

ECONOMIC RESEARCH

Fallende Inflation bringt neue Zinsdebatten

NOVEMBER 2023
Economics & Finance
Perspectives

Autoren

Dr. Jörg Stefan Haas
j.haas@gdv.de

Dr. Max Hanisch
m.hanisch@gdv.de

Executive Summary

Das BIP-Wachstum Europas und der USA klapft seit einiger Zeit auseinander, doch die Inflation fiel zuletzt auf beiden Seiten des Atlantiks deutlich und liegt im Euroraum nun nahe des EZB-Ziels. Eine Haushaltskrise verdüstert Deutschlands Ausblick auf das Jahr 2024. Gleichzeitig gibt es vorsichtig hoffnungsvolle Signale für den privaten Konsum.

An den Finanzmärkten haben die sinkenden Inflationsraten für Erleichterung gesorgt. Es werden nun mehr und frühere Zinssenkungen eingepreist. Nachdem die Zentralbanken nach der Pandemie vielfach dafür kritisiert worden waren, zu spät auf die Inflationsentwicklung reagiert zu haben, werden sie sich nun der schwierigen Debatte um den richtigen Zeitpunkt für Zinssenkungen stellen müssen. Die Renditen für Staatsanleihen sind im November bereits so deutlich gesunken wie seit Jahren nicht mehr. Aktienmärkte notierten den zweitbesten November seit dem Jahr 1980.

unterdurchschnittliches globales Wachstum von nur 2,7% und 3,0%. Auf der wirtschaftlichen Aktivität lasten neben straffer Geldpolitik geopolitische Verwerfungen und schwacher Welthandel.

Die OECD warnt auch vor den Auswirkungen gestiegener Zinsen und mittelfristig fallenden Wachstumsraten. Diese Kombination könnte die Staatsschuldenquoten vieler Länder deutlich ansteigen lassen. Ausgabenkürzungen sollen allerdings nur ein kleiner Teil der Lösung sein. Hauptsächlich empfiehlt die OECD Investitionen, Rentenreformen und weitere Bemühungen zur Steigerung der Beschäftigung.

Während die USA zuletzt so schnell wie China wuchsen, kommen der Euroraum und insbesondere Deutschland nicht aus der Stagnation (Abb. 1). Das bestätigen revidierte BIP-Zahlen für die letzten Quartale. Allerdings zeichnet sich in den USA nun die lang erwartete Abschwächung des Arbeitsmarkts ab und auch Kredit- und Stimmungsindikatoren deuten auf einen Abschwung im 4. Quartal hin. Parallel sank die Inflationsrate der Verbraucherpreise im Oktober weiter (s. Sektion Finanzmärkte).

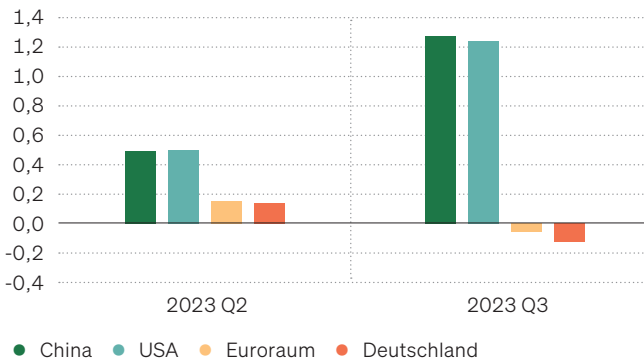
GESAMTWIRTSCHAFT

USA noch auf Höhenflug

Der aktuelle OECD-Wirtschaftsausblick sieht die Welt weiter auf dem Weg zu einem „Soft Landing“, prognostiziert aber für die Jahre 2024 und 2025

Zwei Welten des Wachstums

Abb. 1 · BIP-Wachstum ggü. Vorquartal, in %



● China ● USA ● Euroraum ● Deutschland

Anmerkung: Preis- und kalenderbereinigt.

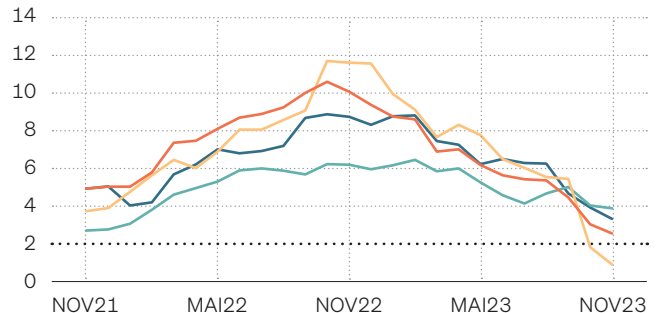
Quelle: Datastream, eigene Berechnungen

Inflation im Euroraum nahe des EZB-Ziels

Im Euroraum fällt die Inflation derzeit rasch (Abb. 2), sie erreichte im vergangenen Monat mit 2,4% den niedrigsten Stand seit über zwei Jahren. Die Teuerungsraten sanken in vielen Euroländern stärker als erwartet. Besonders ausgeprägt war der Rückgang in Italien, wo die Inflationsrate vor einem Jahr noch 11,6% betrug und im vergangenen Monat nur noch 0,8%. In Deutschland sank sie auf 3,2% (VPI) bzw. 2,3% (HVPI).

