind dahin

Von dieser Entwicklung konnten sich die Bondmärkte bis Ende des Monats nicht erholen. Die Erwartung in den USA an die Höhe des Leitzinses zum Jahresende ist von knapp 6 % vor dem SVB-Zusammenbruch gefallen auf zuletzt 4,3 % und damit unter das aktuelle Zinsniveau von 5 %; es werden also wieder

Zinserwartungen für das Jahresende auf dem Rückzug

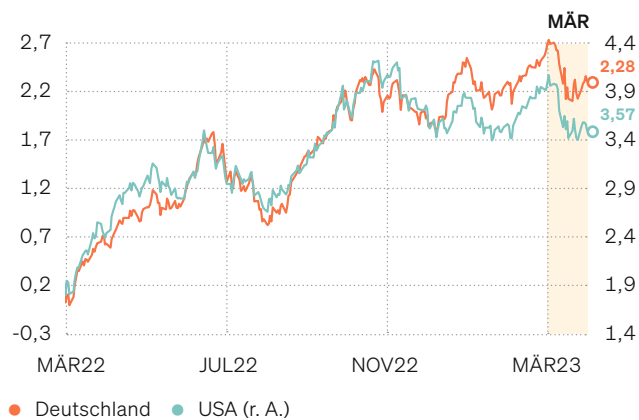
Abb. 7 · Marktimplizite Zinsänderungserwartung, basierend auf Onia Forwards Swaps, und Zinssätze aktuell (beide in Basispunkten)



Quelle: Datastream, eigene Berechnungen

Auf und Ab bei Staatsanleiherenditen

Abb. 8 · Renditen zehnjähriger Staatsanleihen, in %



Quelle: Datastream, eigene Berechnungen

Zinssenkungen eingepreist. Auch im Euroraum sind die Erwartungen an den Höchstzins gesunken, aber sie liegen mit zuletzt ca. 3,3 % immer noch über dem aktuellen Niveau (Abb. 7).

Die gesunkenen Zinserwartungen sind auch deutlich in den Renditen zehnjähriger Staatsanleihen reflektiert: Anfang März hatten sie in Deutschland noch bei 2,7 % und in den USA bei rd. 4 % gestanden; mit Ausbruch der Finanzmarktspannungen ging es in Deutschland um 70, in den USA um 60 Basispunkte bergab. Dahinter steckt auch die Abkehr von Bankenanleihen, deren Mittel stattdessen in für sicher gehaltene Staatsanleihen flossen. Den Monat beendet die Bundesanleihe mit einer Rendite von 2,3 % (10-Jahre-Treasuries: 3,5 %, Abb. 8).

Auch die Zwei-Jahres-Renditen deutscher und US-amerikanischer Staatsanleihen, die die Erwartungen an die Geldpolitik widerspiegeln, fielen ab: In Deutschland um 100 Basispunkte auf 2,3 %, in den USA um ganze 120 Basispunkte von 5 % auf knapp 3,8 %. Die Neubewertung reflektiert die Erwartung deutlich weniger Zinserhöhungen. In der Folge halbierte sich die Renditedifferenz zwischen Staatstiteln zehnjähriger und zweijähriger Anleihen auf -30 Basispunkte in Deutschland und -50 Basispunkte in den USA.

Unerwartete Schützenhilfe bei der Inflationsbekämpfung

Warum sollten die Zinsen weniger stark steigen, wenn doch die Zentralbanken auf andere Mittel verweisen, um die Finanzstabilität zu gewähren? Die Schieflage im Bankensektor verschärfen, wie oben beschrieben, die Finanzkonditionen, indem sie die Kreditvergabemöglichkeiten der Banken einschränken.

