

ECONOMIC RESEARCH

Konjunktur zum Jahresauftakt robust

APR 2023
Economics & Finance
Perspectives

Autoren
Thilo Bertelsmann
t.bertelsmann@gdv.de

Dr. Max Hanisch
m.hanisch@gdv.de

Executive Summary

Das BIP im Euroraum kann im ersten Quartal ein leichtes Plus verbuchen, während Deutschland sich mit einer Stagnation begnügen muss. Die Prognosen für den weiteren Jahresverlauf hellen sich hingegen leicht auf. Das erleichtert es der EZB, am Zinserhöhungszyklus festzuhalten, denn die Inflationsraten befinden sich weiterhin deutlich oberhalb des Ziels. Die robuste Konjunktur gibt auch den europäischen Aktienmärkten spürbaren Aufwind. Sie haben sich seit Jahresanfang deutlich besser entwickelt als in den USA. Auch der Euro profitiert und klettert auf ein Jahreshoch.

GESAMTWIRTSCHAFT

Holpriger Pfad für die Weltwirtschaft

Die Aussichten für die Weltwirtschaft sind gedämpft. Der Internationale Währungsfonds (IWF) hat in seiner Aussicht für die Weltwirtschaft die globale Wachstumsrate des BIP um 0,1 Prozentpunkte auf 2,8 % für dieses Jahr nach unten korrigiert. Auch die Prognose für den Inflationsverlauf fällt etwas pessimistischer aus, hier wird eine Rate von 7,0 % für 2023 vorhergesagt, 0,4 Prozentpunkte über der vorherigen Prognose des IWF vom Jahresanfang.

China kann für die Weltwirtschaft laut IWF einen Wachstumsimpuls liefern, jedoch erneuern sich die Wachstumssorgen mit einem schwachen US Wachstum im 1. Quartal 2023 mit einer annualisierten Rate von 1,1 % (etwa 0,3 % ggü. dem Vorquartal), 0,8 Prozentpunkte weniger als erwartet. Zur zweiten Jahreshälfte wird darüber hinaus mit einer Rezession in den Vereinigten Staaten gerechnet.

Während sich die Lieferketten entspannen, ist die Globalisierung auf dem Rückzug. Das Verhältnis vom weltweiten Handelsvolumen zum Industrieproduktionsvolumen, das Aufschluss über die Globalisierung der weltweiten Güterproduktion gibt, ist seit dem Jahreswechsel rückläufig (Abb. 1). Insgesamt stagniert der Globalisierungsgrad laut diesem Indikator seit 2006. Durch die weltweite Arbeitsteilung sind viele Güter günstiger geworden. Die Abkehr von diesem Trend könnte zu einem erhöhten Inflationsdruck bei Waren führen.

Globalisierung weltweit auf dem Rückzug

Abb. 1 · Index der Gütermarktglobalisierung (2010=100)



Quelle: CPB; Darstellung nach Felbermayr, Mengenindex des Welthandels geteilt durch globale Industrieproduktion

Die Ankündigung von Kürzungen der Ölproduktion trieben den Ölpreis nur vorübergehend nach oben. Anfang April kündigte sowohl Russland als auch Saudi-Arabien an, die Kürzungen ihrer Ölproduktion um 500 Tsd. Barrel bis zum Ende des Jahres beizubehalten. Während der Ölpreis zwischenzeitlich um 8 % anstieg, liegt er mittlerweile etwa 8-10\$/Barrel niedriger als zum Höchststand Mitte April bei 83\$/Barrel (WTI) bzw. 87,5\$/Barrel bei der Nordseesorte Brent. Das entspricht dem Niveau, welches vor den Ankündigungen vorlag. Gründe können eine geringer als erwartete Nachfrage aus China sein, sowie die Ankündigung der Biden-Administration, die strategischen Ölreserven über mehrere Jahre wieder aufzufüllen. Um einem weltweiten Nachfragerückgang vorzugreifen, könnten jedoch weitere Produktionskürzungen angekündigt werden.

Europa weiter im Zeichen der Inflation

Der Optimismus im Euroraum verliert etwas an Fahrt. Der Einkaufsmanagerindex (PMI) für die Gesamtwirtschaft stieg im April weiter an auf 54,1 Punkte (vorläufig), im Verarbeitenden Gewerbe fiel dieser jedoch auf 45,8 Punkte (März: 47,1) und bleibt damit weiterhin unter der Schwelle für eine expansive Entwicklung von 50 Zählern. Die Stimmung stieg also vor allem im Dienstleistungsbereich wo der Index im April zulegte auf (vorläufig) 56,6 Punkte (+1,6 Punkte ggü. März). Nach vorläufigen Zahlen wuchs die Wirtschaft in der Euro-Zone im ersten Quartal um 0,1 %, erwartet wurde ein Wachstum von 0,2 %. Für das laufende Jahr erwartet der IWF ein Wachstum von 0,8 % im Euroraum und hebt damit seine Prognose um 0,1 Prozentpunkte gegenüber der Einschätzung vom Jahresanfang. Auch die Gemeinschaftsdiagnose hat ihre Prognose deutlich gegenüber Herbst 2022 angehoben und rechnet jetzt mit einem BIP-Wachstum von 0,9 % (vorher: 0,3 %) für das laufende Jahr.