Inflation fällt rasch

Abb. 2 · Inflationsrate, in %



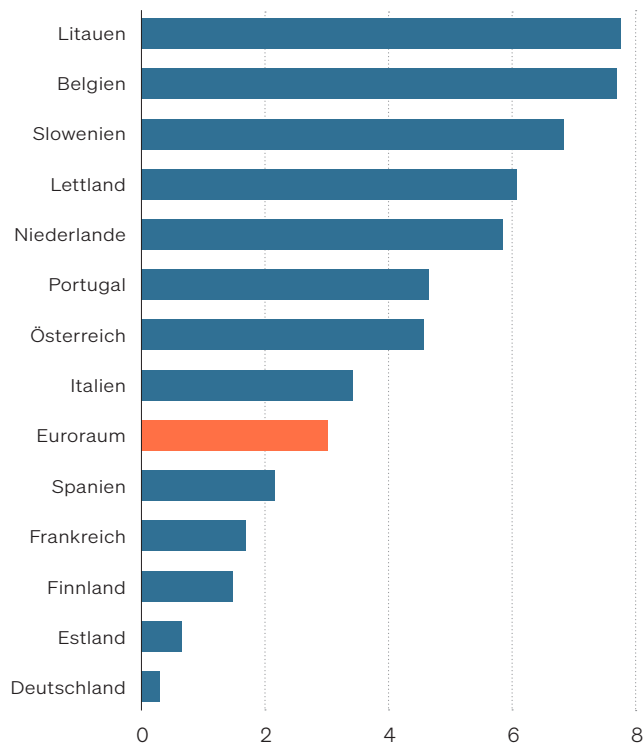
● Deutschland ● Frankreich ● Italien ● Euroraum
○ Inflationsziel

Anmerkung: Zeigt die Inflation des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) für den Euroraum und die Inflation der nationalen Verbraucherpreisindizes (VPI) für die Mitgliedsstaaten.

Quelle: Datastream

Große Unterschiede bei der wirtschaftlichen Erholung im Euroraum

Abb. 3 · BIP-Entwicklung seit Beginn der Covid-Pandemie, in %



Quelle: Datastream, eigene Berechnungen

Auch die weniger volatile Kerninflationsrate (ohne Komponenten wie Energie und Nahrungsmittel) sank im Euroraum deutlich von 4,2% auf 3,6%. Noch ist es allerdings zu früh, um von einer nachhaltigen Rückkehr zum Inflationsziel der EZB auszugehen. Unter anderem trugen Sondereffekte und Politikmaßnahmen in einigen Ländern zur schwachen Preisdynamik bei. Ein begrenzter Wiederanstieg der Inflation im Dezember ist ebenfalls aufgrund von Sondereffekten wahrscheinlich.

Im 3. Quartal war die Wirtschaftsleistung des Euroraums 3,0% höher als vor der Pandemie. Dies ist eine langsame Erholung im Vergleich zu den USA, deren BIP im gleichen Zeitraum um 7,4% wuchs. Die Entwicklung variiert jedoch stark zwischen den Mitgliedsstaaten (Abb. 3). Deutschland, Frankreich und Finnland entwickelten sich besonders schwach, während jüngere Euromitglieder wie Litauen und Slowenien, aber auch einige Gründungsmitglieder wie Belgien und die Niederlande insgesamt auf gutes Wachstum zurückblicken können.

Die unmittelbaren Wachstumsaussichten für den Euroraum scheinen düster: Inzwischen erwartet die OECD nur noch ein Wachstum von 0,9% im Jahr 2024.

Dabei sollen die Schwergewichte Deutschland (0,6%), Italien (0,7%) und Frankreich (0,8%) ähnlich schwach wachsen.

Deutschland am Ende der Talsohle?

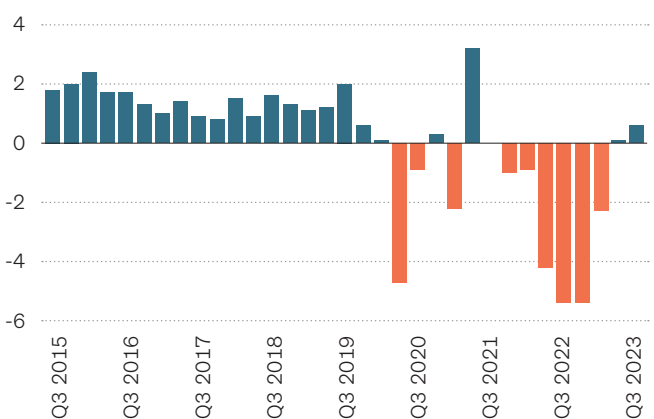
Eine unerwartete Haushaltskrise lastet auf den ohnehin bescheidenen Wachstumshoffnungen Deutschlands für das Jahr 2024. Das Bundesverfassungsgericht hat mit einem Urteil den Spielraum der Bundesregierung im Umgang mit der Schuldenbremse deutlich eingeschränkt. In der Folge fehlen dem Klima- und Transformationsfonds (KTF) und voraussichtlich auch dem Wirtschaftsstabilisierungsfonds (WSF) große Summen. Schätzungen zufolge könnte das deutsche BIP bei einem Wegfall von KTF und WSF im Jahr 2024 um nur 0,3% wachsen. Darüber hinaus stellt sich die grundlegende Frage, wie Deutschland zukünftig verfassungskonform auf länger wirkende makroökonomische Schocks reagieren und die grüne Transformation finanzieren kann.

