

Makro Research

Stabile Konjunktur und risikobewusste Märkte



Dr. Ulrich Kater
Chefvolkswirt DekaBank

Anfang August gerieten die Kurse an den Aktienmärkten weltweit ins Rutschen. Auslöser waren nicht zuletzt die enttäuschenden US-Datenveröffentlichungen zum Einkaufsmanagerindex ISM für das verarbeitende Gewerbe und zum Arbeitsmarkt, weshalb jetzt oft konjunkturelle Sorgen als Grund für die Korrektur der Kurse angeführt werden. Doch eigentlich handelt es sich vielmehr um eine überfällige Stimmungskorrektur in Teilbereichen des Aktienmarktes. Betroffen sind vor allem die großen Technologie- und Plattformunternehmen, die in den vergangenen Jahren maßgeblich für die herausragend positive Wertentwicklung insbesondere der US-Aktienmärkte verantwortlich waren.

Noch bis zur Jahresmitte dominierte bei den Finanzmarktteilnehmern der Eindruck, dass die Weltwirtschaft allen Unbilden widerstandsfähig trotzen könne. Nun sind parallel zu der Korrektur an den Aktienmärkten die

Erwartungen an eine rasche geldpolitische Lockerung gestiegen und mithin die Renditen an den Staatsanleihemärkten spürbar gefallen. Wir erachten dies als Ausdruck eines sprunghaft gestiegenen Risikobewusstseins an den Märkten. Dabei sind die wesentlichen Risikofaktoren eigentlich schon länger bekannt: konjunkturelle Risiken aus der restriktiven Geldpolitik, vielfältige geopolitische Risiken, Unwägbarkeiten bezüglich der US-Präsidentenwahl. Doch inzwischen ist die Luft für positive Überraschungen bei den Konjunkturindikatoren wie bei den Unternehmensmeldungen so dünn geworden, dass die Risiken jetzt stärker wahrgenommen werden.

Wir gewichten die Risiken durchaus auch etwas höher, doch erscheint uns übertriebener Pessimismus unbegründet. Unser Hauptszenario besteht weiterhin darin, dass die Weltwirtschaft mit einem moderaten Tempo im Bereich von 3 % expandieren wird. Es steht kein mitreißender Aufschwung bevor, aber eben auch keine Rezession. Vor diesem Hintergrund gibt es weiterhin konstruktive Perspektiven sowohl für die Aktienmärkte als auch für die Rentenmärkte. Kurzfristig mag dies noch mit erhöhten Kursschwankungen einhergehen. Doch bieten die stabile Konjunktur und die Gewinnsteigerungen der Unternehmen trotz der gestiegenen Risikowahrnehmung an den Märkten den Rahmen für eine baldige Wiederaufnahme des Aufwärtstrends an den Börsen.

Konjunktur Industrieländer

Deutschland

Die Stimmungskennzeichen enttäuschen in Deutschland auf breiter Front. Vielfach haben sie – wie das ifo Geschäftsklima – schon wieder einen Abwärtstrend ausgebildet. Wir erwarten zwar keinen Absturz der Wirtschaftsleistung in Deutschland, aber die Erholung verschiebt sich nach hinten. Dass eine solche kommen wird, ist angesichts der Reallohnentwicklung unzweifelhaft. Unklar ist aber, wann und wie stark sich die zurückgewonnene Kaufkraft in handfesten Konsum umsetzen wird. Seit einigen Monaten leidet die Konjunkturanalyse zudem am Fehlen von Daten zum Handel und zu den Dienstleistern.

Prognoserevision: Abwärtsrevision des Bruttoinlandsprodukts für 2024 und 2025.

Euroland

Die europäische Wirtschaft konnte die Wachstumsdynamik aus dem ersten Quartal halten. Die vorläufige Schätzung von Eurostat ergab für das zweite Quartal ein Wachstum von 0,3 % im Vergleich zum Vorquartal (qoq). Die Unterschiede zwischen den vier großen EWU-Ländern waren beträchtlich. Spitzenreiter blieb Spanien mit einem starken Wachstum von 0,8 % qoq. Dahinter folgten etwas abgeschlagen Frankreich (+0,3 %) und Italien (+0,2 %). Die rote Laterne in der Vierergruppe trägt Deutschland mit einer unerwarteten Schrumpfung der realwirtschaftlichen Aktivität um 0,1 %. Vor dem Hintergrund der soliden wirtschaftlichen Entwicklung ist auch der Arbeitsmarkt weiterhin in einer starken Verfassung. Im Juni lag die EWU-Arbeitslosenquote bei 6,5 % und damit nur 0,1 Prozentpunkte über dem Allzeittief.