Die Inflationsrate im Euroraum stieg im April überraschend auf 7% gegenüber dem Vorjahr (vorläufig) an. Die Kerninflation entwickelte sich jedoch leicht rückläufig und lag bei 5,6% (-0,1 Prozentpunkte ggü. dem Vormonat, vorläufig). Eine Entwarnung liefern diese Zahlen nicht. Die Inflationsentwicklung ist weiterhin zu hoch und verfestigt sich zunehmend in den Wertschöpfungsketten und Erwartungen, weshalb eine weitere Straffung der Geldpolitik seitens der EZB wahrscheinlich erscheint.

Gewinnsteigerungen von Unternehmen tragen mehr zur Inflation bei als Steigerungen bei den Arbeitskosten, so eine [kürzlich erschienene Analyse der EZB](#). In der Eurozone seien die Gewinne pro produzierter Mengeneinheit stärker angestiegen als die jeweiligen Arbeitskosten. Besonders stark ist der Unterschied in der Landwirtschaft und im Energiesektor. In diesen Bereichen können Unternehmen ihre Preise jedoch auch an gestiegene Marktpreise anpassen, unabhängig von ihren Kosten. Im Dienstleistungsbereich etwa, wo z. B. Einzelhändler zu lokalen Preisen ihre Ware an Verbraucher verkaufen, ist der Unterschied wesentlich geringer. Dennoch können die Gewinnsteigerungen auch Aufschluss über den Umgang mit der Inflation bei Unternehmen geben. Um häufige kleine Preisanpassungen zu vermeiden, können diese auch stärker, aber dafür seltener, ihre Preise erhöhen. Je höher die Inflationserwartungen, desto höher sind die Preissteigerungen. Vorübergehend steigen hierdurch die Gewinnmargen an. Gleichzeitig steigt jedoch auch der Inflationsdruck.

Verhaltener Optimismus in Deutschland, aber das Wachstum enttäuscht

Das BIP-Wachstum stagnierte im ersten Quartal, und lag mit einer vorläufigen Veränderungsrate von 0,0% gegenüber dem Vorquartal rd. 0,2 Prozentpunkte unter den Erwartungen. Laut Mitteilung des statistischen Bundesamtes gingen vor allem die staatlichen und privaten Konsumausgaben zurück, letzteres äußert sich auch beim Einzelhandelsumsatz (s. vorletzter Abschnitt). Positive Beiträge kamen von der Investitionsseite und aus dem Außenhandel. Nach dem negativen Wachstum im 4. Quartal 2022, welches jüngst um -0,1 Prozentpunkte auf -0,5% revidiert wurde, bedeutet das, dass vorerst eine technische Rezession (negatives Wachstum in zwei aufeinander folgenden Quartalen) knapp vermieden wurde.

Der Auftragseingang in der Industrie hat sich stabilisiert, und stieg im Februar preis-, saison- und kalenderbereinigt um 4,8% gegenüber dem Vormonat an. Neue Aufträge kamen vor allem aus dem Inland

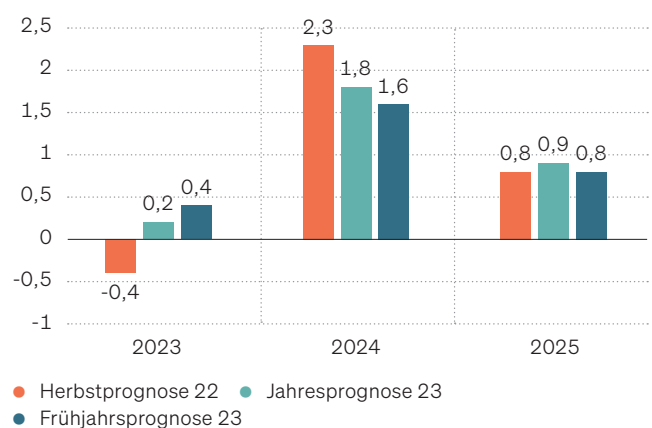
(+9,9%) und der Euro-Zone (+8,9%). Währenddessen war die Nachfrage aus den Nicht-Euroländern verhaltener (+1,4%). Insbesondere bei den Investitionsgüterproduzenten stiegen die Auftragseingänge im Februar mit 7,2% (Januar: 7,3%) besonders stark an. Somit erweist sich die Industrie weiterhin als resilient in einem herausfordernden gesamtwirtschaftlichen Umfeld.