Gleichzeitig zeigt der private Konsum zunehmend positive Signale. Der Einzelhandelsumsatz stieg im Oktober um 1,1% (preis- und saisonbereinigt) gegenüber dem Vormonat und somit so stark wie seit einem Jahr nicht mehr. Auch die Reallohnentwicklung im 3. Quartal war erneut positiv, wenn auch nur leicht (Abb. 4).

Stimmungsindikatoren verbessern sich ebenfalls vorsichtig. Das ifo-Konjunkturklima stieg im November zum zweiten Mal in Folge leicht und liegt nun bei 87,3 Punkten. Auch der Flash-Einkaufsmanagerindex für die Gesamtwirtschaft verbesserte sich auf 47,1 Punkte, lag damit aber noch unter der Wachstumsschwelle von 50 Punkten.

Reallöhne steigen erneut leicht

Abb. 4 · Veränderung des Reallohnindex ggü. Vorjahresquartal, in %



Quelle: Statistisches Bundesamt

FINANZMÄRKTE

Bondmärkte atmen auf

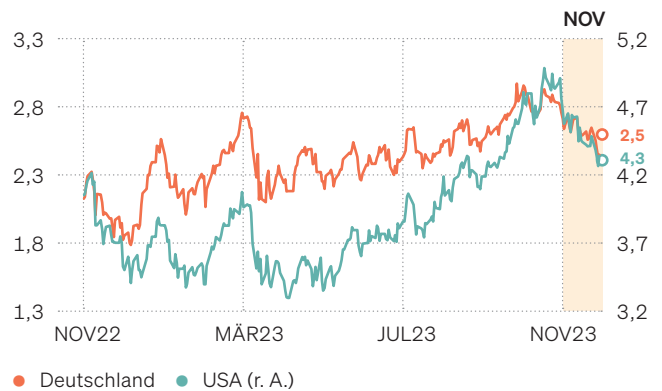
Im November hat sich an den Finanzmärkten Entspannung breitgemacht. Waren den ganzen Herbst über noch steigende Anleiherenditen das Topthema gewesen, sind diese seit Monatsbeginn deutlich gesunken. Die Rendite zehnjähriger US-Treasuries ist von 5% Ende Oktober auf zuletzt 4,3% zurückgegangen. Der spiegelbildliche Kursanstieg der Anleihen ist der größte seit dem Jahr 2008. Die Rendite der zehnjährigen Bundesanleihe ist im November um 50 Basispunkte auf zuletzt 2,5% gesunken (Abb. 5).

Inflation in den USA sorgt für bessere Stimmung

Zum einen handelt es sich dabei um eine Gegenreaktion auf den deutlichen Anstieg von zuvor; so schnell und stark wie seit September sind die Renditen seit kurz vor der globalen Finanzkrise nicht gestiegen. Derart überschießenden Kursbewegungen folgt häufig eine konsolidierende Gegenreaktion. Zum anderen gab es aber auch konkrete Auslöser für die Bondrallye: Das US-Finanzministerium gab Ende Oktober bekannt, bei der nächsten turnusmäßigen Platzierung von Staatsanleihen ein unerwartet geringes Volumen aufnehmen zu wollen. In den vergangenen Monaten waren der hohe Gesamtschuldenstand der USA und die hohe Neuverschuldung dieses Jahr immer wieder Gegenstand kritischer Debatten gewesen. Daher atmete der Markt auf als bekannt wurde, dass auch ein geringeres Emissionsvolumen ausreichen könnte. Dazu hat die US-Wirtschaft im Oktober 150.000 neue Stellen geschaffen und damit weniger als erwartet. Auch der viel beachtete Anstieg der durchschnittlichen Stundenlöhne zum Vormonat lag unter den Erwartungen. Zu guter Letzt ist die Inflation in den USA im Oktober mit 3,2% weniger stark gestiegen als erwartet (Konsensus: 3,3%). Die Finanzmärkte interpretierten diese Daten einhellig so, dass der Druck von der US-Notenbank abnehmen dürfte, doch noch über weitere Leitzinserhöhungen nachzudenken. Unterstützt wurde diese Auffassung durch die Andeutung mehrerer hochrangiger Notenbankmitglieder, die das aktuelle Zinsniveau für ausreichend halten. Viel Beachtung fand die Aussage von Fed-Gouverneur Christopher Waller, eigentlich als geldpolitischer Falke bekannt, dem zufolge weiter sinkende Inflationsraten für sich genommen ausreichen könnten, um die Zinsen schrittweise zu senken. Der Hintergedanke: Sinkende Inflationsraten erhöhen den Realzins und straffen damit die Geldpolitik zusätzlich. Soll das geldpolitische Niveau aber lediglich konstant gehalten werden, so kann der Nominalzins schrittweise mit den niedrigeren Inflationsraten gesenkt werden. Damit ist endgültig der Startschuss