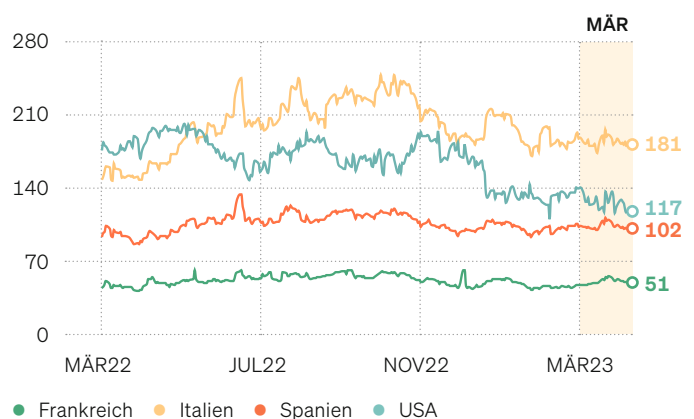
Der daraus resultierende dämpfende Effekt auf die Konjunktur – und die Inflation, so die Rechnung – übernimmt die Arbeit, die sonst weitere Zinserhöhungen verrichten müssen. Es ist eine gewagte Wette. Die Zentralbanken haben den Grundton ihrer Kommunikation jedenfalls entschärft und Hinweise, dass „weitere Zinserhöhungen nötig seien“, gestrichen. Stattdessen verweisen sie deutlicher auf die Datenabhängigkeit ihrer nächsten Schritte. Damit kommt den volkswirtschaftlichen Daten und – einmal mehr – der Inflationsentwicklung wieder eine größere Rolle zu. Denn allen Beteuerungen zum Trotz, dass es keinen Trade-Off zwischen Inflationsbekämpfung und Finanzstabilität gebe: Sollte die Bankenkrise weitere Kreise ziehen, bei gleichzeitig hartnäckigen Inflationsraten, ist es kaum vorstellbar, dass die Zinsen unbeirrt weiter steigen. Immerhin sind sie teilweise auch Mitauslöser der jüngsten Unruhen im Bankensektor. Zu diesem Zielkonflikt kommt es aber möglicherweise gar nicht, denn allein aufgrund von Basiseffekten dürften die nächsten Inflationsdaten niedriger ausfallen. Wenn die Folgen der Bankenkrise in die gleiche Richtung wirken, könnten die Bondmärkte mit ihren gesenkten Erwartungen Recht behalten.

Renditen der Euronachbarn stabil

Ein Symptom im Euroraum, das in der Vergangenheit bei Krisen jeglicher Art schnell ausgeschlagen hat, sind größere Renditeabstände der deutschen Euronachbarn gegenüber der Bundesanleihe. An dieser Front ist es im März hingegen relativ ruhig geblieben. Die Risikoaufschläge beenden den März auf den Niveaus vom Monatsanfang (Abb. 9). Der bisher in Europa einzig offen zu Tage getretene Brandherd im Bankensektor liegt außerhalb des Euroraums, so dass zunächst kein einzelnes Mitglied der Währungsunion

Risikoaufschläge trotz Schieflage im Bankensektor

Abb. 9 · Renditen zehnjähriger Staatsanleihen, in %



Quelle: Datastream, eigene Berechnungen

in den Mittelpunkt trat. Effekte wie bei der SVB dürften nicht auftreten. Sie hielt 70 % ihrer Einlagen in Anleihen und Veräußerungsverluste hatten sie in die Insolvenz geführt. Europäische Banken investierten dagegen lediglich 20 % ihrer Kundeneinlagen in Anleihen, wobei ein signifikanter Teil der zinsbedingten Bewertungsverluste bereits verbucht wurde. Darüber hinaus schätzt Bloomberg die durchschnittliche Liquiditätsdeckungsquote im Euroraum auf 150 % – 50 Prozentpunkte über der Mindestanforderung und rund 30 Prozentpunkte höher als in den USA. Die Kennzahl gibt das Verhältnis von hochliquiden Vermögenswerten im Vergleich zu allen Zahlungsverpflichtungen an, die während eines 30-tägigen Stressszenarios anfallen würden. Damit scheinen die europäischen Banken gegen kurzfristige Liquiditätsengpässe gut gewappnet – auch ohne die gleichzeitig bereitstehenden Hilfen der Aufsichtsbehörden.

Auf den Kreditmärkten sorgten die Ereignisse hingegen eher für Stress. Die Renditeaufschläge gegenüber Staatsanleihen stiegen rasant an, sowohl im High Grade als auch im Investment Bereich (Abb. 13 im Anhang). Hier spiegeln sich deutlich die Sorgen vor Ansteckungseffekten zwischen Finanz- und Realwirtschaft wider.

Aktienmärkte erholen sich schnell

Auch an den Börsen machte sich Nervosität breit. Wenig überraschend waren es Finanz- und insbesondere Bankentitel, die am stärksten einknickten. Die Wertentwicklung des Europäischen Banksektors, gemessen am STOXX Europe 600 Banks, gab um 15 % nach (Abbildung 12 im Anhang). Der breite Markt hingegen verlor nur knapp 5 % (DAX) bzw. gut 3 % (S&P 500, Abb. 10).