Prognoserevision: Abwärtsrevision des Bruttoinlandsprodukts für 2024 und Aufwärtsrevision der Inflationsprognose für 2024.

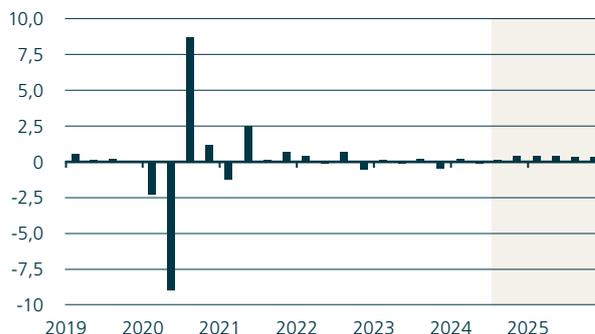
USA

Trotz eines überraschend starken Anstiegs des Bruttoinlandsprodukts im zweiten Quartal nahmen zuletzt insbesondere an den Kapitalmärkten die Sorgen über die wirtschaftliche Entwicklung im zweiten Halbjahr zu. Hintergrund hierfür war ein überraschend schwacher Arbeitsmarktbericht. Aus unserer Sicht sind die Befürchtungen einer spürbaren konjunkturellen Verlangsamung übertrieben. Zwar dürfte die wirtschaftliche Aktivität im dritten Quartal zur Schwäche neigen. Hintergrund hierfür ist aber eine zeitverzögerte Reaktion der Volkswirtschaft auf die gestiegenen Kapitalmarktzinssätze in den Frühjahrsmonaten. Der anschließende deutliche Zinsrückgang dürfte im kommenden Winterhalbjahr zu einer konjunkturellen Stabilisierung beitragen. Die jüngsten Preisdaten fielen aus geldpolitischer Sicht erfreulich niedrig aus.

Prognoserevision: Leichte Abwärtsrevision der Inflationsprognose für 2024 und 2025.

Deutschland: Bruttoinlandsprodukt

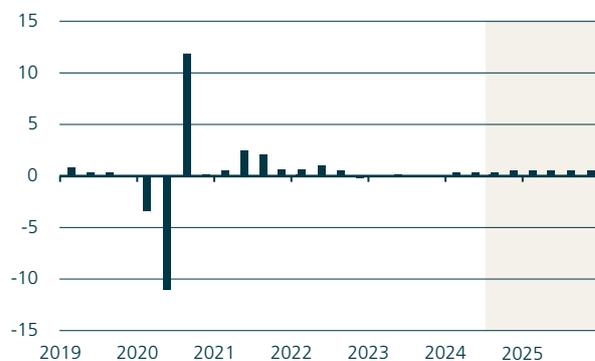
in % ggü. Vorquartal (sb)



Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

Euroland: Bruttoinlandsprodukt

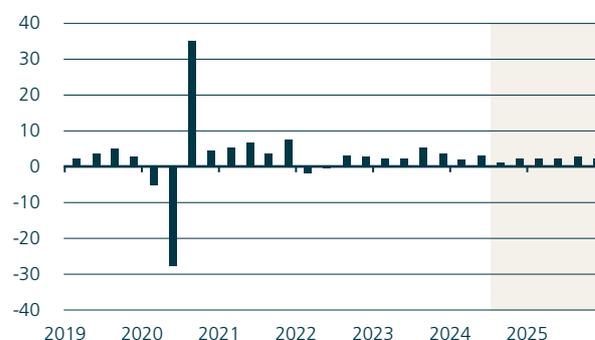
in % ggü. Vorquartal (sb)



Quelle: Eurostat, Prognose DekaBank

USA: Bruttoinlandsprodukt

in % ggü. Vorquartal (sb, ann.)



Quelle: Bureau of Economic Analysis, Prognose DekaBank

Märkte Industrieländer

Europäische Zentralbank / Geldmarkt

Die zuletzt schwächeren Konjunkturdaten dürften die EZB in ihrer Einschätzung bestärken, dass der Lohndruck mittelfristig nachlassen und die Inflation bis Ende nächsten Jahres nachhaltig auf 2 % konvergieren wird. Dies relativiert die in den vergangenen Monaten hartnäckig hohe Kerninflation und erlaubt der EZB, die graduelle Lockerung der Geldpolitik fortzusetzen. Wir rechnen daher weiterhin mit Leitzinssenkungen im Quartalsrhythmus, bis der Einlagensatz ein in etwa neutrales Niveau erreicht hat. Zinsschritte bei mehreren aufeinander folgenden Ratssitzungen oder in Größenordnungen von mehr als 25 Basispunkten würden wir demgegenüber nur dann erwarten, falls die Warnsignale für eine bevorstehende Rezession deutlich zunehmen. Mit dem engeren Zinskorridor zwischen Hauptrefinanzierungs- und Einlagensatz tritt im September das erste wichtige Element des neuen Operationsrahmens der Geldpolitik in Kraft. Aufgrund der nach wie vor hohen Überschussreserven dürfte dies jedoch noch keine nennenswerten Auswirkungen auf die Geldmarktsätze haben.

