

ECONOMIC RESEARCH

Deutschland startet holprig ins neue Jahr

JANUAR 2024
Economics & Finance
Perspectives

Autor

Dr. Max Hanisch
m.hanisch@gdv.de

Executive Summary

Neues Jahr, aber kaum neues Glück: Die Stimmung in der deutschen Wirtschaft ist zum Jahresauftakt gedämpft. Die Konjunktur steckt fest, weil sich die Konsumenten zurückhalten und die Exportnachfrage stockt. Während die nachlassende Inflation im Jahresverlauf für Entlastung sorgen dürfte, wird mit China einer der Haupthandelspartner Deutschlands länger mit strukturellen Problemen zu kämpfen haben. Währenddessen können die USA erneut mit robustem Wirtschaftswachstum überraschen. Die Zentralbanken spielen in punkto Zinssenkungen auf Zeit, was die Finanzmärkte aber nicht davon abbringt, signifikant niedrigere Zinsen bis zum Jahresende einzupreisen.

GESAMTWIRTSCHAFT

Globaler Ausblick leicht verbessert

Der IWF hat seine aktuelle Prognose für die Weltwirtschaft für 2024 und 2025 leicht angehoben (+0,2 Prozentpunkte auf jeweils 3,1 bzw. 3,2%). Im Kontrast dazu hatte die OECD noch im vergangenen November ihren globalen Ausblick herabgestuft (2024: 2,7%; 2025: 3,0%) und auf die ausstehenden Effekte der gestiegenen Zinsen verwiesen. Der IWF sieht vor allem in den USA und großen Entwicklungs- und Schwellenländern den privaten Konsum und einen Rückgang von angebotsseitigen Engpässen als Wachstumstreiber. Diese blieben bisher im Euroraum aus und dürften erst allmählich auch hier das Wachstum stützen.

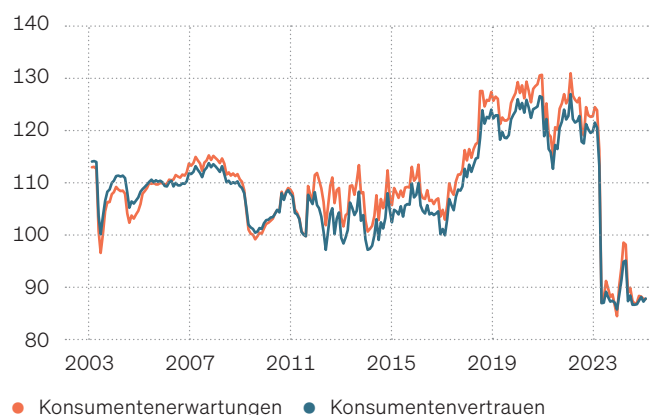
Höhenflug der USA hält an, China fällt zurück

Denn die US-amerikanische Wirtschaft trotz weiterhin allen Rezessionserwartungen. Nachdem ein spürbarer Abschwung im Winterhalbjahr lange Konsens war, konnten die USA 2023 ein reales BIP-Wachstum von 2,5% vorweisen. Gestützt durch staatlichen und privaten Konsum gelang damit eine nominale Wachstumsrate von 6,3%, die sogar China (+4,6%) hinter sich ließ. Nachdem China über viele Jahre schneller als alle anderen Industrienationen wuchs und damit den Abstand beim BIP schrittweise verringerte, könnte sich das Jahr 2023 als Wendepunkt herausstellen. Zwar dürften die USA dieses Jahr wieder langsamer wachsen – die Schätzungen liegen bei ca. 1% realem BIP-Wachstum – allerdings handelt es sich dabei lediglich um eine konjunkturelle Abkühlung.