Nachdem der erste Schrecken überwunden war und sich die Annahme durchsetzte, dass die betroffenen

Börsen fokussieren sich aufs Positive

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



Quelle: Datastream, eigene Berechnungen

Banken nicht der Beginn eines Dominoeffekts sein könnten, rückten stattdessen die aus Börsen-Sicht positiven Begleiterscheinungen in den Fokus: Niedrigere Anleiherenditen und weniger Zinserhöhungen als zuvor angenommen. So notiert der Dax mit rd. 15.600 Punkten so hoch wie zu Monatsbeginn (YTD: +11,2%), der S&P 500 mit rd. 4.100 Punkten sogar leicht darüber (YTD: +7,5%).

Bewertungsseitig befindet sich vor allem der S&P 500 weiter auf einem hohen Niveau, welches dem momentanen Inflationsszenario kaum entspricht. Der historische Durchschnitt des künftigen KGVS („forward P/E“) seit 1990 liegt, Rezessionen ausgenommen, bei 16,4. Wenn die Inflationsrate im Bereich 0–2 % lag, betrug das durchschnittliche forward P/E dabei 17,1; bei 2–3 % Inflation ca. 16; und wenn die Inflation über 4 % lag, lag der Durchschnitt bei 15,3. Derzeit liegt das forward P/E bei 17,5 (Tab. 1). Die Aktienmärkte antizipieren also,

S&P 500 weiter sportlich bewertet

Tabelle 1 · KGVs und KBVs ausgewählter Aktienindizes

	Aktuell	Monatsbeginn	Δ YTD (%)	10J Median	Abstand zu 10J Median (%)	Zukünftiges KGV	Aktuell	Monatsbeginn	Δ YTD (%)	10J Median	Abstand zu 10J Median (%)	
	Kurs-Gewinn-Verhältnis						Kurs-Buchwert-Verhältnis					
DAX	13,5	13,3	4,3	15,0	-10,5	11,2	1,3	1,7	-12,99	1,62	-20,2	
S&P 500	22,1	21,6	10,5	20,0	10,5	17,5	3,6	3,9	-4,15	3,14	14,5	
CAC 40	16,8	14,1	35,9	17,7	-5,2	11,9	1,8	1,8	4,51	1,51	18,2	
IBEX 35	12,9	12,1	22,2	14,3	-10,0	11,1	1,2	1,3	0,32	1,32	-5,5	
FTSE 100	11,5	15,3	-32,1	18,7	-38,2	10,2	1,6	1,7	-1,80	1,73	-5,5	
FTSE MIB	8,3	9,7	0,6	12,9	-35,6	8,6	1,4	1,4	0,80	1,22	13,5	
STOXX Europe 600	15,4	15,4	17,0	18,6	-16,9	12,3	1,8	1,9	-0,84	1,78	-0,2	

Anmerkung: Das „Zukünftige KGV“ entspricht dem heutigen Kurs gemessen an den erwarteten Gewinnen der nächsten zwölf Monate („forward p/e ratio“).

Quelle: Datastream, eigene Berechnungen

dass die Inflation bis Jahresende wieder zu ihrem Zielwert zurückkehren wird; ein Szenario, dass weder die Fed noch irgendeine andere seriöse Institution derzeit prognostiziert. Gemessen am historischen Verlauf warten also an der ein oder anderen Stelle (Bewertungen oder Inflation) noch Überraschungen.