Die Bundesregierung korrigiert in der Frühjahrsprojektion ihre Wachstumsaussichten für die deutsche Wirtschaft nach oben, auf 0,4% für 2023. In ihrer Jahresprognose im Januar lag die Prognose für das BIP-Wachstum noch bei 0,2%. Gleichzeitig wurde die Prognose für 2024 um 0,2 Prozentpunkte auf 1,6% abgesenkt (Abb. 2). Auch die Inflationsprognose der Bundesregierung fällt etwas optimistischer aus und liegt bei nunmehr 5,9% für 2023 (Jahresanfang: 6,0%). Anfang April hat bereits die Gemeinschaftsdiagnose in ihrem Frühjahrsgutachten eine Wachstumsrate von 0,3% prognostiziert. Dieser Wert war jedoch wenig überraschend, da er den Mittelwert der individuellen Frühjahrsprognosen der beteiligten Institute abbildet (vgl. [Economics and Finance Perspectives März 2023](#)). Die Inflationsprognose der Gemeinschaftsdiagnose lag allerdings mit 6,0% für 2023 über dem Durchschnitt der einzelnen Institutsprognosen, jedoch unter der Inflationsprognose aus dem Herbstgutachten 2022, wo eine Steigerung von 6,1% der Verbraucherpreise prognostiziert wurde. Die Sparquote wird für 2023 im Jahresdurchschnitt mit unverändert 10,7% prognostiziert.

Die Erzeugerpreisinflation ist im März auf 7,5% zurückgegangen. Die deutsche Inflationsrate ist

Die Wachstumsprognosen der Bundesregierung im Vergleich

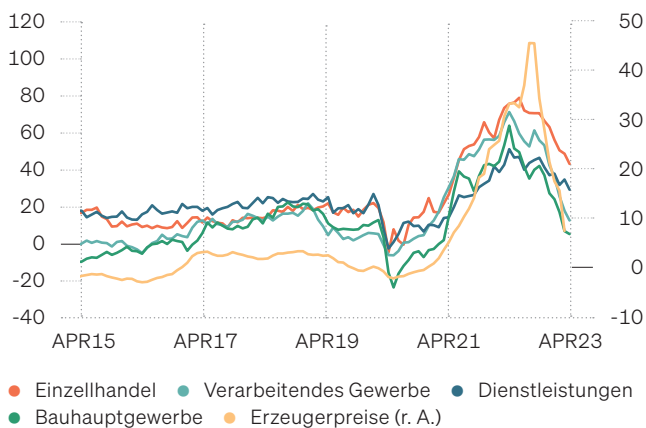
Abb. 2 · Durchschnittliches erwartetes BIP-Wachstum in Deutschland nach Veröffentlichungsdatum der Prognose, in %



Quelle: Bundesregierung, BMWK

Folgen die Erzeugerpreise weiter den Preiserwartungen?

Abb. 3 · ifo-Preiserwartungen und Erzeugerpreise (Veränderung ggü. Vorjahresmonat in Prozent, rechte Achse)



im April um 0,2 Prozentpunkte auf 7,2 % gefallen (VPI, Werte vorläufig). Zu dem Rückgang tragen einerseits Basiseffekte bei, die vor etwas mehr als einem Jahr mit dem Einmarsch Russlands in die Ukraine auftraten. Zum anderen wirken sich auch die Maßnahmen des dritten Entlastungspaketes dämpfend auf die Energiepreise für Verbraucher aus. Aktuell beeinflussen vor allem die Lebensmittelpreise das Inflationsniveau. Diese legten im April um 17,6 % zu im Vergleich zum Vorjahresmonat. Die Kerninflation (Inflation ohne Lebensmittel und Energie) stieg zwar im März um 0,1 Prozentpunkte ggü. dem Vormonat auf 5,8 % weiter an, im April dürfte diese jedoch wieder leicht zurückgehen. Auch die Preiserwartungen für die nächsten drei Monate der Unternehmen, die vom ifo-Institut befragt werden, sind weiterhin rückläufig. Diese dienen als Frühindikator für die weitere Entwicklung der Erzeugerpreise (Abb. 3). Entsprechend ist hier ein weiterer Rückgang zu erwarten, auch aufgrund der im Vergleich zum Vorjahresmonat stark gefallen Energiekosten.

Die Entwicklung am deutschen Arbeitsmarkt ist trotz gemischter Signale weiterhin robust. Die Erwerbstätigkeit im März ist saisonbereinigt um 0,1 % im Vergleich zum Vormonat angestiegen (+57 Tsd.). Die Arbeitslosenquote stagnierte im April jedoch bei 5,6 %. Die Einstellungsbereitschaft der Unternehmen ist laut dem BA-X, einem Index der an die Bundesagentur für Arbeit gemeldeten Stellen, um einen Punkt auf 124 (2015=100) zurückgegangen (-14 Punkte ggü. April 2022). Im Gegenzug stieg das ifo-Beschäftigungsbarometer im April leicht an auf 100,2 Punkte (+0,3 Punkte). Ein Wert über 100 deutet auf eine mehrheitliche Einstellungsneigung

der Unternehmen hin, während ein Wert darunter auf beabsichtigte Stellenkürzungen hinweist. In den einzelnen Wirtschaftsbereichen gibt es jedoch Unterschiede bei der Einstellungsneigung. So ist im Dienstleistungssektor die Nachfrage nach Arbeitskräften weiterhin hoch, während im Handel eher ein Stellenabbau von den Unternehmen erwartet wird. Im Verarbeitenden Gewerbe hat sich die Arbeitskräftenachfrage zwar deutlich abgekühlt, ist aber noch tendenziell positiv, während im Baugewerbe der Wert leicht ins Negative gerutscht ist.

