

ECONOMIC RESEARCH

Endlich bessere Konjunktursignale aus Deutschland

MAI 2024
Economics & Finance
Perspectives

Autor

Dr. Max Hanisch
m.hanisch@gdv.de

Executive Summary

Das BIP kann im ersten Quartal des Jahres positiv überraschen, mehrere Stimmungsindikatoren in der deutschen Wirtschaft deuten nun aufwärts. Die Erholung der weltweiten Industrie scheint langsam auf Deutschland auszustrahlen, eine konjunkturelle Wende zeichnet sich für 2024 ab. Ein weiterer Impuls wird voraussichtlich von der Zinssenkung der EZB im Juni ausgehen. Mehr Unsicherheit gibt es bezüglich der Frage, wann die Fed einen ersten Zinsschritt wagen wird. Die dort starke Konjunktur in Kombination mit zuletzt wieder steigenden Inflationsraten hat zu Ernüchterung an den Kapitalmärkten dies- und jenseits des Atlantiks geführt, der sich auch die EZB nicht entziehen kann. Aktienmärkte und der Euro haben recht deutlich nachgegeben, während die Renditen für Staatsanleihen zulegen.

GESAMTWIRTSCHAFT

Deutsches BIP überrascht (etwas)

Die jüngsten Konjunkturdaten für Deutschland haben positiv überrascht. Das deutsche Bruttoinlandsprodukt konnte im ersten Quartal des Jahres preis-, saison- und kalenderbereinigt um 0,2 % ggü. dem Vorquartal zulegen und damit den Konsens von +0,1 % leicht übertreffen. Verantwortlich dafür waren gute Exportzahlen und im Zuge des milden Winters der Bausektor. Zum Jahresende 2023 war das BIP noch geschrumpft, um revidiert 0,5 % (bisher: -0,3 %). Neben der Berechnung des ersten Quartals 2024 hat das Statistische Bundesamt auch die bisher veröffentlichten Ergebnisse des Vorjahres überarbeitet und neu verfügbare statistische Informationen in die Berechnungen der Ergebnisse einbezogen. Demnach stagnierte das deutsche BIP im Gesamtjahr 2023 preis- und kalenderbereinigt, anstatt wie zuvor gemeldet um -0,1 % zu sinken. Die Aufwärtsrevision ist insgesamt gering, aber dass die deutsche Wirtschaft einen BIP-Rückgang im vergangenen Jahr vermeiden und zum Jahresauftakt die Erwartungen übertreffen konnte, kann als positives Signal für den weiteren Jahresverlauf aufgefasst werden.

Trendwende in Sicht

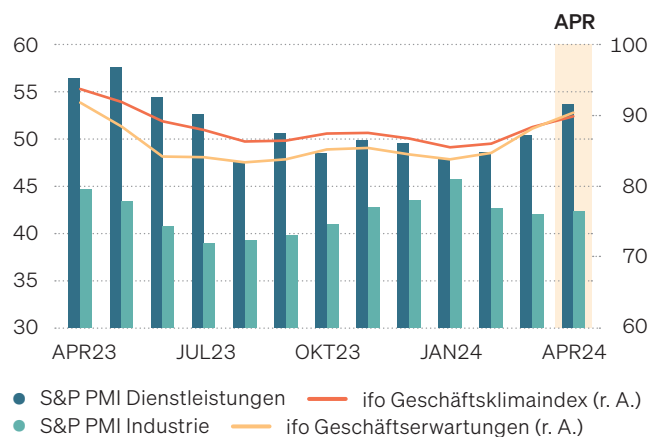
Mehrere Monatsindikatoren hatten zuvor bereits zarte Hoffnung auf ein Ende des konjunkturellen Tals geweckt. Der größte Produktionsanstieg in der Industrie seit mehr als einem Jahr deutet auf ein

Ende der wirtschaftlichen Flaute in Deutschland hin: Im Februar stellten Industrie, Bau und Energieversorger zusammen unerwartet 2,1 % mehr her als im Vormonat (Konsens: +0,3 %), nachdem es im Januar bereits einen Anstieg von 1,3 % gegeben hatte. Selbst von stark gestiegenen Kosten gebeutelte energieintensive Branchen wie die Chemieindustrie fuhren ihre Erzeugung kräftig nach oben. Im April konnten die Ergebnisse der Umfragen unter den Wirtschaftsakteuren die positive Stimmung bekräftigen: Die Einkaufsmanagerindizes (PMI) stiegen im Verarbeitenden Gewerbe von 41,9 auf 42,2 Punkte und im Dienstleistungssektor von 50,1 auf kräftige 53,3 Punkte. Der Gesamtindex stieg von 47,7 auf 50,5 und kehrte damit zum ersten Mal seit Juni 2023 wieder in den expansiven Bereich zurück. Auch die vom ifo-Institut befragten Unternehmen aller Branchen beurteilten aktuelle Lage und zukünftige Aussichten besser, als vom Markt im Schnitt erwartet wurde: Die Geschäftslage wurde mit 88,9 Punkten bewertet (erwartet: 88,7; März: 88,1). Besonders bedeutsam sind die verbesserten Geschäftserwartungen mit 89,4 Punkten (erwartet: 88,7; März: rev. 87,9; Abb. 1). Sie gelten als verlässlicher konjunktureller Vorlaufindikator für die kommenden Monate. Zudem war dies der dritte Anstieg des Index in Folge, was in der Vergangenheit häufig ein Signal für eine konjunkturelle Wende war.