Staatsanleiherenditen auf dem Rückzug

Abb. 5 · Renditen zehnjähriger Staatsanleihen, in %



Quelle: Datastream, eigene Berechnungen

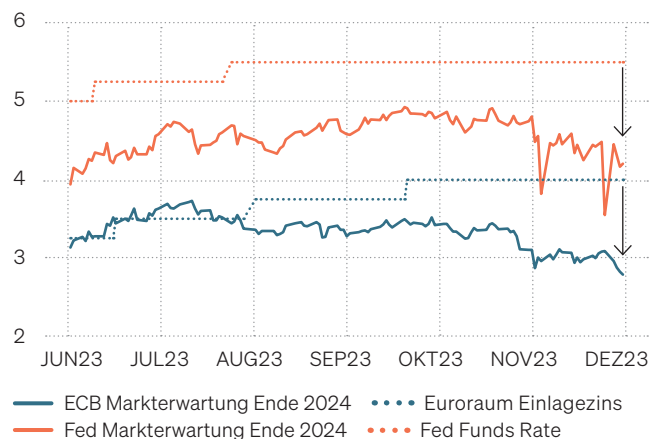
gefallen für die Diskussion um Zinssenkungen und wann genau mit ersten Schritten zu rechnen ist. Die Aussicht, dass Anleihekurse in diesem Zuge wieder steigen könnten, hat Investoren Anlass gegeben, nach den deutlichen, nun fast zwei Jahre andauernden Kursverlusten, wieder vermehrt in Anleihen zu investieren.

Zinssenkungserwartungen forciert

Dass der Zinsgipfel erreicht und sinkende Inflationsraten bald geldpolitische Lockerungen möglich machen könnten, ist an den impliziten Markterwartungen eindeutig abzulesen: Beginnend im April im Euroraum und im Mai in den USA werden bis Ende 2024 auf beiden Seiten des Atlantiks Zinssenkungen im Umfang von über 100 Basispunkten eingepreist, und damit deutlich mehr als noch im Herbst (Abb. 6).

Viel Luft nach unten

Abb. 6 · Marktimplizite Zinsänderungserwartung für Ende 2024, basierend auf €STER Forward Swaps und Fed Funds Futures, in %



Quelle: Datastream, eigene Berechnungen

Anders als in den USA gesellen sich im Euroraum die akuten konjunkturellen Sorgen dazu (s. o.).

Sollte die Inflation weiter sinken, so ist Unterstützung durch eine weniger straffe Geldpolitik durchaus denkbar. Auf dieses Szenario stellen sich die Märkte auch im europäischen Währungsraum derzeit ein. Genau an diesem Punkt warnen allerdings führende EZB-Zentralbanker. Präsidentin Christine Lagarde betonte vor dem Ausschuss für Wirtschaft und Währung des Europäischen Parlaments zum wiederholten Male, dass sich die EZB einem Modus des „Abwartens und Beobachtens“ befinde; neben den positiven Inflationsüberraschungen der vergangenen Monate seien Überraschungen in die andere Richtung nicht ausgeschlossen. Für Deutschland beispielsweise wird im Dezember aufgrund von wegfallenden Basiseffekten wieder mit einer deutlich höheren Inflationsrate als im November gerechnet. Die marktimpliziten Inflationserwartungen des in fünf Jahren beginnenden Fünfjahreszeitraums stehen im Euroraum bei 2,4 % und in den USA bei 2,6 %; es herrscht also weiterhin eine messbare Skepsis, ob das Inflationsziel mittelfristig wieder erreicht werden kann. Bei unerwarteten Abweichungen nach oben wäre plötzlich „high for longer“ wieder die neue Marschrichtung. Daraufhin müssten sich die Märkte erneut umorientieren, so wie im vergangenen Jahr durch Inflationsüberraschungen in die eine oder andere Richtung bereits mehrfach geschehen. Warnungen wie von Lagarde vorgebracht werden daher sicherlich auch Teil des Statements der nächsten und letzten EZB-Ratssitzung im Dezember sein. Die OECD sieht aktuell für das kommende Jahr überhaupt keine Zinssenkung der EZB, sondern erst Anfang 2025. Begründung: Eine weiterhin hartnäckige Kerninflation. Die Teuerungsrate bleibt weiterhin der maßgebliche Faktor für die zukünftige geldpolitische Ausrichtung. Die Zentralbanken wurden weithin dafür kritisiert, dass sie nach der Pandemie zu spät auf den Inflationsanstieg reagiert haben. Sie werden sich nun der schwierigen Diskussion stellen müssen, wann der richtige Zeitpunkt für Zinssenkungen gekommen ist.