In China scheinen allerdings zunehmend strukturelle Probleme die Wirtschaft zu belasten: Mit Evergrande kollabiert nicht nur einer der größten Immobilienkonzerne der Welt; die Insolvenz offenbart auch, dass jahrelang Überkapazitäten im Bausektor künstlich geschaffen wurden, deren Zusammenfall nun immer weitere Branchen erfasst und Chinas Wirtschaft insgesamt nach unten zieht. Welches Ausmaß der Kollaps von Immobiliensektoren annehmen kann, ist in der Vergangenheit wiederholt deutlich geworden: Die globale Finanzkrise 2008 nahm ihren Anfang u. a. in einem überhitzten US-amerikanischen Bausektor. Der langen Stagnation Japans in den 90er und 2000er Jahren ging das Platzen einer Spekulationsblase am japanischen Immobiliensektor voraus. Und auch in China ist die Krise längst nicht mehr nur auf den Bereich Bau beschränkt: Produktion, Ausfuhren und Arbeitsmarkt schwächeln spürbar. Die Konsumentenstimmung ist so schlecht wie nie (Abb. 1). Dazu altert und schrumpft Chinas Gesellschaft rapide, Zuwanderung gibt es kaum. Auch die in der Vergangenheit so erfolgreichen Exporte geraten ins Stocken: Einerseits durch politisch auferlegte Beschränkungen unter Führung der USA; andererseits durch „de-coupling“ und „friend-/near-shoring“, also der Abkehr des Westens vom globalen Handelsnetzwerk hin zu regionaleren Wirtschaftsbeziehungen. Das robuste Wachstum in den USA geht auch auf die dortige Industriepolitik zurück, die darauf abzielt, Produktionsstätten wieder vermehrt in den USA anzusiedeln. Hierbei handelt sich um Entwicklungen, die sich nicht innerhalb einiger Quartale oder Jahre auflösen oder gar rückgängig machen lassen und die Entwicklung Chinas nachhaltig prägen könnten.

Konsumentenstimmung in China am Tiefpunkt

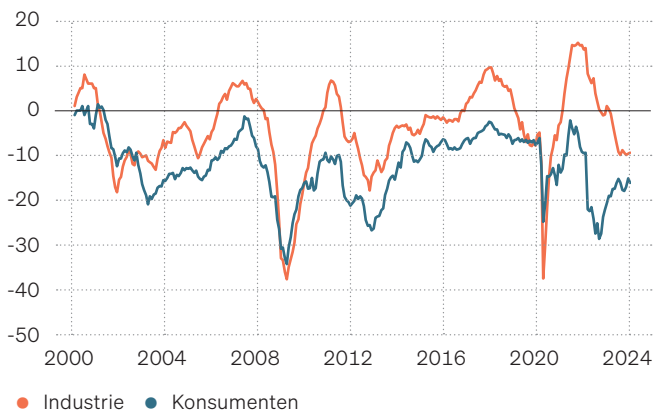
Abb. 1 · Monatliche Konsumentenbefragung in China, 100+ = optimistisch



Quelle: Datastream, eigene Berechnungen

Zum Jahresauftakt gedämpfte Stimmung im Euroraum

Abb. 2 · Ergebnisse der monatlichen Umfrage der Europäischen Kommission



Quelle: Europäische Kommission, Datastream, eigene Berechnungen

Euroraum knapp an der Rezession vorbei

Im Kontrast zu den USA muss sich der Euroraum weiterhin mit einer sehr geringen Wirtschaftsdynamik zufriedengeben. Nach -0,1% realem Wirtschaftswachstum im 3. Quartal 2023 konnte mit einer schwarzen Null im 4. Quartal immerhin eine technische Rezession gerade noch vermieden werden. Südeuropa entwickelt sich mehr und mehr zum Stabilitätsanker: Portugal (+0,8%), Spanien (+0,6%) und Italien (+0,2%) wuchsen zumindest leicht im letzten Quartal. Hier könnten Mittel aus dem „Next Generation EU“-Programm eine unterstützende Rolle gespielt haben. Frankreich musste sich mit einer schwarzen Null begnügen, während die gemessen am BIP größte Euronation Deutschland einen Rückgang von -0,3% verzeichnete. Für das Gesamtjahr 2023 steht im Euroraum ein mageres Plus von 0,5% zu Buche. Auch das neue Jahr könnte ohne nennenswertes Wachstum starten; die Stimmung in der Industrie und bei den Konsumenten ist weiterhin verhalten (Abb. 2). Der IWF rechnet für das Gesamtjahr 2024 mit einem Plus von 0,9% beim BIP im Euroraum; das sind 0,3 Prozentpunkte weniger als im vergangenen Herbst. Immerhin gibt es von der Inflationsfront positive Nachrichten: Die Teuerungsrate stieg im Januar nur noch um 2,8% (nach +2,9% im Dezember). Der Abwärtstrend bleibt damit intakt und könnte den Weg für erste Zinssenkungen in diesem Jahr frei machen (s. u.).