Die jüngsten BIP-Prognosen orientieren sich vorsichtig nach oben. Die Bundesregierung hat in ihrer Frühjahrsprojektion bereits etwas Optimismus erkennen lassen: Sie hob ihre BIP-Prognose für das laufende Jahr leicht an auf nun +0,3 % ggü. Vorjahr (zuvor: +0,2 %). Neben den besseren Stimmungsindikatoren und dem Anstieg der Industrieproduktion sieht sie die

Licht am Ende des Konjunktur-Tunnels

Abb. 1 · Einschätzung zu Lage und Erwartungen in der deutschen Industrie



Quelle: LSEG, eigene Berechnungen

Inflation mit +2,4 % im laufenden Jahr schneller fallen als zuvor (+2,8 %). Im April ist die Inflation in nationaler Abgrenzung des Warenkorbstabils geblieben und lag wie im Vormonat bei +2,2 % ggü. dem Vorjahresmonat. Die Kerninflation hingegen ist weiter gesunken, von 3,3 % auf 3,0 %. Der HVPI ist leicht angestiegen, von 2,3 % auf 2,4 %; in der euroweiten Berechnung werden Energiepreise etwas höher gewichtet. Mit der sinkenden Inflation steigen die Reallöhne etwas schneller und als Folge dürfte sich der private Konsum dieses Jahr erholen. Diese Einschätzung bestätigte das GfK-Konsumklima im Mai, welches überraschend deutlich um 3,1 auf minus 24,2 Punkte stieg. Auch hier war es der dritte Anstieg in Folge. Zwar ist die Konsumlaune damit noch lange nicht berauschend – immerhin verharret der Index deutlich im negativen Bereich – aber das verbesserte Konsumklima weckt die Hoffnung auf eine Belebung des privaten Verbrauchs. Der Anstieg sei vor allem auf spürbar bessere Einkommenserwartungen zurückzuführen. Tatsächlich lag der Einzelhandelsumsatz im März real um 1,8 % höher als im Vormonat. Alles in allem verdichten sich die Anzeichen, dass mit Auslaufen des Winterhalbjahres nicht nur der kalendarrische, sondern auch der konjunkturelle Frühling langsam einsetzen könnte.

Signale aus dem Euroraum gemischt

Das euroweite BIP im ersten Quartal überrascht, aber die Einkaufsmanagerindizes entwickeln sich uneinheitlich. Mit +0,3 % ggü. Vorquartal konnte das BIP im Euroraum etwas stärker zulegen als erwartet (Konsens: +0,2 %). Unter den großen Volkswirtschaften stach Spanien mit einer Zuwachsrate von +0,7 % heraus. Die Inflation stagnierte im April bei 2,4 % ggü. dem Vorjahresmonat. Diese eigentlich positiven Nachrichten können aber nicht verbergen, dass die zeitnahen Monatsindikatoren ein eher gemischtes Bild der Konjunktur im Euroraum zeichnen. Während die PMI-Daten für Dienstleistungen im April von 51,5 auf 52,9 zulegten, gab es bei der Industrie einen überraschenden Rücksetzer (von 46,1 auf 45,6). Für die Industrie war es der vierte Rückgang in Folge. Recht kräftig gab der Industrie-PMI in Frankreich nach (von 46,2 auf 44,9). In Summe zeigt sich, dass die konsumnahen Bereiche allmählich Morgenluft schnuppern, während der Industriemotor noch nicht reibungslos läuft. Gerade im Bereich der Investitionsgüter dürften die hohen Zinsen noch bremsend wirken. Die sinkende Inflation lässt die Reallöhne in der Eurozone aber im Jahresverlauf steigen und stärkt den privaten Konsum. Hinzu kommen positive Impulse für die Industrie aus einer Zunahme des weltweiten Warenhandels. Zusammen mit der Aussicht auf langsam sinkende Zinsen sollte auch die Industrie wieder festeren Boden unter den Füßen bekommen.

Überraschende Stimmungsverschlechterung in den USA

Nachdem sich die amerikanische Volkswirtschaft trotz Zinserhöhungen als bisher erstaunlich resilient gezeigt hat, ist die Dynamik im 1. Quartal 2024 unerwartet zurückgegangen. Die US-Wirtschaft expandierte laut Schnellmeldung nur um 0,4 % ggü. dem Vorquartal. Zuvor war ebenfalls entgegen den Erwartungen der PMI in den USA von 52,1 auf 50,9 gesunken. Sowohl in der Industrie (von 51,9 auf 49,9) als auch bei den Dienstleistungen (von 51,7 auf 50,9) gab es einen spürbaren Dämpfer. Die Verlangsamung des Wachstums spiegelt vor allem einen geringeren Anstieg der privaten Konsum- und Staatsausgaben wider. Die Exporte wuchsen nur moderat, während die Importe deutlich zugenommen haben. Gleichzeitig bleibt aber die Inflation, vor allem auf Grund des starken Arbeitsmarktes, hoch und scheint sich zunehmend zu verfestigen. So hat die Inflationsrate in den ersten drei Monaten des Jahres kontinuierlich zugenommen (CPI: zuletzt 3,5 % im März). Daraus könnten sich bedeutende Konsequenzen nicht nur für die geldpolitische Ausrichtung der Fed, sondern auch für die der EZB ergeben (s. u.).