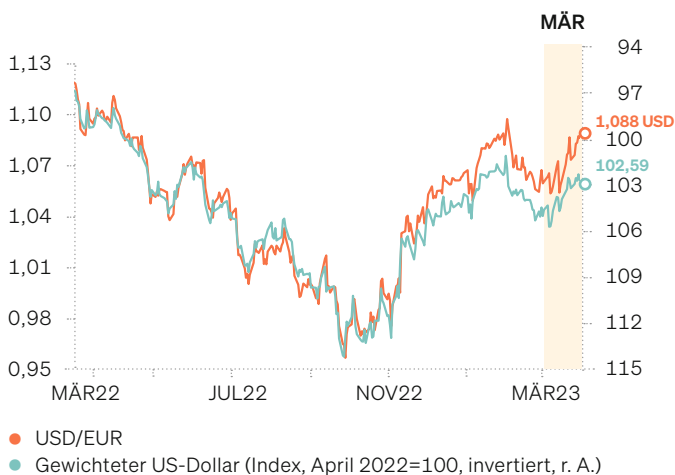
Euro als Profiteur der Krise

Gedämpfte Zinserwartungen für die USA haben den US-Dollar abwerten lassen. Mit Auspreisen weiterer Zinserhöhungen und zunehmendem Fokus auf Zinssenkungen gegen Ende des Jahres verliert der Dollar an Halt. Das strenger regulierte Bankensystem im Euroraum steht angesichts der jüngsten Schiefelage im Bankensektor stabiler dar als das US-amerikanische, zumal das Epizentrum auf der anderen Seite des Atlantiks lag. Umgekehrt hat der Euro zugelegt, um knapp 3 % seit Bekanntwerden der Probleme bei der SVB (Abb. 11).

Diese Entwicklung ist jedoch nicht die einzig denkbare: Steigende Unsicherheit sorgt meist auch für höhere Nachfrage nach dem US-Dollar und damit eher für Aufwertungsdruck. Und so schwankte das Währungspaar USD/EUR in den Tagen rund um die Probleme bei SVB und Credit Suisse auch deutlich, ohne klare Richtung. Erst nachdem sich der Rauch gelichtet hatte und die akute Gefahr eines Domino-Effekts gebannt schien, konnte der Euro profitieren.

Der Dollar lässt Federn

Abb. 11 · Wechselkurse ausgewählter Währungen ggü. dem Euro



Quelle: Datastream, eigene Berechnungen

AUSBLICK

Wir erwarten, dass die Normalisierung der Weltwirtschaft weiter voranschreitet. Die Auslandsnachfrage aus China dürfte wieder anziehen, die Wachstumserwartungen für die USA haben sich leicht verbessert und die Stimmung in Europa ist weiterhin vorsichtig optimistisch. Der letzte Monat hatte es aber mit Bank Runs in den USA (SVB, Signature Bank) und der notgedrungenen Übernahme der Credit Suisse in sich.

Wir rechnen weiterhin mit einer schrittweisen Entspannung an der Gesamtinflationfront. Die neuesten Inflationzahlen zeigen mit einem starken Rückgang der allgemeinen Teuerungsrate, wohin der Trend geht.

Die weiterhin sehr hohe Kerninflation (ohne Nahrungsmittel und Energie) **bereitet uns aber Grund zur Sorge.** Direkt hat die Kerninflation laut Mandat keine Relevanz für die EZB. Indirekt jedoch schon: Die hohen Teuerungsraten von Nahrungs- und Energiepreisen waren hauptsächlich angebotsgetrieben; sie waren die Folge von Lieferkettenproblemen und dem russischen Angriffskrieg gegen die Ukraine. Diese Faktoren werden zumindest teilweise im Laufe der Zeit verblasen. So wurde Energie in den letzten Monaten deutlich billiger und trug im März zur Verringerung der Gesamtinflation bei. Zwar haben Nahrungsmittelpreise nochmals deutlich zugelegt, wir sind aber zuversichtlich, dass sich diese global längerfristig entspannen. Die weiterhin hohe Kerninflation könnte aber auch ein erstes Anzeichen für ein anderes Phänomen sein: Der Euroraum wird den USA immer ähnlicher, was die Zusammensetzung der Preissteigerungen angeht. Es gibt mittlerweile Anzeichen, dass sich eine von der Nachfrageseite getriebene Inflation in Europa festsetzen könnte. Dabei ist das Risiko einer sich selbst verstärkenden Dynamik höher.

Der Kanal? Eine mögliche Lohn-Preis-Spirale, also höhere Inflationzahlen, die von Lohnerhöhungen der Arbeitnehmerseite getrieben sind, ist nur eine Seite der Medaille. Wir sehen diese Spirale derzeit noch nicht. Die jüngsten Tarifforderungen der Arbeitnehmerseite machen ein Eintreten dieses Szenarios aber möglich. Die andere, derzeit viel diskutierte Seite der Medaille: Analysen der [EZB](#) und des [ifo-Instituts](#) zeigen, dass einige Unternehmen offenbar nicht nur höhere Beschaffungskosten weitergegeben, sondern angesichts der ohnehin hohen Preissteigerungen auch ihre Gewinnmargen erhöht haben. Die EZB dürfte die Zinsen in den nächsten Monaten zwar langsamer erhöhen als bisher, angesichts der hohen Kerninflationzahlen erwarten

wir allerdings ein höheres Zinsniveau als ursprünglich von den Märkten eingepreist.