Während sich das Konsumklima verbessert, ist der Einzelhandelsumsatz weiter rückläufig. Das Stimmungsbarmeter von GfK zum Konsumklima stieg im Mai zum siebten Mal in Folge an auf einen – weiterhin sehr niedrigen – Stand von -25,7 Punkten. Der Umsatz im Einzelhandel entwickelte sich im März jedoch zuletzt gegenläufig. Real lag dieser im Vergleich zum Vorjahresmonat um -8,6 % niedriger. Vor allem im Internet- und Versandhandel stieg die Zurückhaltung der Konsumenten, was sich in einem Rückgang von 4,8 % ggü. dem Vormonat (Februar 2023) äußerte. Ein Grund für die Zurückhaltung bei der privaten Konsumneigung kann die weiterhin negative Entwicklung der Reallöhne und die stabile Entwicklung bei der Sparquote der privaten Haushalte sein, wodurch der private Konsum weniger geglättet wird.

Die Reallöhne sind in Deutschland stärker gefallen als zunächst angenommen. Das statistische Bundesamt hat den letzten Wert zur Reallohnentwicklung revidiert. Demnach sind die Löhne im Durchschnitt im Jahr 2022 um 4,0 % gesunken, 0,9 Prozentpunkte mehr als in der ersten Meldung im März bekannt gegeben wurde. Der gemessene Rückgang der Reallöhne im Jahr 2022 war somit der stärkste seit 2008. Ursache für die Revision war die Neukonzeption der Erhebung der Verdienstindizes im Jahr 2022, wodurch Betriebe und Berufe auf breiterer Basis erfasst werden und neue und alte Indexreihen rechnerisch verknüpft wurden. Auch die realen Tariflöhne sind weiter rückläufig und waren im März 2023 etwa 9,5 % unter dem Wert von drei Jahren zuvor, als die globale Pandemie begann. Viele (zum Teil bereits durchgesetzte) Forderungen bei den Tarifverhandlungen liegen in dieser Größenordnung, somit könnten die Reallöhne bereits gegen Jahresende wieder ansteigen.

FINANZMÄRKTE

Bondmärkte im April ohne klaren Trend

Im April ist auf den Bondmärkten relative Ruhe eingeleitet. Mit rd. 2,3 % und 3,4 % befanden sich die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen in Deutschland und den USA zum Ende des Monats nahezu auf demselben Niveau wie zu Monatsanfang (Abb. 4).

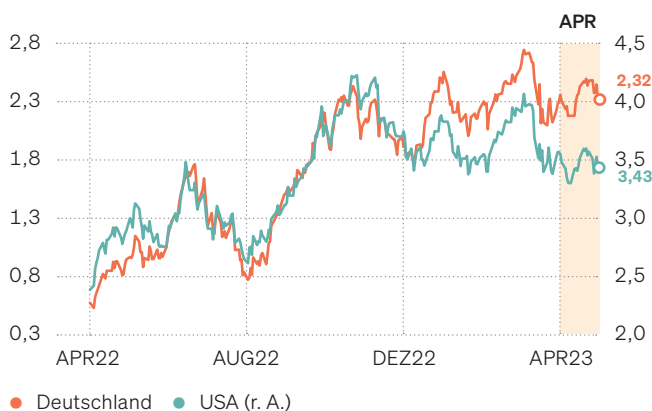
Die Indikatoren aus der Realwirtschaft sind robust ausgefallen. Die Konjunktur im Euroraum hält sich weiter gut, die Aussichten auf einen leichten Aufschwung im Jahresverlauf verdichten sich. In den USA ist eine der „am meisten antizipierten“ Rezessionen – so benannt, weil sie bereits seit dem letzten Jahr erwartet wird – aus den Indikatoren weiter nicht eindeutig abzulesen. Entsprechend gering waren die Impulse für die Bondmärkte.

US-Banken weiter im Fokus

Die Probleme im globalen Bankensektor, im März ausgelöst durch zwei US-amerikanische Regionalbanken, schienen durch das entschiedene Handeln der Zentralbanken zunächst keine weiteren Kreise gezogen zu haben. Dennoch ist das Thema damit nicht erledigt: Ende des Monats sorgte die Nachricht, dass eine der betroffenen Banken, die First Republic Bank aus den USA, im ersten Quartal 25 % ihrer Einlagen verloren hat, für Aufsehen. Denn der Einlagenabzug geschah trotz der expliziten Garantie des amerikanischen Einlagensicherungsfonds, bei dieser Bank ausnahmsweise alle Einlagen zu garantieren und nicht wie sonst üblich nur bis zu einem Betrag von 250.000 USD. Ende April wurde die First Republic Bank schließlich von der US-Großbank J.P. Morgan übernommen. Vor allem kleinere Banken werden künftig bessere Konditionen (sprich: höhere Zinsen) bieten müssen, um für Einlagen attraktiv zu bleiben. Das schmälert ihre Profitabilität und auch ihre Kreditvergabemöglichkeiten, mit potenziell nachteiligen Folgen für die Realwirtschaft. Dazu schwelt in den USA erneut der politische Konflikt um die Schuldengrenze: Sie muss angehoben werden, damit der Staatshaushalt über Juni hinaus zahlungsfähig bleibt. Ein Kompromiss der beiden großen amerikanischen Parteien, die diesen Entschluss gemeinsam fassen müssen, ist derzeit nicht in Sicht. Sorgen wie diese treiben Anleger in Richtung sichere Häfen, und das sind u. a. amerikanische Staatsanleihen – selbst wenn die Unsicherheit dort ihren Ursprung hat. So verzeichneten die Renditen gegen Ende des Monats im Zuge gesteigerter Nachfrage entsprechende Rücksetzer.