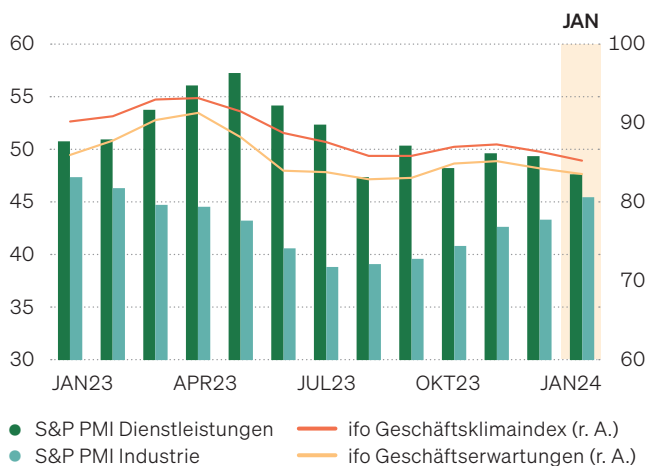
Deutschland vor großen Herausforderungen

Der BIP-Rückgang in Deutschland von -0,3% im 4. Quartal entspricht auch der preisbereinigten Wachstumsrate des Gesamtjahres (2023 preis- und

kalenderbereinigt: -0,1%). Damit konnte die deutsche Wirtschaft seit Ende 2019 nicht nennenswert wachsen (Tab. 2 im Anhang). Besonders die Investitionen in Bauten und in Ausrüstungen waren zuletzt deutlich niedriger als im Vorquartal. Eine technische Rezession konnte dennoch vermieden werden, denn die Wachstumsrate des Vorquartals wurde von -0,1% auf eine Null revidiert. Dennoch bildete Deutschland damit unter allen Industrienationen weltweit im vergangenen Jahr das Schlusslicht. Vor allem der private Konsum fiel mit -3,3% im Vergleich zum Vorjahr schwach aus; angesichts der Jahresinflationsrate von 5,9% keine Überraschung. Aber auch wenn sich der Inflationseffekt im neuen Jahr deutlich abmildert, sind die Aussichten verhalten. Der ifo Geschäftsklimaindex ist unerwartet auf 85,2 Punkte gesunken (Dezember: rev. 86,3), ebenso die Geschäftserwartungen (83,5 nach rev. 86,3). Bei der gedämpften Einschätzung der aktuellen Lage gibt es offenbar keine große Hoffnung, dass sich daran in den nächsten sechs Monaten etwas ändern könnte. Zwar konnte sich die Stimmung in der deutschen Industrie etwas aufhellen – der entsprechende Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe stieg auf 45,4 nach zuvor 43,3; dafür enttäuschte der zuletzt resiliente Sektorservice (47,6 nach 49,3). Beide Indizes liegen weiterhin deutlich unterhalb der Wachstumsschwelle von 50 Punkten (Abb. 3). Breit angelegte Streiks, erneut aufkeimende Lieferengpässe im Zuge der Krise in Nahost sowie ein außergewöhnlich hoher Krankenstand belasteten im Januar das Klima. Die Vorzeichen für das erste Quartal des neuen Jahres sind schlecht – eine technische Rezession im Winterhalbjahr ist daher durchaus möglich.

Stimmung zum Jahresauftakt verhalten

Abb. 3 · Monatliche Einschätzung deutscher Unternehmen



Quelle: Datastream, eigene Berechnungen

Mittelfristige Aussichten für Deutschland durchwachsen

Darüber hinaus sind auch die mittelfristigen Herausforderungen vielfältig: Gegenwind für die deutsche Wirtschaft kommt neben den hohen Energiekosten vor allem von der schwachen globalen Nachfrage (China). Das einseitige globale Wachstum von Dienstleistungen im Vergleich zu Waren macht dem Produktionsstandort Deutschland zu schaffen. Zum ohnehin schwierigen konjunkturellen Umfeld gesellen sich strukturelle Probleme, darunter Arbeitskräftemangel, eine hohe Regulierungs- und Steuerlast und die nur schleichend voranschreitende Digitalisierung. Die Haushaltskrise des Bundes verhindert größere fiskalische Maßnahmen wie etwa in den USA. Der IWF hat seinen Ausblick für Deutschland um -0,4 Prozentpunkte auf nun 0,5 % BIP-Wachstum für dieses Jahr herabgestuft. Mit +1,6 % könnte es 2025 dann wieder etwas stärker bergauf gehen. Die Inflationsrate in Deutschland lag im Januar nach nationaler Rechnung bei 2,9% (HVPI: +3,1%). Nach dem durch Basiseffekte bedingten Ausreißer nach oben im Dezember (+3,7%) setzt sich der Abwärtstrend damit fort. Die Hoffnungen ruhen auf dem Konsum, der angesichts einer sinkenden Inflation dieses Jahr wieder unterstützend wirken soll.