Aus China kamen dagegen positive Nachrichten.

Das BIP dort ist zum Jahresauftakt 2024 um 1,6 % ggü. dem Vorquartal (+5,3 % ggü. Vorjahresquartal) gewachsen. Das Erreichen des zwischenzeitlich angezweifelten Wachstumsziels von 5 % für das Gesamtjahr wird dadurch realistischer. Ein Wiederaufleben der chinesischen Wirtschaft könnte auch dem Euroraum und insbesondere Deutschland zugutekommen. Während die Konjunktur in den USA in den vergangenen Quartalen ein ums andere Mal positiv überraschte und der Euroraum und China enttäuschten, deutet sich damit aktuell eine Trendumkehr bzw. eine Konvergenz der Wirtschaftswachstumsraten an. Für sich genommen sind das gute Nachrichten, da sie es den Zentralbanken ermöglichen, ihre Geldpolitik besser zu synchronisieren und damit Spannungen im globalen Finanzsystem zu verringern. Allerdings deutet sich gleichzeitig an, dass die Inflation einmal mehr Sand ins Getriebe streut. Solange sie im Euroraum sinkt, während sie in den USA steigt, unterbindet sie eine ebensolche Synchronisierung, mit entsprechenden Folgen für die internationalen Kapitalströme (s. u.).

IWF warnt vor globaler Blockbildung

Geopolitische Fragmentierung, mittelfristige Wachstumsaussichten und hohe Schuldenstände waren die großen Themen bei den IWF Spring Meetings im April. Der Wettstreit zwischen den USA und China, aktuell zu erkennen bei der Herstellung von

fortgeschrittenen Computer-Chips, intensiviert sich weiter. Zuletzt hat sich auch der Ton in der EU verschärft und auf beiden Seiten des Atlantiks wird über weitere Einfuhrbeschränkungen, bspw. von E-Autos, nachgedacht. China wird derzeit vorgeworfen, dass es den Weltmarkt mit seiner Überproduktion flutet, da die heimische Binnennachfrage zuletzt weiter schwächelte. Auch die US-Wahl im Herbst steigert die Unsicherheit und eine zweite Amtszeit von Trump wird wirtschafts- und geopolitisch bereits in einem Ausmaß vorbereitet, das schnell zu einer selbst erfüllenden Prophezeiung werden könnte. Das wirtschaftspolitische Umfeld war in der jüngsten Geschichte selten mit so vielen latenten Risikoszenarien behaftet. Hinzu kommt, dass auch das mittelfristige Wirtschaftswachstum in den letzten 20 Jahren laufend hinter den Erwartungen des IWF zurückgeblieben ist. Die Hausaufgaben für die Mitgliedsstaaten sind entsprechend umfangreich: Es sind bedeutende Wirtschaftsreformen notwendig, um die Allokation von Produktionsfaktoren (Arbeit und Kapital) hin zu den produktiven Unternehmen zu verbessern, um die Produktivität der Gesamtwirtschaft zu steigern. Gleichzeitig sind teilweise umfassende fiskalische Konsolidierungen notwendig. Ob diese Maßnahmen in dem Jahr, wo in mehr als 60 Ländern und für knapp die Hälfte der Weltbevölkerung Wahlen anstehen, auf offene Ohren bei den Regierungen treffen, ist eher unwahrscheinlich. Sollten sich die protektionistischen Maßnahmen weiter verschärfen, würden sie den Welthandel künstlich einschränken und unnötig Wirtschaftswachstum kosten.

Steigende Ölpreise bedrohen den Aufschwung

Die Weltmarktpreise für Öl sind seit Jahresanfang um ca. 13 % gestiegen. Die OPEC+-Länder haben die Kürzungen ihrer Förderquoten bis Juli diesen Jahres verlängert. Ein Interesse an wesentlich höheren Ölpreisen dürften die Mitgliedsländer jedoch nicht haben, da sie sich destabilisierend auf die Weltwirtschaft und damit negativ auf die globale Ölnachfrage auswirken könnte. Auch die anhaltenden Spannungen im Nahen Osten dürften einen Anteil an dem Preisauftrieb haben. Abseits geopolitischer Risiken, wie einer weiteren Eskalation des Konflikts zwischen Israel und dem Iran, liegen keine zusätzlichen Preistreiber vor. Vor dem Hintergrund höherer ungenutzter Förderkapazitäten und gut gefüllter Speicher rechnet bspw. der IWF mit einem etwas niedrigeren Preisniveau von Öl für das Gesamtjahr 2024 ggü. 2023.