Staatsanleiherenditen in Seitwärtsbewegung

Abb. 4 · Renditen zehnjähriger Staatsanleihen, in %



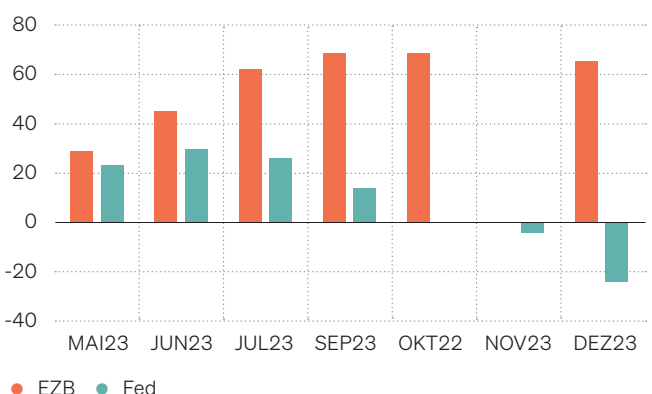
Quelle: Datastream, eigene Berechnungen

Zentralbanken vor weiteren Zinserhöhungen

Die Erwartungen an die Geldpolitik haben sich nach dem unruhigen März stabilisiert. Sowohl von der Fed als auch von der EZB wird für ihre Sitzungen im Mai erwartet, dass sie die Leitzinsen jeweils um 25 Basispunkte anheben werden. Die marktimpliziten Erwartungen für die drauffolgenden Sitzungen divergieren hingegen. Die Fed dürfte mit dem nächsten Schritt am Ende des Zinserhöhungszyklus angelangt sein; bis zum Jahresende werden gar erste Zinssenkungen eingepreist. Hier zeigt sich doch ein bleibender Effekt der Unruhen im Bankensektor: Bis Anfang März war ein Jahresendzins in den USA von ca. 5,6 % eingepreist. Nun werden nur noch rd. 4,4 % erwartet und damit 60 Basispunkte weniger als der aktuelle Leitzins von 5,0 % (Abb. 5).

Zinserwartungen in den USA und dem Euroraum divergieren

Abb. 5 · Marktimplizite Zinsänderungserwartung, basierend auf Eonia Forwards Swaps (in Basispunkten)



Quelle: Datastream, eigene Berechnungen

Hohes Lohnwachstum im Euroraum

Im Euroraum hingegen, wo sich vor allem die Entwicklung der Kerninflation weiter als hartnäckig erweist, gehen die Erwartungen klar in Richtung weiterer Zinserhöhungen: Bis Oktober werden drei weitere Schritte im Umfang von je 25 Basispunkten eingepreist. Danach dürften die Zinsen bis weit ins Jahr 2024 hinein auf diesem Niveau gehalten werden. Die Inflationserwartungen haben sich über verschiedenen Zeithorizonte hinweg – sowohl in Deutschland als auch im Euroraum – im Bereich von 2,4% eingependelt. Von einer Entankerung kann daher zwar kaum die Rede sein; dass die Marktteilnehmer aber selbst langfristig (5–10 Jahre) Inflationsraten oberhalb des Zielwerts von 2% erwarten, dürfte für die EZB als Signal gewertet werden, im Ringen mit der Inflation (noch) nicht nachzulassen.

Zur hohen Kerninflation gesellt sich ein kräftiges Lohnwachstum: Nachdem die Wachstumsrate im Euroraum mit revidiert 3,0% ggü. Vorjahr im dritten Quartal 2022 etwas zurückgegangen war und damit Hoffnungen geweckt hatte, der Hochpunkt könnte überschritten sein, sind die Löhne im vierten Quartal des letzten Jahres nochmals um 5,1% gestiegen – ein Rekordwert. Anekdotische Evidenz aus Deutschland lässt wenig Hoffnung zu, dass sich an diesem Trend zum Jahresbeginn etwas geändert haben könnte: Die Gewerkschaft Verdi hat 5,5% mehr Lohn plus Einmalzahlungen ausgehandelt, bei der Deutschen Post sind es im Schnitt +11,5%, bei den unteren Lohngruppen gar +20%. Lohnwachstumsraten im Bereich von durchschnittlich 5–6% im Euroraum implizieren eine Kerninflationssrate von mehr als dem Doppelten des Zielwerts und stellen damit eine ernstzunehmende Gefahr für die Inflationserwartungen dar. Und auch die gestiegenen

Gewinnmargen der Unternehmen treiben die Preise weiter hoch (s. o.). Zweifelsohne wird die EZB diese Entwicklungen bei ihren geldpolitischen Entscheidungen berücksichtigen.