FINANZMÄRKTE

Bondmärkte fixiert auf Zinssenkungen

Die Renditen für Staatsanleihen sind im Januar gestiegen. Die zehnjährige Bundesanleihe rentierte mit zuletzt knapp 2,3 % rd. 25 Basispunkte höher als noch zu Jahresbeginn (10Y US-Treasuries: +18 bps bzw. 4,0%, Abb. 4). Der Anstieg muss jedoch vor dem Hintergrund der beiden Schlussmonate des Vorjahres

Staatsanleiherenditen im Januar stabil

Abb. 4 · Renditen zehnjähriger Staatsanleihen, in %



Quelle: Datastream, eigene Berechnungen

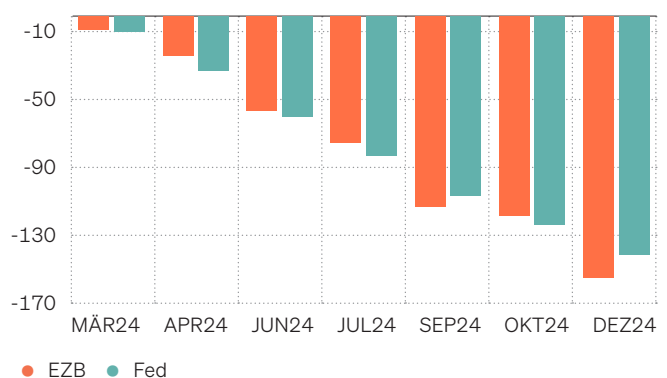
betrachtet werden, in denen die Renditen der zehnjährigen Staatsanleihen beider Länder gut 100 Basispunkte verloren. Kontinuierlich sinkende Inflationsraten hatten an den Märkten Zinssenkungserwartungen und Bondkurse beflügelt. Die Volatilität täuscht leicht darüber hinweg, dass die Rendite der deutschen Bundesleihe in 2023 insgesamt rd. 50 Basispunkte verloren hat und die von US-Treasuries zum Jahresende nahezu auf dem Niveau vom Jahresanfang stand – beides trotz rekordhoher Leitzinsen. Der Renditeanstieg seit Jahresbeginn ist daher eher als korrektive Gegenbewegung zum jüngsten Rückgang einzuordnen.

Lohnentwicklung könnte den Unterschied machen Zentralbanker haben seitdem versucht, den überzogenen Hoffnungen auf baldige Zinssenkungen verbal entgegenzutreten.

Während der Pressekonferenz nach der jüngsten EZB-Entscheidung, die Zinsen konstant zu halten, betonte Präsidentin Christine Lagarde Ende Januar mehrfach, die EZB werde auch künftig datenabhängig entscheiden. Besonders richtungweisend sei neben der Inflation die Entwicklung der Löhne und Gehälter in den kommenden Monaten. Informationen dazu werden aber frühestens im April vorliegen. Das wäre zu spät für eine mögliche erste Zinssenkung in diesem Monat. Die Dienstleistungsinflation, auf die die Währungshüter deswegen einen gesonderten Blick werfen, blieb im Januar mit vier Prozent hartnäckig hoch. Das deutet darauf hin, dass der vom robusten Arbeitsmarkt herrührende inländische Inflationsdruck nicht nachgelassen hat. Dafür spricht auch die historisch niedrige saisonbereinigte Arbeitslosenquote, die im Dezember unverändert bei 6,4 % lag. Auf wiederholte Nachfrage schloss Lagarde allerdings eine erste Zinssenkung bereits im April nicht explizit aus;

Märkte mit hohen Erwartungen

Abb. 5 · Marktimplizite Zinsänderungserwartung, basierend auf €STR Forward Swaps und Fed Fund Futures, in Basispunkten



Quelle: Datastream, eigene Berechnungen

insgesamt deutete der Ton der Pressekonferenz auf eine hohe Zuversicht hin, dass der Abwärtstrend der Inflationsraten intakt sei. Ratsmitglied Francois Villeroy de Galhau gab Spekulationen weitere Nahrung, indem er sich damit zitieren ließ, dass bezüglich der ersten Zinssenkung kein Datum ausgeschlossen sei. Daher preisen die Märkte weiterhin eine erste Zinssenkung für April ein. Bis Ende des Jahres könnten demnach fünf weitere folgen (Abb. 5). Auch die Fed beließ ihren Leitzins Ende Januar zum wiederholten Male unberührt bei 5,25 - 5,5 %, machte aber deutlich, dass sie den richtigen Zeitpunkt für Zinssenkungen noch nicht gekommen sieht. Dennoch preisen die Märkte bis Jahresende ähnlich viele Zinsschritte ein wie im Euroraum.