Kreditmärkte nicht aus der Ruhe zu bringen

Analog zu den Renditen von Staatsanleihen befinden sich auch die Risikoaufschläge von Unternehmensanleihen auf dem Rückzug. Die Renditen an den Kreditmärkten sinken also nicht nur, sie sinken stärker als an den Bondmärkten (Abb. 10 im Anhang). Während die konjunkturellen Perspektiven in den USA weiter robust erscheinen, ist diese Entwicklung vor allem im Euroraum bemerkenswert, wo sich die Aussichten deutlich eingetrübter präsentieren (s. o.). Auch hier spiegelt sich die Erwartung niedrigerer Zinsen wider. Bisher ging die relative Ruhe an den

Kreditmärkten darauf zurück, dass viele Unternehmen von den niedrigen Zinsen vor und während der Pandemie Gebrauch gemacht haben und bisher nur ein geringes Kreditvolumen zu den nun höheren Zinsen refinanzieren mussten. Jetzt, wo erste Zinssenkungen in greifbare Nähe rücken, bekommt die Hoffnung, das Hochzinsplateau damit weitestgehend überbrücken zu können, zusätzliche Nahrung. Diese Ansicht steht aber auf tönernen Füßen, hängt sie doch allein vom erwarteten Zinspfad der EZB und damit ebenfalls von der Inflationsentwicklung ab. Überraschungen werden sich so auch schnell auf den Kreditmärkten bemerkbar machen.

Renditen der Euronachbarn sinken

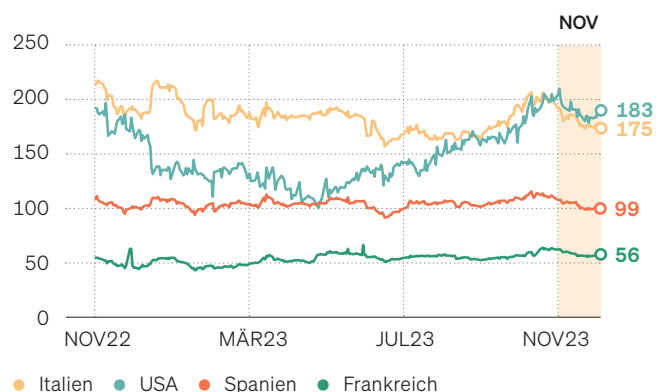
Die Risikoaufschläge der Euronachbarn sind im November ebenfalls zurückgegangen. Ähnlich wie an den Kreditmärkten haben die Staatsanleiherenditen der übrigen Euromitgliedsstaaten damit größere Rückgänge verzeichnet als die Bundesanleihe. Der Abstand zu italienischen zehnjährigen – ein möglicher Gradmesser für die Nervosität im Markt – ist von über 200 auf zuletzt 15 Basispunkte gesunken (Abb. 7). Auch hier gilt: Die Aussicht auf niedrigere Zinsen erleichtert vor allem jenen Ländern das Leben, die bereits einen hohen Schuldenstand verzeichnen.

Reform der EU-Fiskalregeln naht

Aber der Schein könnte trügen. Nachdem sie seit der Pandemie ausgesetzt worden waren, gelten ab dem kommenden Jahr wieder die EU-Fiskalregeln. Allerdings wird über eine Anpassung verhandelt, d. h. es könnten bereits die neuen – derzeit aber noch nicht beschlossenen – Regeln in Kraft treten. Vorschläge der EU-Kommission sehen u. a. vor, dass alle

Niedrigere Risikoaufschläge im November

Abb. 7 · Renditespreads zehnjähriger Staatsanleihen ggü. Deutschland (in Basispunkten)



Quelle: Datastream, eigene Berechnungen

Mitgliedsstaaten der EU länderspezifische Nettoausgabepfade einhalten müssen, die gemeinsam mit der EU-Kommission ausgehandelt werden. Indem ein größerer Spielraum für länderspezifische Maßnahmen sowie verschiedene Geschwindigkeiten bei der Konsolidierung bestehen, gelten die neuen Regeln als weniger strikt als die vorherigen. Zuvor wurde z. B. allen Ländern, deren Schuldenstand 60 % des BIPs überschritt, gleichermaßen eine jährliche Rückführung der Schulden oberhalb dieser Grenze um 1/20 vorgeschrieben – für viele Länder eine unrealistisch hohe Anstrengung. Die neuen Pfade sollen sicherstellen, dass der Schuldenstand in Ländern mit einer Verschuldung von mehr als 60 % in den nächsten zehn Jahren „auf einem plausiblen Abwärtspfad“ liegt und dass der Schuldenstand in allen anderen Ländern auf einem „vorsichtigen Niveau“ bleibt. Die Haushaltspläne, die Italien und auch Frankreich für das nächste Jahr vorgelegt haben, entsprechen den neuen Regeln – nicht aber den alten. Und solange das neue Regelwerk nicht beschlossen ist, gilt das aktuelle.