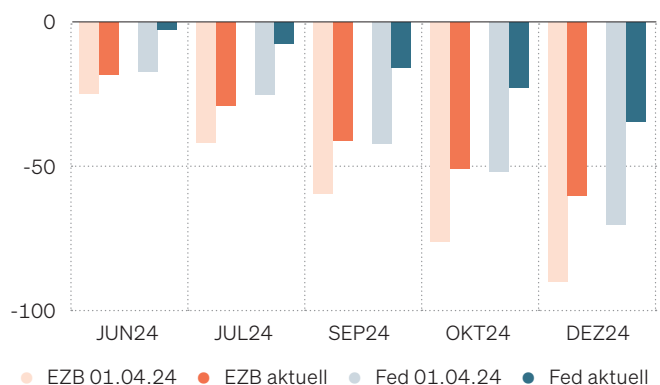
FINANZMÄRKTE

Geldpolitik zurück im Fokus

Das übergeordnete Narrativ an den Finanzmärkten ist die erwartete Verzögerung der Zinswende der Fed. Mehrere überraschend hohe Inflationswerte in Folge und ein weiterhin robuster Arbeitsmarkt haben die Erwartung von zu Beginn des Jahres sechs auf nur noch eine Zinssenkung in diesem Jahr schrumpfen lassen (Abb. 2). Nicht nur das: Es wird auch die Möglichkeit konstanter oder sogar steigender Zinsen in den USA diskutiert – je nach weiterer Datenentwicklung. Fed-Chef Jerome Powell musste im Rahmen der jüngsten Fed-Sitzung Anfang Mai eingestehen, dass die Geldpolitik wohl länger restriktiv bleiben wird als er selbst erwartet hat. Noch Ende März hatte er betont, dass die bis dahin bekannten zwei heißer als erwarteten Inflationsraten aus Januar und Februar den Desinflationprozess nicht beendet hätten. Er stemmte sich aber gegen die Erwartung steigender Zinsen. Stattdessen könne es „wahrscheinlich länger dauern als erwartet, bis wir genug Zuversicht haben, um die Zinsen wieder zu senken“. Er betonte, die US-Zentralbank habe angesichts der weiter rund laufenden US-Wirtschaft „den Luxus“, geduldig bleiben zu können. Die Fed neigt also weiterhin eher zu Zinssenkungen als -anhebungen, aber das Timing wird unsicherer. Damit kommt den nächsten Datenpunkten wieder eine größere Bedeutung zu; sie werden entscheiden über die weitere geldpolitische Ausrichtung in den USA. Gut möglich, dass im Zuge dieser Gemengelage auch die verbleibende Zinssenkung noch ausgepreist werden. Unsicherheit und Nervosität am Markt sind angesichts der großen Bandbreite möglicher Entwicklungen entsprechend

Zinssenkungserwartungen zurückgenommen

Abb. 2 · Marktimplizite Zinsänderungserwartung, basierend auf €STR Forward Swaps und Fed Fund Futures, in Basispunkten



Quelle: LSEG, eigene Berechnungen

hoch, Anleiherenditen für zehnjährige US-Staatsanleihen sind mit 4,6 % auf Jahreshöchststände geklettert (Abb. 3).

Inflationsszenarien verheißen nichts Gutes

Eine erneut unerwartet hohe Inflation würde an den Märkten sicherlich für zusätzlichen Abwärtsdruck sorgen. Aber auch wenn kommende Inflationsdaten stattdessen nach unten überraschen sollten: Nach den Aussagen von Powell ist klar, dass die Fed nun noch länger wird warten müssen, bis sie ausreichend Evidenz hat, dass sich die Inflation verlässlich ihrem Zielwert annähert. Zur Einordnung: Der durchschnittliche Anstieg gegenüber dem Vormonat betrug in den ersten drei Monaten des Jahres 0,4 %. Sollte sich dieser Wert bis zum Jahresende fortsetzen – die Inflation sich also weder beschleunigen noch abbremsern – würde die jahresdurchschnittliche Inflationsrate 4 % betragen und damit deutlich oberhalb des Ziels liegen. Sollte die monatliche Inflationsrate auf 0,3 % ggü. Vormonat sinken, läge sie immer noch bei 3 % im Jahresvergleich. Um das Ziel von 2 % zu erreichen, dürfte die Inflation von nun an monatlich um nur 0,1 % gegenüber dem Vormonat steigen; eine noch nie erreichte Folge sehr niedriger Anstiege. Die Wahrscheinlichkeit, dass es so kommt, ist entsprechend gering. Der Aufwärtsdruck auf die Renditen bleibt daher vorerst bestehen. Die Situation erinnert an den letzten Sommer, als unerwartet hohe Inflationsdaten die Fed zum „higher for longer“ und die Finanzmärkte in die Knie zwangen. Der Unterschied heute ist, dass zumindest die Aktienmärkte nach der Rallye der letzten sechs Monate deutlich höher stehen und damit anfälliger für Korrekturen sind (s. u.). Unsicherheit angesichts der nahenden US-Präsidentenwahl und die geopolitischen Krisenherde werden die Märkte ebenfalls weiter beschäftigen.