Sinkende Inflation setzt Zentralbanken unter Zugzwang

Die selbst ausgerufene Datenabhängigkeit könnte den Handlungsspielraum der EZB bald stark einschränken. Sollte die Inflation weiter sinken, dürfte es kaum plausible Argumente geben, mit Zinssenkungen zu warten. Die Inflationserwartungen im Euroraum für den in fünf Jahren beginnenden Fünfjahreszeitraum liegen mit 2,23 % so niedrig wie seit August 2022 nicht mehr – als seitdem die Inflation an Schwung aufnahm. Die Wirtschaft stagniert praktisch und die Aussichten für 2024 haben sich nur marginal verbessert. Die jüngste vierteljährliche Umfrage der EZB unter den Geschäftsbanken im Euroraum zeigt, dass diese ihre Kreditstandards weiter verschärft haben. Gleichzeitig schwächte sich die Nachfrage nach Krediten erneut ab. Die durchschnittliche Zinslast der Unternehmen und Haushalte dürfte zunächst weiter steigen, da die aus der Zinsbindung laufenden Kredite zu höheren Zinssätzen refinanziert werden müssen. Entsprechend weniger Mittel verbleiben für Investitionen und Konsum, was die wirtschaftliche Aktivität und somit auch den Preisdruck dämpft. Der von der EZB angestrebte Transmissionsmechanismus höherer Zinsen, mit dem sie das Zwei-Prozent-Inflationsziel sicherstellen will, ist in vollem Gange. Verzögerte Effekte der letzten Zinsanhebungen stehen noch aus. Ein Grund für die Zurückhaltung der Zentralbanken ist, dass sie ein Wiederaufflammen der Inflation unbedingt verhindern wollen. Als die Fed Anfang der 70er Jahre nach einer ersten Inflationswelle die Geldpolitik lockerte, folgte eine zweite, noch stärkere Teuerungswelle. Die verfrühten Zinssenkungen werden im Nachhinein als einer der bedeutendsten geldpolitischen Fehler in der Geschichte der Fed bewertet, der nur mit noch stärkeren Zinsanhebungen und einer tiefen Rezession der US-Wirtschaft korrigiert werden konnte. Ein solches Szenario soll nun unbedingt verhindert werden. Um auf Nummer sicher zu gehen, dürfte die EZB daher die Daten zur Lohnentwicklung im Euroraum

zum Jahresbeginn noch abwarten. Fallen sie moderat aus, könnte das den Startschuss für Zinssenkungen bedeuten.

Hürden auf dem Weg zum Inflationsziel

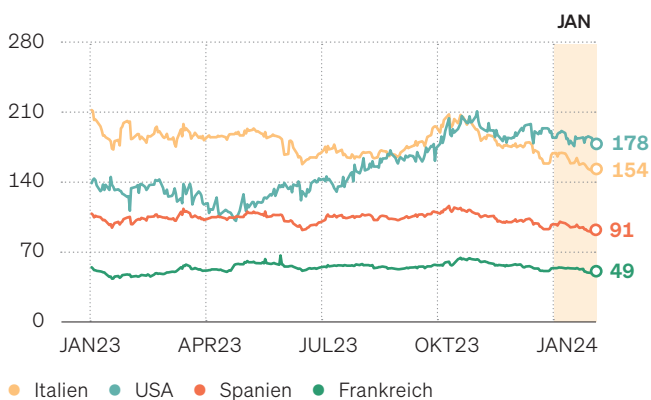
Neben der Lohnentwicklung lauern weitere Gefahren. Der Ölpreis könnte noch einen Strich durch die Rechnung machen. Bisher ist er seit Ausbruch des Gaza-Kriegs gefallen, anstatt zu steigen – Ausdruck einer ausgeprägten Nachfrageschwäche, die vor allem auf China zurückgeht. Sollte eine Eskalation in Nahost den Ölpreis hochtreiben, würde die Inflation bald folgen. Zwar sind die Energiepreise bei der von den Zentralbanken viel beachteten Kerninflation herausgerechnet; höhere Transport- und Produktionskosten könnten aber in Form steigender Preise an die Konsumenten weitergegeben werden und so doch ihren Weg in die Kerninflation finden – so wie es nach dem Überfall Russlands auf die Ukraine der Fall war. Und eine weitere, noch nicht allzu weit zurückliegende Erinnerung wird wieder wachgerüttelt: Preistreibende Lieferengpässe. Das Ausweichen von Transportschiffen vom Roten Meer auf die längere Route um Südafrika macht den Transport deutlich zeitaufwändiger und teurer. Schon steigen die Frachtraten wieder spürbar an. Noch ist das Ausmaß der Pandemie nicht erreicht; die Entwicklung in der Region ist aber so dynamisch, dass praktisch jeder denkbare Fortgang realistisch erscheint – einschließlich erneuter massiver Verwerfungen im globalen Handelssystem. Es wird die schwierige Aufgabe der Zentralbanken sein, diese Risiken gegeneinander abzuwägen.