Wir sehen deswegen zumindest implizit einen Zielkonflikt zwischen Finanzmarktstabilität und Inflationsbekämpfung, trotz Tinbergen-Regel² und Beteuerungen der EZB, weiterhin bestehen. Wir denken aber nicht, dass sich dieses Dilemma materialisiert, da wir den europäischen Bankensektor derzeit für stabil halten.

Wir erwarten daher, dass nicht die Finanzstabilität, sondern die Entwicklung der Kerninflation das wichtigere Thema der nächsten Quartale wird. Die Schieflage im Bankensektor war nur ein Schreckmoment, auch wenn dessen Auswirkungen (Schlechterstellung der AT1-Anleihen gegenüber Aktien) noch länger zu spüren sein werden.

Zwei Szenarien zur weiteren Entwicklung sind denkbar:

1. Der Markt behält letztendlich Recht: Die Kerninflation folgt der Gesamtinflation, es dauert nur etwas länger als ursprünglich erwartet. Nachfragegetriebene Inflation geht gemeinsam mit angebotsgetriebener Inflation in den nächsten Monaten schrittweise zurück bzw. kommt gar nicht richtig auf. Die EZB kann ihre Zinserhöhungen mit zwei kleineren Schritten drosseln und danach konstant halten.

2. Die Kerninflation bleibt weiterhin hoch, da es starke Zweitrundeneffekte gibt. Firmen erhöhen ihre Preise und Gewerkschaften erreichen höhere Löhne. Die Gesamtinflationsrate fluktuiert um eine erhöhte Kerninflationsrate. Die EZB ist gezwungen, länger als ursprünglich geplant gegenzusteuern. Gleichzeitig hat die EZB bereits in Rekordtempo Zinserhöhungen durchgeführt. Diese führen zu stillen Lasten, drücken auf die Kreditvergabe der Banken und auf die Immobilienmärkte. Eine Korrektur am Aktienmarkt wird noch wahrscheinlicher. Finanzstabilität könnte in diesem Szenario wieder ein Thema werden.

In beiden Szenarien gibt es eine zusätzliche Risikokomponente. Höhere Zinsen erreichen die Gesamtwirtschaft mit einer Zeitverzögerung. Es besteht also die Möglichkeit, dass der Effekt des schnellen Zinsanstiegs zu spät wirkt und über das Ziel hinausschießt.

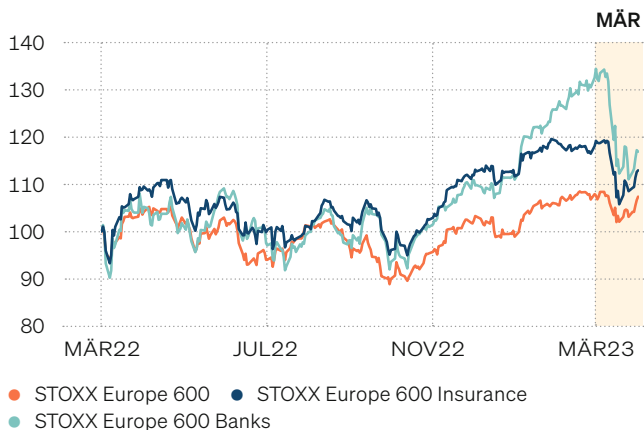
Im Moment sehen wir Szenario 1 als wahrscheinlicher an. Ob das Negativszenario 2 eintritt, hängt maßgeblich von den Erfolgen der Politik und Sozialpartner bei der Eindämmung des Preisdrucks durch gestiegene Löhne und Gewinne ab. Dabei handelt es sich um einen klassischen Verteilungskonflikt; dementsprechend schwierig wird er sich gestalten. Scheitert eine kooperative Lösung, wird die EZB als Wächterin der Preisstabilität in letzter Instanz einschreiten. Die Kollateralschäden sind in einem solchen Fall jedoch potenziell hoch.