Risikoaufschläge bei Staatsanleihen konstant
Der Renditen zehnjähriger Staatsanleihen der deutschen Euronachbarn haben die moderaten Schwankungen der Bundesanleihe weitestgehend gespiegelt; entsprechend wenig haben die Spreads reagiert (Abb. 6).

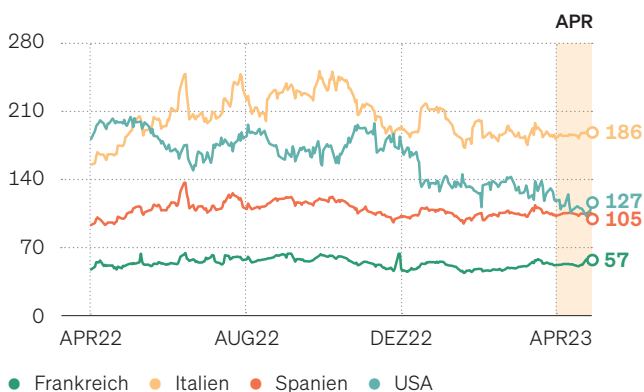
Lediglich der Abstand zu zehnjährigen US-Treasuries hat seinen Abwärtstrend fortgesetzt. Das Auspreisen weiterer Zinserhöhungen durch die Fed lässt die Anleihekurse in den USA weniger stark fallen als im Euroraum, wo die EZB angesichts der Inflationentwicklung noch vor mehreren Zinsschritten steht.

Europäische Aktien auf dem Vormarsch
An den Börsen sind europäische Titel seit dem letzten Herbst deutlich besser gelaufen als im Rest der entwickelten Welt. Der STOXX Europe 600 steht YTD bei +8,3% und der enger gefasste Euro STOXX 50 bei +13%. Der DAX notiert mit rd. 15.800 Punkten bei YTD +12,5%. Der S&P500 hingegen bringt es mit gut 4.100 Punkten auf +8%, der MSCI World auf +5% (beide YTD, Abb. 7).

Hierin spiegeln sich die im Vergleich derzeit besseren konjunkturellen Aussichten im Euroraum wider, ausgelöst durch gesunkene Energiekosten und die wiederauflebende Nachfrage aus China. Die Berichtssaison zum ersten Quartal 2023 ist in vollem Gange und in den USA zeichnet sich nach dem Gewinnrückgang des Vorquartals um 3,2% ggü. dem Vorjahr eine Gewinnrezession

Renditespreads signalisieren Ruhe

Abb. 6 · Renditen zehnjähriger Staatsanleihen, in %



Quelle: Datastream, eigene Berechnungen

Börsen-Optimismus hält an

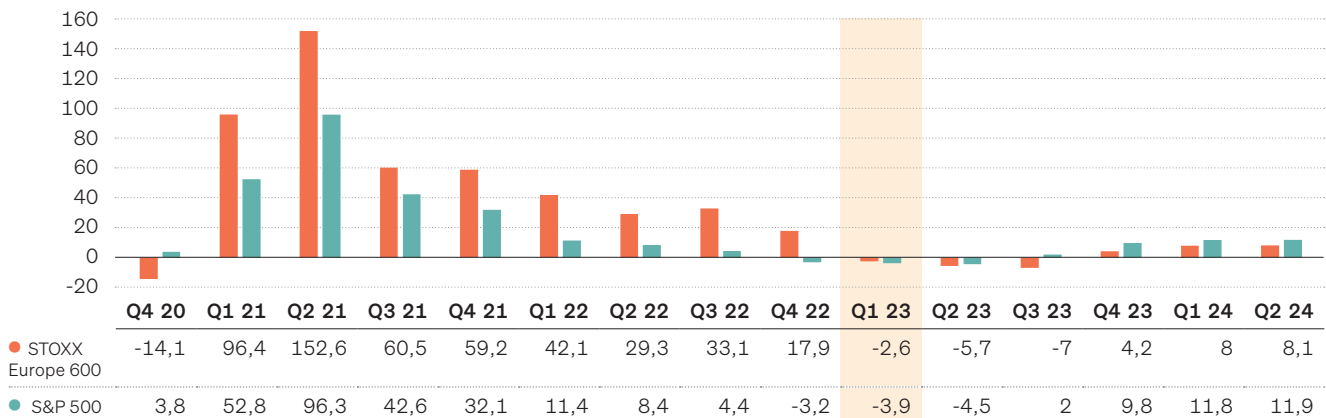
Abb. 7 · Indizes ausgewählter Aktienmärkte (1. April 2022=100)



Quelle: Datastream, eigene Berechnungen

Unternehmensgewinne sinken in Europa weniger

Abb. 8 · Veränderung der Unternehmensgewinne ggü. Vorjahr, in %



Quelle: Datastream, eigene Berechnungen

ab, denn auch zum Jahresauftakt dürften die Gewinne erneut gesunken sein. Zwar wird auch im Euroraum ein Minus erwartet, dieses fällt mit 2,6% aber kleiner aus als in den USA (dort: -3,2%; Abb. 8).