Renditen der Euronachbarn profitieren

Die Risikoaufschläge der Euronachbarn sind im Januar ebenfalls zurückgegangen. Sie profitieren vom risk-on-Modus, in dem sich die Märkte seit November letzten Jahres befinden. Die Aussicht auf niedrigere Zinsen macht die Schuldenlast perspektivisch erträglicher. Außerdem hat das EU-Parlament den Entwurf des neuen Stabilitäts- und Wachstumspaktes verabschiedet. Im Mittelpunkt stehen die Obergrenzen von 3 % beziehungsweise 60 % für Haushaltsdefizit und Schuldenquote. Allerdings wurden die Anpassungspfade erheblich flexibilisiert. Solange das Defizit eines EU-Mitglieds über drei Prozent liegt, ist pro Jahr lediglich ein Mindestdefizitabbau von 0,5 Prozent des Bruttoinlandsprodukts vorgesehen. Ein Hauptprofiteur dürfte Italien – die drittgrößte Volkswirtschaft der Eurozone – sein. Dessen Haushaltsplan sieht für 2024 ein Defizit von 5,3 % sowie bis 2026 eine Reduktion um jährlich 0,6 Prozentpunkte vor, was sich im neuen EU-Regelwerk darstellen ließe. Entsprechend stark fiel die Erleichterung und damit der Renditerückgang aus:

Risikoaufschläge seit Jahresanfang gesunken

Abb. 6 · Renditespreads zehnjähriger Staatsanleihen ggü. Deutschland, in Basispunkten



Quelle: Datastream, eigene Berechnungen

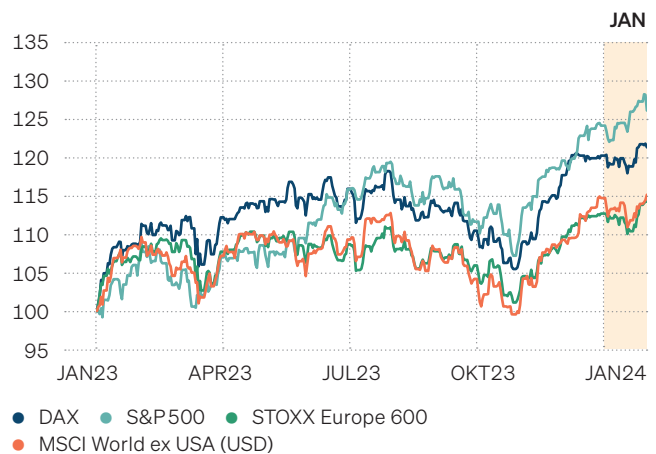
Der Aufschlag auf die zehnjährige Bundesanleihe lag zuletzt bei nur noch rd. 150 Basispunkten – so niedrig wie vor Beginn des Zinsanhebungszyklus (Abb. 6). Der fortschreitende Bilanzabbau der EZB dürfte im Jahresverlauf aber für Aufwärtsdruck sorgen. Bisher sind Wiederanlagen noch in die Anleihen südlichen Euroländer geflossen und haben die Kurse dort gestützt. Die Hilfe von dieser Seite wird mit der geplanten Beschleunigung des QT aber abnehmen. Dem dürften die ersten Zinssenkungen entgegenwirken. Zusammen mit den flexibleren fiskalischen Schuldenregeln könnte die verhältnismäßig geringe Spread-Bandbreite der letzten zwei Jahre damit erhalten bleiben.