Nicht im Sinne des Erfinders

Paradoxiertweise setzen die neuen Regeln erstmal Anreize für mehr Schulden. Denn der „plausible Abwärtspfad“ der Haushaltsdefizite kann auch dann eingehalten werden, wenn er von einem hohen Niveau aus startet. Und tatsächlich haben sowohl Frankreich als auch Italien zuletzt ihre angepeilte Neuverschuldung für das kommende Jahr auf 4,5 % bzw. 4,3 % angehoben. Da sie dieses Jahr mit 4,9 % bzw. 5,3 % aber noch darüber liegen, wäre der Abwärtspfad dennoch eingehalten. Die vorherige Regel von max. 3 % Neuverschuldung hingegen wäre eindeutig verletzt. Auch der deutsche Haushalt könnte nach dem Urteil aus Karlsruhe nah an diese Grenze rücken. Sollte die EU-Kommission neue Strafverfahren wegen Nicht-Einhalten der alten Regeln eröffnen (müssen), könnte es mit der Ruhe an den Anleihemärkten auch schnell wieder vorbei sein. Die Risikoaufschläge ehemalige Sorgenkinder sind dieses Jahr kontinuierlich gesunken: In Portugal sind sie um rd. 40 Basispunkte zurückgegangen und liegen nahezu gleichauf mit jenen Frankreichs. In Griechenland sind die Aufschläge mit rd. 80 Basispunkten doppelt so stark gesunken und nahe an jene Spaniens herangerückt. Sowohl Portugal als auch Griechenland können dieses Jahr einen Primärüberschuss im Staatshaushalt vorweisen. Nachdem es vor rd. zehn Jahren während der Staatsschuldenkrise die kleineren Länder des Euroraums waren – damals bekannt unter dem Akronym PIIGS – sind es nun die großen Kernländer, die mit einer hohen Neuverschuldung im Fokus stehen.

Aktienmärkte in Vorweihnachtsstimmung

Die Entspannung an der Zinsfront hat den Börsen den besten Monat der letzten drei Jahre beschert.

Seit dem Monatswechsel ging es fast nur bergauf: DAX und S&P 500 konnten rd. 9 % Kursgewinne verzeichnen und stehen nun YTD bei rd. 17 % bzw. 19 % (Abb. 8). Zum Vergleich: Der DAX hat in den letzten 50 Jahren im Durchschnitt knapp 8 % pro Jahr (einschl. Dividenden) zugelegt.

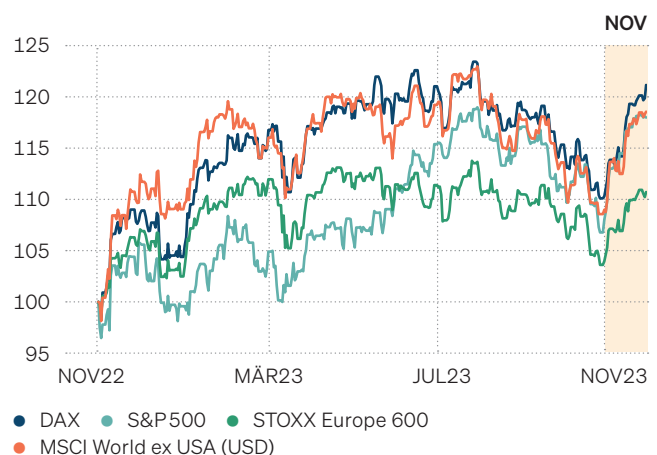
Die Aktienmärkte wittern ein sog. „goldilocks“

Szenario: Sinkende Inflationsraten und sinkende Zinsen bei gleichzeitig stabiler Konjunktur. In den USA erscheint dieses Szenario für den Moment durchaus möglich. Dennoch ist der wiedererwachte Optimismus mit Vorsicht zu genießen. Noch fußt die Novemberrallye auf Annahmen, die sich erst noch materialisieren müssen (sinkende Inflation, niedrigere Zinsen). Dazu sollten die noch ausstehenden verzögerten Folgen des geldpolitischen Straffungszyklus nicht vernachlässigt werden. US-Banken schränken ihre Kreditvergabe ein und die Konsumentenstimmung ist schlecht. Das starke Wirtschaftswachstum des dritten Quartals in den USA täuscht darüber leicht hinweg. Ähnlich wie im Herbst, als die Märkte das „high for longer“ überernst genommen und die Kurse deutlich haben fallen lassen, könnte es sich nun um eine überschießende Reaktion in die andere Richtung handeln.