Auch das Zinsumfeld nimmt sich im Vergleich mit den USA weniger restriktiv aus. Dass die Zinserhöhungen erst mit einer gewissen Verzögerung ihre volle Wirkung entfalten, zeigt sich ebenfalls an den Prognosen, denn die Gewinnrezession dürfte die hiesigen Unternehmen ebenfalls noch im Verlauf des Jahres ereilen. Diese Entwicklung passt zum Zinserhöhungszyklus der EZB, der erst später begonnen hat und dessen ganze Wirkung sich erst noch zeigen dürfte. Mit der Outperformance der europäischen Aktienkurse könnte es dann vorbei sein.

Europa günstiger bewertet

Für den Moment zumindest sprechen neben den Unternehmensgewinnen auch die Bewertungen für ein Engagement in europäischen Titeln, denn sie sind im Vergleich deutlich attraktiver: Der DAX etwa steht mit einem KGV von knapp 14 günstiger dar als der S&P500, der bei mehr als dem 22-fachen der Gewinne der vergangenen 12 Monate notiert. Und auch gemessen an den Gewinnen der nächsten 12 Monate nehmen die amerikanischen Unternehmen eine deutliche Prämie im Vergleich zu den europäischen in Anspruch (Tab.1). Die Gewinnaussichten sind in den Kursen weitestgehend reflektiert; für Impulse wird es daher auf unerwartete Abweichungen ankommen. Hier konnten die amerikanischen Schwergewichte wie Microsoft oder die Facebook-Mutter Meta bereits glänzen. Auch die Banken konnten bisher solide

Europäische Aktien aufgrund der niedrigeren Bewertung attraktiver

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	13,9	13,7	7,9	15,0	-7,3	11,5	1,4	1,4	-3,70	1,62	-11,7	
S&P 500	22,3	22,6	11,5	20,1	10,9	18,4	3,8	3,7	1,20	3,16	20,3	
CAC 40	17,5	17,2	41,2	17,7	-1,5	12,6	1,9	1,8	11,01	1,51	25,3	
IBEX 35	13,2	13,2	25,5	14,3	-7,5	11,4	1,3	1,2	4,90	1,32	-1,2	
FTSE 100	12,1	11,7	-29,0	18,7	-35,4	10,8	1,7	1,6	3,84	1,73	-0,1	
FTSE MIB	8,5	8,4	3,5	12,9	-33,7	9,0	1,5	1,4	10,89	1,24	23,1	
STOXX Europe 600	15,9	15,9	20,9	18,6	-14,2	12,9	1,9	1,8	5,58	1,78	6,2	

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

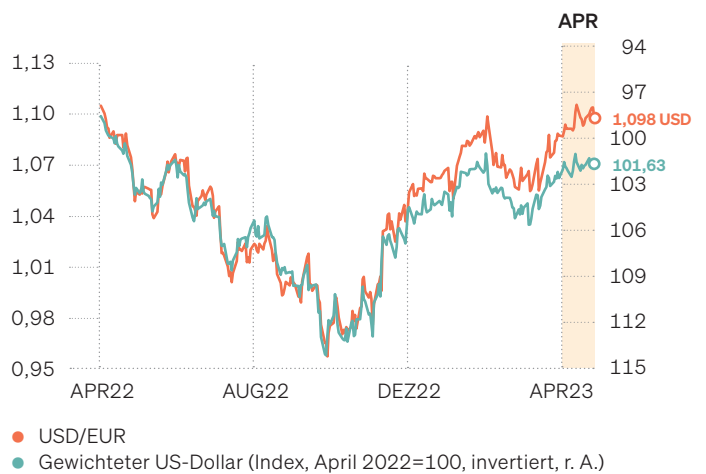
Ergebnisse vorlegen. Insgesamt knapp 80 % der US-Unternehmen, die bisher berichtet haben, konnten bessere Zahlen vorlegen als erwartet; deutlich mehr als im langjährigen Mittel. In Europa liegt der Wert bei knapp 55 %. Angesichts der relativen Kursschwäche ist das Aufholpotential für US-Titel daher im Moment größer.

Euro als Konjunktur-Profiteur

Die kurzfristigen konjunkturellen Aussichten im Euroraum und die Wiedereröffnung Chinas geben dem Euro Rückenwind. Die Entwicklung der Gemeinschaftswährung spiegelt die besseren Anlagebedingungen im Euroraum deutlich wider: Mit knapp 1,10 USD/EUR ist ein Jahreshoch erreicht (YTD: +4%). Ein substantieller Teil der Abwertung aus dem vergangenen Jahr ist wieder wettgemacht, vom Tiefpunkt Ende September steht nun eine Aufwertung von fast 15 % zu Buche. Die besondere Situation des Euroraums zeigt sich auch darin, dass sich der Euro zuletzt besser entwickelt hat als ein Währungskorb der wichtigsten Handelspartner der USA (Abb. 9).