Aktienmärkte setzen Euphorie fort

Die Börsen haben den Schwung vom Jahresende mit in das neue Jahr genommen. November und Dezember hatten bereits deutlich steigende Kurse gesehen, so dass die Gesamtperformance am Jahresende im DAX bei gut 20 % und im S&P 500 gar bei 24 % stand. Die Spekulationen auf baldige Zinssenkungen haben im Januar die Stimmung trotz der warnenden Töne der Zentralbanker hochgehalten: Der DAX konnte erstmals die Marke von 17.000 Punkten erklimmen und der S&P 500 erreichte mit 4.931 ebenfalls ein neues Allzeithoch. Zum Monatsende stehen beim DAX knapp +1 % und im S&P 500 rd. +1,6 % zu Buche (Abb. 7).

Bullen bleiben am Ruder

Abb. 7 · Indizes ausgewählter Aktienmärkte, 1. Januar 2023=100



Quelle: Datastream, eigene Berechnungen

Berichtssaison sorgt für gute Laune

Die Quartalszahlen für das 4. Quartal 2023 werden derzeit von den im S&P 500 vertretenen Unternehmen präsentiert. Als wichtigster Leitindex der Welt hat das Wohlergehen dieser Unternehmen Signalwirkung auf die Finanzmärkte weltweit. Demnach könnten die Gewinne im Schussquartal des Vorjahres um gut 6 % gestiegen sein. Nach vergleichsweise niedrigen +3,2 % in 2023 insgesamt könnten die Gewinne dieses Jahr mit erwarteten 10 % wieder kräftiger steigen – ein Grund für die derzeit gute Stimmung an den Börsen. Das Festhalten an den Hoffnungen auf baldige Zinssenkungen zählt ebenfalls dazu. Die Kursanstiege der letzten drei Monate haben auch die Bewertungsrelationen spürbar expandieren lassen. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis des S&P 500 steht mit über 25 knapp 30 % oberhalb seines Zehnjahresdurchschnitts (Tab. 1). Die aktuelle Flughöhe macht die Aktienkurse daher anfällig für Korrekturen. Sollte das ‚soft landing‘ in den USA doch nicht, später, oder einfach nur weniger ‚soft‘ als erwartet ausfallen, könnten sich die momentanen Kurse schnell als aufgebläht herausstellen. Bei einer Neubewertung würden sie sich deutlich nach unten orientieren. In den USA stehen die Präsidentschaftswahlen an; erfahrungsgemäß haben sich Wahljahre angesichts der politischen Unsicherheit unter größeren Schwankungen seitwärts entwickelt.

Bewertungen europäischer Indizes trotz Expansion im historischen Vergleich unterdurchschnittlich

Tabelle 1 · KGVs und KBVs ausgewählter Aktienindizes

	Aktuell	Monats- beginn	Δ YTD (%)	10J Median	Abstand zu 10J Median (%)	Zukünfti- ges KGV	Aktuell	Monats- beginn	Δ YTD (%)	10J Median	Abstand zu 10J Median (%)
	Kurs-Gewinn-Verhältnis						Kurs-Buchwert-Verhältnis				
DAX	12,9	13,1	-1,4	14,7	-11,9	11,3	1,4	1,4	-0,35	1,62	-12,3
S&P 500	25,8	25,2	2,4	20,3	27,1	20,1	4,5	4,4	1,78	3,26	38,7
CAC 40	16,5	16,1	2,5	17,7	-6,6	12,2	1,9	1,9	-2,67	1,55	22,6
IBEX 35	12,2	12,3	-0,5	14,3	-14,7	10,5	1,4	1,4	-2,70	1,33	3,0
FTSE 100	10,6	10,7	-0,4	18,6	-42,8	10,6	1,7	1,7	-3,22	1,73	-4,1
FTSE MIB	6,4	6,4	1,1	12,7	-49,3	8,5	1,5	1,6	-3,07	1,25	21,7
STOXX Europe 600	13,9	13,9	0,0	17,8	-21,9	12,6	1,9	1,9	-1,81	1,80	5,6