Steigende US-Renditen global spürbar

Die steigenden US-Renditen haben auch die europäischen Staatsanleiherenditen angehoben; allerdings weniger stark, so dass die Spreads gestiegen sind. Der Abstand betrug zuletzt über 200 Basispunkte, so viel wie zuletzt Ende 2019. Rein aus europäischer Sicht gibt es eigentlich keine Gründe, warum die Renditen steigen sollten: Die Wirtschaft lahmt, die Inflation sinkt und die EZB wird im Juni mit einer ersten Zinssenkung beginnen. Zwar ist der weitere Zinsverlauf danach unsicher, die Märkte preisen implizit aber Zinssenkungen im Umfang von 63 Basispunkten bis zum Jahresende ein. Der jüngste Renditeanstieg geht also auf den enormen Einfluss zurück, den die USA auf das globale Finanzsystem ausüben. Die deutsche Bundesanleihe notiert mit 2,6 % auf Jahreshöchststand, die Renditeabstände zu den Euronachbarn sind seit Jahresanfang konstant oder sogar gesunken (Abb. 4). Im Zuge der ersten Zinssenkung der EZB ist jedoch mit einer Entspannung in den kommenden Monaten zu rechnen. Die Zinsstrukturkurve für Bundesanleihen dürfte sich bis zum Jahresende verflachen, die Renditen am kurzen Ende könnten deutlich sinken. Darüber hinaus ist das Potenzial für Rückgänge jedoch begrenzt. Der Abbau der Wertpapierbestände bei den Notenbanken bei gleichzeitig relativ hoher staatlicher Emissionstätigkeit spricht gegen ein erneutes und nachhaltiges Absinken der Bundrendite unter die 2 %-Marke. Hinzu kommt die Unsicherheit über den langfristigen Inflationspfad aufgrund struktureller Veränderungen in Deutschland und im Euroraum. Und aus den USA ist kaum auf Entspannung zu hoffen. Auf Sicht der nächsten Jahre könnten die Kapitalmarktzinsen daher eher im Gravitationsbereich der 3 %-Marke liegen.

Staatsanleiherenditen im Aufwind

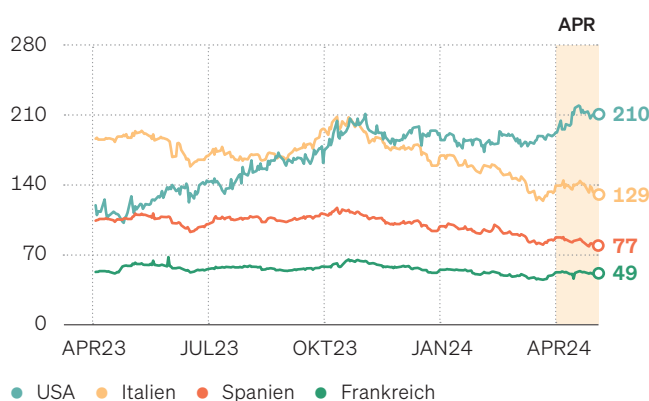
Abb. 3 · Renditen zehnjähriger Staatsanleihen, in %



Quelle: LSEG, eigene Berechnungen

Renditeabstand zu den USA gestiegen

Abb. 4 · Renditespreads zehnjähriger Staatsanleihen ggü. Deutschland, in Basispunkten



Quelle: LSEG, eigene Berechnungen

US-Inflation wird zum Problem für die EZB

Für die EZB verkompliziert das Zögern der Fed ihre geldpolitische Ausrichtung. Die USA ausgeklammert spricht der aktuelle Mix aus Konjunktur und Inflation im Euroraum zweifelsohne für erste Zinssenkungen (s. o.). Ein steigendes Zins- und Renditedifferential aber sorgt für eine Umlenkung von Kapital in die USA. Die Folge sind ein schwächerer Euro und möglicherweise wieder ansteigender Inflationsdruck. Sollte die EZB sich mit Zinssenkungen zurückhalten – entweder weil die Inflation wirklich wieder ansteigt oder aus Vorsicht, bevor es soweit ist – könnte ein „higher for longer“ auch im Euroraum die schwache Konjunktur zusätzlich belasten und den sich zuletzt abzeichnenden zarten Aufschwung im Keim ersticken. Mithin ist die EZB nicht so unabhängig von der Fed, wie Christine Lagarde es zuletzt betont hat. Im Zuge der jüngsten Sitzung, in der die Leitzinsen erwartungsgemäß unberührt blieben, bereitete die EZB die Finanzmärkte auf eine nahende erste Zinssenkung vor. In ihrem Statement wies sie erstmals darauf hin, dass „eine Lockerung der aktuellen geldpolitischen Straffung angemessen“ wäre, sofern die Entwicklung der Inflationsrate anhalte. Lagarde betonte zudem, dass die EZB „die Risiken für das Wirtschaftswachstum abwärtsgerichtet“ sieht. Einige Ratsmitglieder waren laut Lagarde bereits für eine sofortige Zinssenkung. Dies zementierte die Markterwartungen einer Zinswende in der kommenden Sitzung am 6. Juni, offenbar unabhängig davon, wie sich die Fed bis dahin positioniert. Dennoch wird die EZB genauestens auf die nächsten Daten aus den USA und die geldpolitische Reaktion der Fed beobachten. Auch der zuletzt gestiegene Ölpreis stiftet in diesem Zusammenhang Unruhe. Zwar wirken sich höhere Energiepreise nicht unmittelbar auf die Kerninflation und die für die EZB sehr wichtige Lohnentwicklung aus; sollten sie aber dauerhaft hoch bleiben, werden sie sich auch in die Gesamtinflation durchfressen. Ein schwächerer Euro erhöht die in US-Dollar notierten Energiepreise zusätzlich. Die kurzfristigen Inflationserwartungen im Euroraum sind zwar etwas angestiegen, mittelfristig liegen sie mit 2,4 % aber unverändert auf dem Niveau vom Jahresanfang. Die direkten Auswirkungen des Nahostkonflikts auf die Finanzmärkte sind bisher kaum messbar, aber über diesen Umweg könnten sie indirekt dennoch großen Einfluss ausüben. Anders als zuvor angenommen dürfte die EZB daher vor der Fed beginnen, die restriktive Geldpolitik zu lockern. Ob die Fed dieses Jahr überhaupt noch nachzieht, ist derzeit völlig offen.