Offensichtlicher ist die Diskrepanz im Euroraum, wo sich die Kurse ebenfalls deutlich erholt haben, die konjunkturellen und strukturellen Herausforderungen aber deutlicher zu Tage treten. Die Unternehmen des STOXX Europe 600 befinden sich

Bullen übernehmen das Ruder

Abb. 8 · Indizes ausgewählter Aktienmärkte (1. November 2022=100)



Quelle: Datastream, eigene Berechnungen

Bewertungen europäischer Indizes haben im November expandiert

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	12,7	11,7	-1,2	14,8	-13,8	10,8	1,4	1,3	-8,28	1,62	-15,9	
S&P 500	24,0	22,2	20,0	20,3	18,2	18,9	4,2	3,9	12,19	3,24	30,1	
CAC 40	15,4	14,6	24,7	17,7	-13,0	11,8	1,9	1,8	9,14	1,54	21,1	
IBEX 35	12,2	11,0	15,8	14,3	-14,7	10,5	1,4	1,2	9,00	1,32	2,6	
FTSE 100	10,3	12,0	-39,5	18,6	-44,8	10,4	1,6	1,6	-1,38	1,73	-5,0	
FTSE MIB	6,2	8,2	-25,2	12,8	-51,9	8,1	1,5	1,4	22,48	1,24	20,4	
STOXX Europe 600	14,2	14,2	8,0	18,0	-20,8	12,2	1,8	1,7	2,84	1,80	2,7	

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

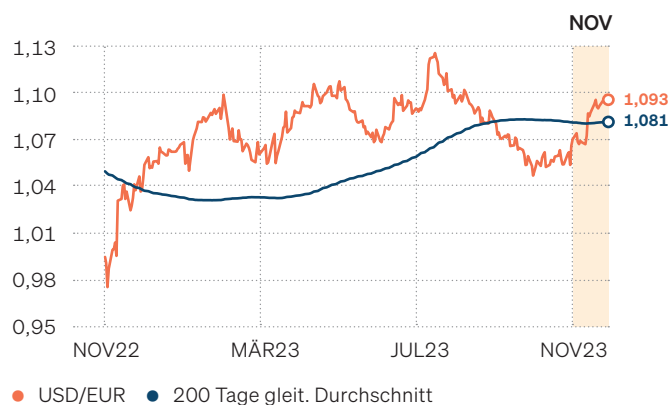
bereits mitten in einer Gewinnrezession: Nach -5,2% im 2. Quartal dürften die Gewinne im 3. Quartal deutlich um 11,4% gegenüber dem Vorjahr gesunken sein. Klammert man den Energiesektor aus, könnte es für quasi stagnierende Gewinne (+0,4%) reichen. Entsprechend machen sich die Kursgewinne vornehmlich in den Bewertungsrelationen bemerkbar (Tab. 1). Im kommenden Jahr werden die Börsen mit zwei gegenläufigen Effekten zu kämpfen haben: Einerseits dürften Zinssenkungsfantasien – solange sie durch sinkende Inflationsraten gestützt werden – Bestand haben und die Kurse beflügeln. Andererseits wird sich die konjunkturelle Dynamik in den USA eintrüben, während die Schwächephasen im Euroraum und China bis ins kommende Jahr anhalten; darunter dürften die Unternehmensgewinne leiden. Sinkende Inflationsraten sind in diesem Zusammenhang ebenfalls problematisch, da sie die Margen belasten. Und schließlich finden in den USA Präsidentschaftswahlen statt. Die Unsicherheit über den Ausgang hat in der Vergangenheit regelmäßig zu deutlich höherer Volatilität an den Märkten geführt.

Euro profitiert von der guten Stimmung
Die wiederaufgekeimte Risikofreude im Markt hat den US-Dollar geschwächt und so der Gemeinschaftswährung zu neuer Stärke verholfen. Eine Dollarschwäche ist in einem solchen Marktumfeld häufig zu beobachten: Der sicherste Hafen der Welt – US-amerikanische Staatsanleihen – verliert an Attraktivität im Vergleich zu rentableren Alternativen im Rest der Welt wenn die Risikobereitschaft zunimmt. Im November hat der Euro daraufhin um 3% aufgewertet auf zuletzt 1,093 USD/EUR (Abb. 9). Die Renditedifferenz zehnjähriger Staatsanleihen ist ebenfalls rückläufig, gut abzulesen an dem im Vergleich stärkeren

Renditerückgang in den USA. Die Attraktivität einer Anlage in den USA hat damit relativ betrachtet abgenommen. Wie auch die Bond- und Aktienmärkte hängen die Währungsmärkte an den Lippen der US-amerikanischen Währungshüter. Jede Aussage, die nach „high for longer“ klingt, wird die Bewegungen vom November schnell wieder rückgängig machen. So wie es zuletzt im Sommer/Herbst dieses Jahres zu beobachten war. Dazu kommen die hauseigenen Probleme im Euroraum, die fundamental betrachtet einen starken Euro nicht rechtfertigen. Mit einem dauerhaften Ausbruch aus der Spanne von 1,04–1,12 USD/EUR ist vorerst daher nicht zu rechnen.