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

Quelle: Datastream, Eikon, eigene Berechnungen

Schlechte Stimmung lastet auf dem Euro

Zunächst hatte die Gemeinschaftswährung vom risk-on-Modus Ende des vergangenen Jahres profitiert. So wie es häufig der Fall ist, wenn die Risikofreude der Anleger steigt, werden Anlagen außerhalb des sicheren Hafens USA attraktiver, die Nachfrage nach US-Dollar lässt nach und andere Währungen werten auf. Diese Bewegung hat dem Euro Ende Oktober eine kleine Rallye von unter 1,05 USD/EUR auf 1,11 USD/EUR zum Jahresende beschert – ein Plus von 6 %. Nach einigem Auf und Ab stand damit ein Jahresplus von 3,6 % zu Buche. Die lokalen Tiefs markieren deutlich die aus Investorensicht kritischen Momente in 2023: Die Bankenkrise im Frühling und die „higher for longer“ Diskussionen rund um die Geldpolitik im Frühsommer und im Herbst (Abb. 8).

Eurostärke vorerst beendet

Abb. 8 · Wechselkurs des Euros ggü. dem US-Dollar



Quelle: Datastream, eigene Berechnungen

Anders als an den Aktienmärkten hat sich die Stimmung im Januar jedoch gedreht und der Euro hat wieder nachgelassen. Die Beurteilung der Marktbeobachter, dass Christine Lagarde einer Zinssenkung schon vor Juni nicht vollends den Riegel vorgeschoben hat, ließ den Euro im Vergleich zum US-Dollar schwächer notieren. Die Hinweise auf einen schwachen konjunkturellen Jahresauftakt im Euroraum – insbesondere in Deutschland – trugen dazu bei. Dass die USA gleichzeitig stärker als erwartet wachsen konnten, unterstützte die Tendenz hin zum US-Dollar. Aus den jüngsten Zentralbankentscheidungen gehen keine eindeutigen Impulse in die eine oder andere Richtung hervor, da sich sowohl Fed als auch EZB verbal eher abwartend äußerten. Sobald die ersten Zinssenkungen tatsächlich kommen, könnten sie eher für zusätzliche Dollar-Stärke sorgen, denn in den USA treffen sie auf eine ohnehin robuste Konjunktur und könnten diese weiter beflügeln. Im Euroraum hingegen stottert die Wirtschaft und hat mit enormen strukturellen Herausforderungen zu kämpfen, für deren Bewältigung mehr als niedrige Zinsen benötigt werden.

Anhang

Die wirtschaftliche Situation im Euroraum

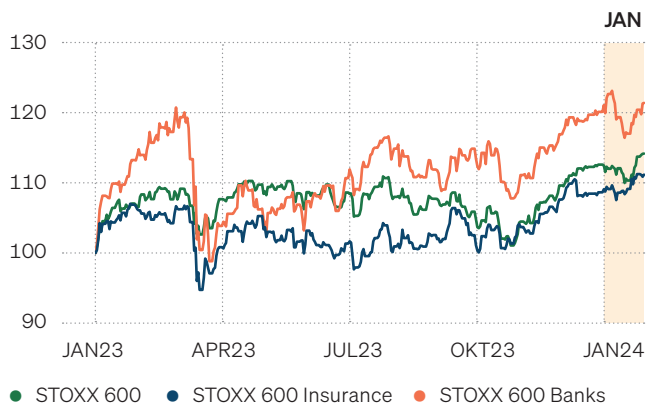
Tabelle 2 · Gesamtwirtschaftliche Kennzahlen

	Inflation, % ggü. Vorjahresmonat		BIP, % ggü. Vorquartal		BIP, % ggü. Q4 2019	
	JANUAR 2024	DEZEMBER 2023	Q4 2023	Q3 2023	Q4 2023	Q3 2023
Euroraum	2,8	2,9	-0,2	-0,1	2,8	3,0
Deutschland	3,1	3,8	-0,3	0,0	0,1	0,4
Frankreich	3,4	4,1	0,0	0,0	1,8	1,8
Italien	0,9	0,5	0,2	0,1	3,6	3,4
Spanien	3,5	3,3	0,6	0,4	2,9	2,2

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

Aktienindizes europäischer Versicherer und Banken

Abb. 9 · in €, 1. Januar 2023 = 100



Quelle: Datastream, eigene Berechnungen

Renditespreads von Corporate Bonds

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



Quelle: Datastream, eigene Berechnungen

Performance von Anleihen und Aktien

Tabelle 3 · Total Return ausgewählter Indizes

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

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

01.02.2024

Publikationsassistenz

Anja Birkenmaier

Autoren

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 2024