Die Folgen der wieder gestiegenen Renditen

Die mit den Renditen steigenden Kreditkosten machen sich schon jetzt bemerkbar. In den USA stieg der Referenzzins für Hypotheken über eine

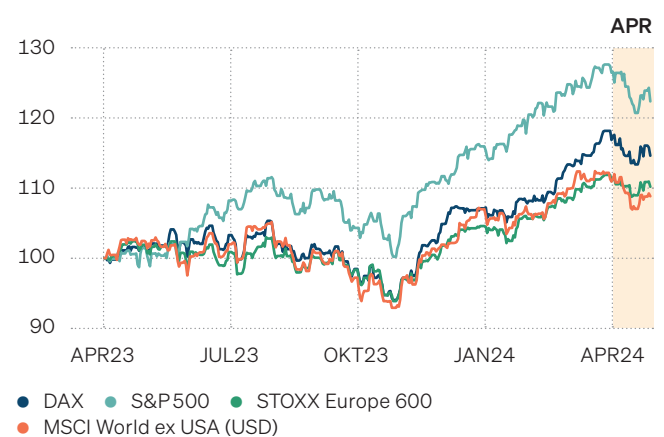
Laufzeit von 30 Jahren auf über sieben Prozent, gleichzeitig gingen die Verkäufe von Bestandshäusern und -wohnungen in den USA zurück. Deutschlands Banken verlangten für ein Baudarlehen mit zehn Jahren Zinsbindung im Durchschnitt zuletzt knapp 3,6 %, also etwas mehr als 3,5 % zu Jahresbeginn. Eine anhaltende Abkühlung am Immobilienmarkt könnte den Konsum belasten und damit auch auf die Konjunktur durchschlagen. So war bzw. ist der starke Konsum ein zentraler Treiber der dynamischen US-Wirtschaft. Auch im Euroraum ruht viel Hoffnung auf mehr ausgabenfreudigen Konsumenten. Der Wiederanstieg der Kapitalmarktzinsen könnte sich in diesem Zusammenhang als schwierig erweisen und es muss sich erst noch zeigen, inwiefern die anstehenden Zinssenkungen der EZB dem Aufwärtsdruck aus den USA entgegenwirken können.

Aktienmärkte atmen kurz durch

An den Börsen hatten Anleger das schrittweise Auspreisen der erwarteten Zinssenkungen der Fed zuvor gut weggesteckt. YTD standen S&P 500 und DAX zwischenzeitlich bei +10 %. Sie wurden getragen von einer starken US-Berichtssaison zum vierten Quartal 2023. Da auch die Gewinnaussichten für 2024 gut sind, konnten sie mit der Aussicht auf höhere Zinsen umgehen. Nachdem die US-Geldpolitik in den vergangenen Jahren die Richtung an den Märkten vorgegeben hatte, war die Bedeutung ihrer Entscheidungen zurückgegangen und die Fundamentaldaten mehr in den Vordergrund getreten. Die jüngsten Inflationsdatenpunkte hingegen, zusammen mit der verbalen Kehrtwende von Powell, haben die Geldpolitik wieder ganz oben auf die Liste der wichtigsten Einflüsse an den Finanzmärkten gehoben. Im April gingen die Kurse

Aktienmärkte im April mit Rücksetzern

Abb. 5 · Indizes ausgewählter Aktienmärkte, 1. April 2023=100



Quelle: LSEG, eigene Berechnungen

Bewertungen europäischer Indizes könnten Kurse nach unten absichern

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	14,6	14,9	11,2	14,6	-0,1	11,9	1,5	1,5	3,36	1,62	-9,0	
S&P 500	26,2	26,9	4,0	20,4	28,4	20,0	4,4	4,6	-0,02	3,30	34,4	
CAC 40	17,5	17,6	8,7	17,6	-0,6	13,0	1,9	2,0	-0,77	1,56	24,1	
IBEX 35	13,3	13,6	8,6	14,3	-6,9	10,6	1,4	1,4	-2,49	1,33	2,9	
FTSE 100	11,8	11,5	10,5	18,5	-36,4	10,9	1,7	1,7	0,53	1,72	-0,1	
FTSE MIB	9,3	9,6	45,7	12,5	-25,8	9,1	1,3	1,4	-19,58	1,25	0,5	
STOXX Europe 600	17,3	17,3	24,6	17,7	-2,3	13,2	1,9	2,0	-0,46	1,81	6,7	

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

zurück und fielen zwischenzeitlich ca. 5 % unter ihre Jahreshöchstwerte. Eine erneut gute Berichtssaison zum ersten Quartal 2024 konnte die Stimmung zum Monatsende wieder etwas auffangen. Der DAX notierte zuletzt mit über 18.000 Punkten bei YTD +7 %, der S&P 500 hält sich oberhalb der Marke von 5000 Punkten (YTD: +6 %; Abb. 5).