Euro für den Moment wieder im Aufwind

Abb. 9 · Wechselkurse ausgewählter Währungen ggü. dem Euro



Quelle: Datastream, eigene Berechnungen

Anhang

Die wirtschaftliche Situation im Euroraum

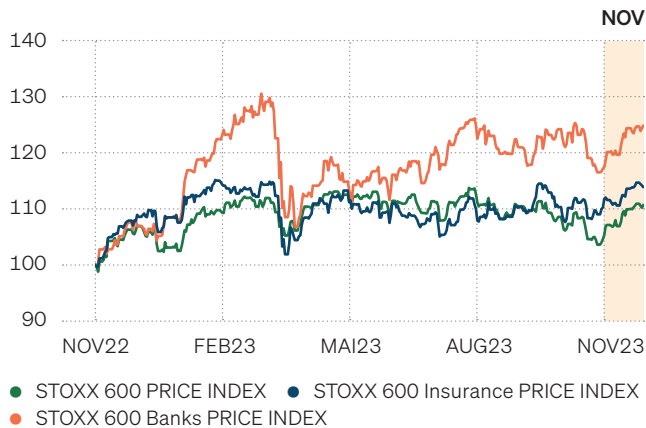
Tabelle 2 · Gesamtwirtschaftliche Kennzahlen

	Inflation, % ggü. Vorjahresmonat		BIP, % ggü. Vorquartal		BIP, % ggü. Q4 2019	
	NOVEMBER 2023	OKTOBER 2023	Q3 2023	Q2 2023	Q3 2023	Q2 2023
Euroraum	2,4	2,9	-0,1	0,2	3,0	3,1
Deutschland	2,3	3,0	-0,1	0,1	0,3	0,4
Frankreich	3,8	4,5	-0,1	0,6	1,7	1,8
Italien	0,7	1,8	0,1	-0,4	3,4	3,3
Spanien	3,2	3,5	0,3	0,4	2,1	1,8

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

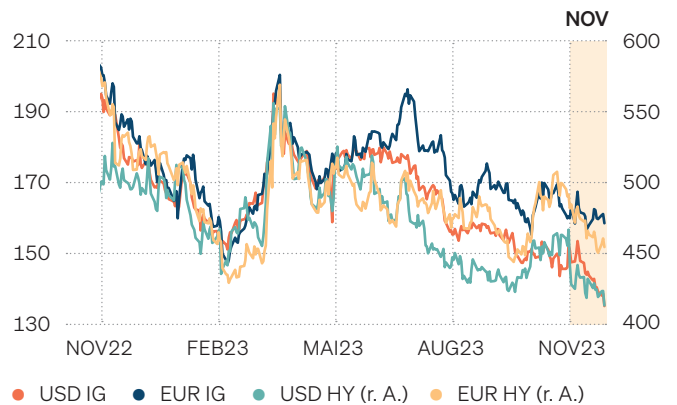
Abb. 10 · in €, 1. November 2022 = 100



Quelle: Datastream, eigene Berechnungen

Renditespreads von Corporate Bonds

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



Quelle: Datastream, eigene Berechnungen

Performance von Anleihen und Aktien

Tabelle 3 · Total Return ausgewählter Indizes

	2018	2019	2020	2021	2022	31. Okt. 23 (YTD)	30. Nov. 23 (YTD)	Rendite aktuell
Staatsanleihen								
USA	0,8%	7,0%	8,2%	-2,4%	-12,9%	-3,1%	0,4%	4,6%
Euroraum	1,0%	6,8%	4,9%	-3,4%	-18,2%	0,0%	2,9%	3,1%
Deutschland	2,4%	3,1%	3,0%	-2,6%	-17,6%	-0,9%	1,7%	2,5%
Unternehmensanleihen								
EUR								
Investment Grade	-1,1%	6,3%	2,6%	-1,0%	-13,9%	2,8%	5,1%	4,0%
High Yield	-3,6%	11,3%	2,8%	3,3%	-11,5%	5,8%	8,8%	7,0%
USD								
Investment Grade	-2,2%	14,2%	9,8%	-1,0%	-15,4%	-1,4%	4,2%	5,7%
High Yield	-2,3%	14,4%	6,2%	5,4%	-11,2%	4,7%	9,4%	8,5%
Gedekte Anleihen								
EUR Covered	0,3%	2,8%	1,9%	-2,1%	-13,0%	1,3%	2,9%	3,4%
Aktienmärkte								
MSCI World (USD)	-8,2%	28,4%	16,5%	22,3%	-17,7%	8,3%	18,6%	
MSCI World (EUR)	-3,6%	30,8%	6,9%	31,6%	-12,3%	9,4%	16,0%	
MSCI Europe (EUR)	-10,2%	27,6%	-1,5%	25,5%	-10,1%	5,2%	12,2%	
DAX	-18,3%	25,5%	3,5%	15,8%	-12,3%	6,4%	16,5%	
S&P 500	-4,4%	31,5%	18,4%	28,7%	-18,1%	10,7%	20,8%	
NASDAQ 100	0,0%	39,5%	48,9%	27,5%	-32,4%	32,6%	47,0%	

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

01.12.2023

Publikationsassistenz

Heike Strauß, Nadine Luther, Anja Birkenmaier

Autoren

Dr. Jörg Stefan 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