Euro stiehlt sich davon

Abb. 9 · Wechselkurse ausgewählter Währungen ggü. dem Euro

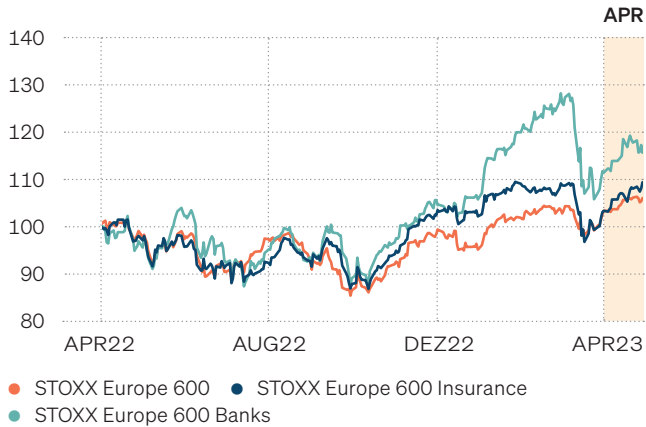


Quelle: Datastream, eigene Berechnungen

Anhang

Aktienindizes europäischer Versicherer und Banken

Abb. 10 · inkl. Dividenden, in €, beide: 1. April 2022=100



Renditespreads von Corporate Bonds

Abb. 11 · Investment Grade bzw. High Yield ggü. 10Y Staatsanleihen (Bunds für EUR, US-Treasuries für USD, in bps)

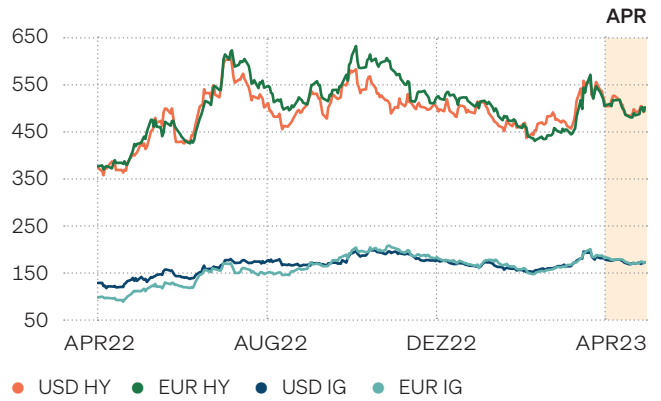


Tabelle 2 · Die wirtschaftliche Situation im Euroraum

	Inflation, % ggü. Vorjahresmonat		BIP, % ggü. Vorquartal		BIP, % ggü. Vorjahr	
	APR 2023	MÄR 2023	Q1 2023	Q4 2022	Q1 2023	Q4 2022
Euroraum	7,0	6,9	0,2	0,1	1,3	1,8
Deutschland	7,6	7,8	0,0	-0,5	0,2	0,3
Frankreich	6,9	6,6	0,2	0,1	0,8	0,4
Italien	8,8	8,2	0,5	-0,1	1,8	1,4
Spanien	3,8-	3,1	0,5	0,2	3,8	2,6

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

Quelle: Datastream, eigene Berechnungen

Tabelle 3 · Total Return ausgewählter Indizes

	2018	2019	2020	2021	2022	31. Mrz. 23 (YTD)	28. Apr. 23 (YTD)	Rendite aktuell
Staatsanleihen								
USA	0,8%	7,0%	8,2%	-2,4%	-12,9%	3,1%	3,6%	3,8%
Euroraum	1,0%	6,8%	4,9%	-3,4%	-18,2%	2,0%	2,0%	3,0%
Deutschland	2,4%	3,1%	3,0%	-2,6%	-17,6%	1,5%	1,6%	2,4%
Unternehmensanleihen								
EUR								
Investment Grade	-1,1%	6,3%	2,6%	-1,0%	-13,9%	1,6%	2,3%	4,1%
High Yield	-3,6%	11,3%	2,8%	3,3%	-11,5%	2,7%	3,1%	7,3%
USD								
Investment Grade	-2,2%	14,2%	9,8%	-1,0%	-15,4%	3,4%	4,3%	5,2%
High Yield	-2,3%	14,4%	6,2%	5,4%	-11,2%	3,7%	4,7%	8,4%
Gedekte Anleihen								
EUR Covered	0,3%	2,8%	1,9%	-2,1%	-13,0%	1,0%	1,3%	3,3%
Aktienmärkte								
MSCI World (USD)	-8,2%	28,4%	16,5%	22,3%	-17,7%	7,9%	9,8%	
MSCI World (EUR)	-3,6%	30,8%	6,9%	31,6%	-12,3%	6,0%	6,2%	
MSCI Europe (EUR)	-10,2%	27,6%	-1,5%	25,5%	-10,1%	8,6%	11,4%	
DAX	-18,3%	25,5%	3,5%	15,8%	-12,3%	12,2%	14,4%	
S&P 500	-4,4%	31,5%	18,4%	28,7%	-18,1%	7,5%	9,2%	
NASDAQ 100	0,0%	39,5%	48,9%	27,5%	-32,4%	20,8%	21,4%	

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

02.05.2023

Publikationsassistentz

Heike Strauß, Anja Birkenmaier

Autoren

Thilo Bertelsmann
 Dr. Max Hanisch

Bildnachweis

Unsplash | Jasper Garratt

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