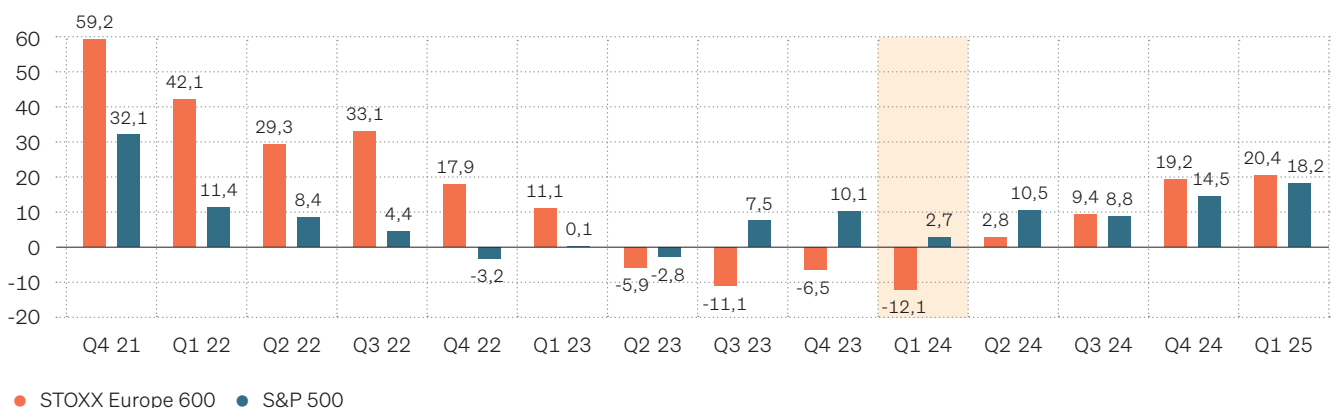
Vor allem für die amerikanischen Märkte besteht wenig Upside-, aber viel Downsidepotential. Eine gute Berichtssaison zu 24Q1 ist eingepreist, mit besonderem Augenmerk auf den Ergebnissen der Tech-Giganten. Die ersten Unternehmen aus dieser Gruppe, die bereits berichtet haben, konnten positiv überraschen. Richtungsweisend dürften jedoch die Zahlen vom Chiphersteller Nvidia sein, die als Gradmesser dafür gelten, ob der Boom um den Einsatz künstlicher Intelligenz andauert. Wenn sie die Erwartungen enttäuschen,

könnten die Märkte erneut Federn lassen. Völlig offen ist, wie viel weniger Zinssenkungen auf dem derzeitigen Kursniveau noch verdaut werden können. Bisher haben solide Fundamentaldaten dageengehalten, doch mit dem unerwartet geringen US-BIP im ersten Quartal 2024 könnten auch die Gewinnerwartungen zurückgehen und damit eine wichtige Kursstütze entfallen. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) des S&P 500 liegt mit einem Wert über 26 knapp 30 % oberhalb des langfristigen Mittels. Das KGV des DAX hingegen steht bei unter 15, gemessen an den erwarteten Gewinnen der nächsten 12 Monate gar nur bei ca. 12 (Tab. 1). Ähnlich steht es um die Bewertungen bei den europäischen Nachbarn.

Die vergleichsweise niedrige Bewertung der europäischen Indizes könnte das Abwärtspotential eingrenzen. Zwar gilt auf den Aktienmärkten – ähnlich

Europa vor Ende der Gewinnrezession

Abb. 6 · Wechselkurs des Euros ggü. dem US-Dollar



Quelle: LSEG, eigene Berechnungen

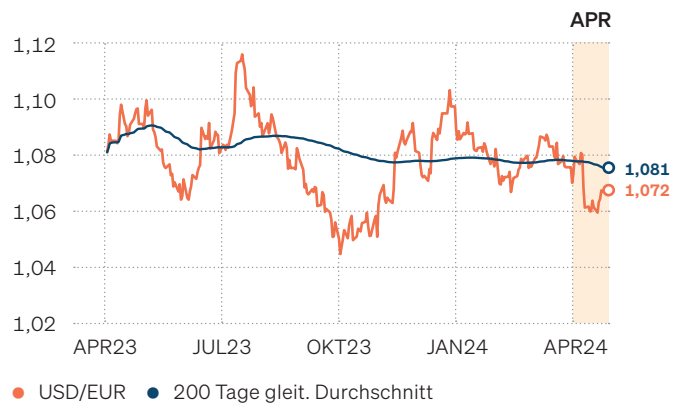
wie im Bereich der Anleihen – dass der Einfluss der USA global spürbar ist; insofern werden sich Risikotitel weltweit kaum einer möglichen Neubewertung an den US-amerikanischen Märkten entziehen können. Ihre niedrigeren Bewertungen dürften aber einen haltbaren Boden unter den Füßen der Anleger darstellen. Hinzu kommt, dass sich die Gewinne der Unternehmen im Euroraum im Jahresverlauf im Einklang mit der sich allmählich erholenden Konjunktur stabilisieren dürften. Nach dem für das erste Quartal erwarteten Rückgang um 12,1 % ggü. dem Vorjahr, könnten die Gewinne im zweiten, dritten und vierten Quartal des Jahres dann wieder um 2,8 %, 9,4 % und schließlich gar 19,2 % steigen (Abb. 6).