² Das Tinbergen-Modell bzw. Regel besagt, dass jedes wirtschaftspolitische Ziel mindestens ein linear unabhängiges Instrument benötigt. Das hieße in diesem Fall, dass die EZB-Preisstabilität mit einem und Finanzstabilität mit einem anderen Instrument behandeln kann. Instrumente für beide gibt es theoretisch genug.

Anhang

Aktienindizes europäischer Versicherer und Banken

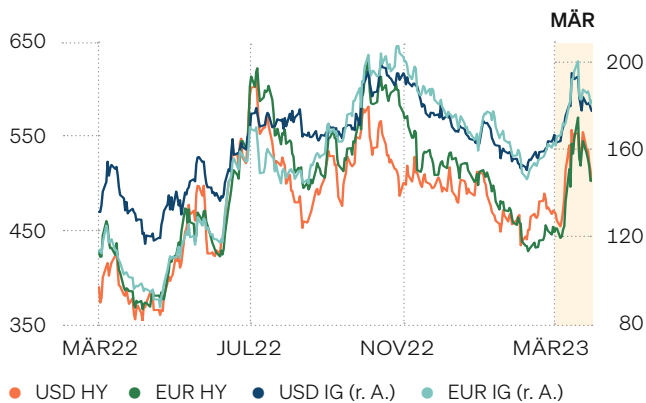
Abb. 12 · inkl. Dividenden, in €, beide: 1. März 2022=100



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

Tabelle 2 · Die wirtschaftliche Situation im Euroraum

	Inflation, % ggü. Vorjahresmonat		BIP, % ggü. Vorquartal		BIP, % ggü. Q4 2019	
	MÄR 2023	FEB 2023	Q4 2022	Q3 2022	Q4 2022	Q3 2022
Euroraum	6,9	8,5	0,1	0,3	2,4	2,3
Deutschland	7,8	9,3	-0,4	0,5	0,0	0,4
Frankreich	6,6	7,3	0,1	0,2	1,2	1,1
Italien	8,2	9,8	-0,1	0,5	1,8	1,9
Spanien	3,1	6,0	0,2	0,2	-0,9	-1,1

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

Quelle: Refinitiv Datastream, eigene Berechnungen

Tabelle 3 · Total Return ausgewählter Indizes

	2018	2019	2020	2021	2022	28. FEB 23 (YTD)	31. MÄR 23 (YTD)	Rendite aktuell
Staatsanleihen								
USA	0,8%	7,0%	8,2%	-2,4%	-12,9%	0,1%	3,1%	3,8%
Euroraum	1,0%	6,8%	4,9%	-3,4%	-18,2%	-0,3%	2,0%	3,0%
Deutschland	2,4%	3,1%	3,0%	-2,6%	-17,6%	-0,9%	1,5%	2,4%
Unternehmensanleihen								
EUR								
Investment Grade	-1,1%	6,3%	2,6%	-1,0%	-13,9%	0,5%	1,6%	4,1%
High Yield	-3,6%	11,3%	2,8%	3,3%	-11,5%	3,0%	2,7%	7,3%
USD								
Investment Grade	-2,2%	14,2%	9,8%	-1,0%	-15,4%	0,9%	3,4%	5,3%
High Yield	-2,3%	14,4%	6,2%	5,4%	-11,2%	2,6%	3,7%	8,5%
Gedekte Anleihen								
EUR Covered	0,3%	2,8%	1,9%	-2,1%	-13,0%	-0,5%	1,0%	3,3%
Aktienmärkte								
MSCI World (USD)	-8,2%	28,4%	16,5%	22,3%	-17,7%	4,6%	7,9%	
MSCI World (EUR)	-3,6%	30,8%	6,9%	31,6%	-12,3%	5,2%	6,0%	
MSCI Europe (EUR)	-10,2%	27,6%	-1,5%	25,5%	-10,1%	8,8%	8,6%	
DAX	-18,3%	25,5%	3,5%	15,8%	-12,3%	10,4%	12,2%	
S&P 500	-4,4%	31,5%	18,4%	28,7%	-18,1%	3,7%	7,5%	
NASDAQ 100	0,0%	39,5%	48,9%	27,5%	-32,4%	10,3%	20,8%	

Quelle: Thomson Reuters Eikon

**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

31.03.2023

Publikationsassistentz

Heike Strauß, Heike Borchardt, Nadine Luther

Autoren

Dr. Paul Berenberg-Gossler
 Dr. Jörg S. 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