Zinserwartungen stützen den Dollar

Die Spannungen, die die erwartete Divergenz der Zinspolitiken von Fed und EZB dem globalen Finanzsystem auferlegen, manifestieren sich auch am Währungsmarkt. Als direkte Reaktion auf die erneut unerwartet hohe Inflationszahl aus den USA im März wertete der Euro ggü. dem US-Dollar um über 2 % (Abb. 7). Die Marke von 1,07 USD/EUR konnte er zwar zurückerobern, YTD stehen aber immer noch 3 % Abwertung zu Buche. Ein zunehmende Divergenz der Zinserwartungen würde sicherlich für weiteren Abwertungsdruck sorgen. Selbst die Parität könnte Analysten zufolge wieder in Rufnähe geraten. Dem ist aber

Euro trotz Abwertung in festem Korridor

Abb. 7 · Wechselkurs des Euros ggü. dem US-Dollar



entgegenzuhalten, dass die unerwartet guten Q1-Zahlen im Euroraum für sich genommen für einen stärkeren Euro sprechen. Zwar ist die konjunkturelle Entwicklung im Euroraum uneinheitlich, aber sie zeigt insgesamt vorsichtig aufwärts. Der allmählich einsetzende Erholungsprozess könnte dem steigenden Renditedifferential entgegenhalten. In welchem Ausmaß ist a-priori kaum abzusehen, aber es spricht dafür, dass die Schwankungsbreite weiterhin um den längerfristigen gleitenden Durchschnitt von 1,08 USD/EUR herum stattfinden wird.

Anhang

Die wirtschaftliche Situation im Euroraum

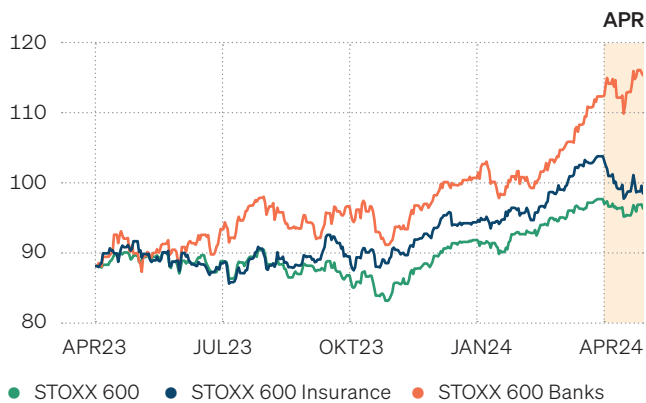
Tabelle 2 · Gesamtwirtschaftliche Kennzahlen

	Inflation, % ggü. Vorjahresmonat		BIP, % ggü. Vorquartal		BIP, % ggü. Q4 2019	
	APR 2024	MÄR 2024	Q1 2024	Q4 2023	Q1 2024	Q4 2023
Euroraum	2,4	2,4	0,3	-0,1	3,4	3,0
Deutschland	2,4	2,3	0,2	-0,5	0,3	0,1
Frankreich	2,4	2,4	0,2	0,1	2,2	1,9
Italien	1,0	1,2	0,3	0,1	4,6	4,2
Spanien	3,4	3,3	0,7	0,7	3,7	3,0

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

Aktienindizes europäischer Versicherer und Banken

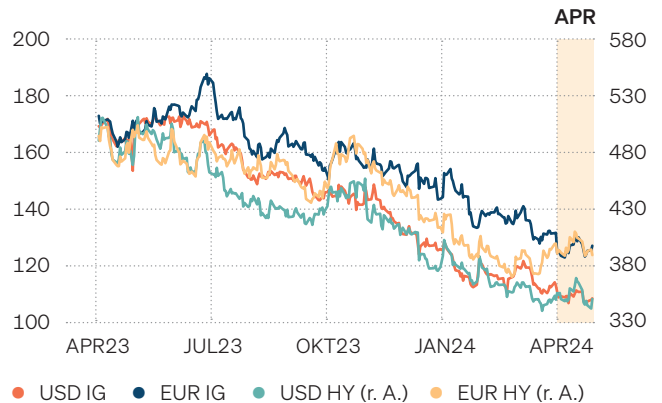
Abb. 8 · Indizes, 1. April 2023 = 100, in €



Quelle: LSEG, eigene Berechnungen

Renditespreads von Corporate Bonds

Abb. 9 · Investment Grade bzw. High Yield ggü. 10Y Staatsanleihen (Bunds für EUR, US-Treasuries für USD), in Basispunkten



Quelle: LSEG, eigene Berechnungen

Performance von Anleihen und Aktien

Tabelle 3 · Total Return ausgewählter Indizes

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

Quelle: LSEG, 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

02.05.2024

Publikationsassistenz

Heike Strauß

Autor

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