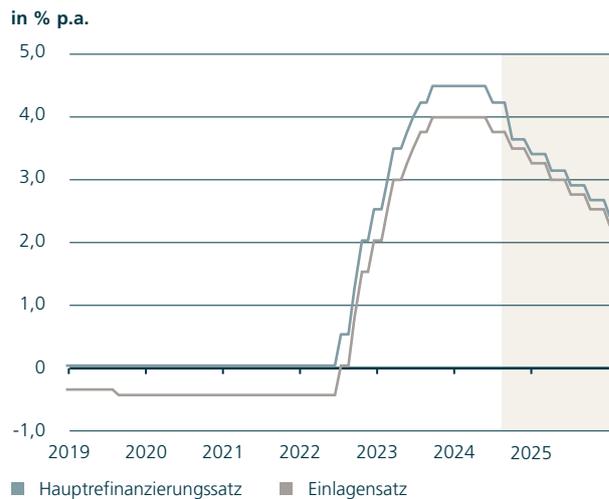
Rentenmarkt Euroland

Der in den vergangenen Wochen von den kurzen Laufzeitbereichen ausgegangene Renditerückgang spiegelt Leitzins- und Inflationserwartungen wider, die nur im Fall eines deutlichen Konjunkturreinbruchs realistisch erscheinen. Bei einem moderaten Wachstum und einer nur langsam zurückgehenden Kerninflation ist daher mit einer Korrektur zu rechnen. Eine nachlassende Risikoaversion dürfte zu höheren Renditen vor allem langlaufender Bundesanleihen führen, auch wenn deren Anstieg durch Leitzinssenkungen der Fed gedämpft wird. In den kürzeren Laufzeitbereichen sollten die Renditen zunächst in eine Seitwärtsbewegung übergehen, da die EZB in den kommenden Monaten bei der Senkung der Leitzinsen hinter den Markterwartungen zurückbleiben dürfte. Entsprechend rechnen wir bis weit in das nächste Jahr hinein mit einer inversen Bundkurve.

Devisenmarkt: EUR – USD

Nach dem schwachen US-Arbeitsmarktbericht für Juli kamen an den Finanzmärkten Sorgen um die US-Wirtschaft auf, was wir für übertrieben halten. Damit einhergehend sind die Leitzinssenkungserwartungen an die US-Notenbank an den Märkten gestiegen. Dies drückte die Renditen der US-Treasuries nach unten, wodurch sich ihr Vorsprung gegenüber den Bundesanleihen reduzierte. So konnte der Euro Anfang August auf knapp 1,10 USD zulegen. Ein Höhenflug gelingt dem Euro gegenüber dem US-Dollar dennoch nicht. Denn auch die Konjunkturperspektiven Eurolands haben sich den jüngsten Rückgängen der Stimmungsindikatoren zufolge eingetrübt. Mit der Leitzinswende der Fed, die wir ab September erwarten, wird der US-Dollar zunehmend an Unterstützung seitens der Geldpolitik verlieren. Eine schnelle US-Dollar-Abwertung erwarten wir allerdings nicht.

EZB: Leitzinsen



Quelle: Europäische Zentralbank, Prognose DekaBank

Bundesanleihen: Renditen



Quelle: Bloomberg, Prognose DekaBank

Wechselkurs EUR – USD



Quelle: EZB, Prognose DekaBank

Aktienmarkt Deutschland

Sorgen um die Konjunktur in den USA waren der Auslöser für die Korrektur an den globalen Aktienmärkten von Anfang August. Doch der eigentliche Grund war eine notwendige Stimmungsbereinigung in einzelnen Marktsegmenten. Entsprechend stehen vor allem die den Markt beherrschenden Technologie- und Plattformunternehmen unter Anpassungsdruck. Durch die allgemein veränderte Stimmungslage sowie die immer wieder eskalierenden geopolitischen Konflikte musste aber auch der DAX von seinen Rekordständen abgeben. Fundamental betrachtet ist das Korrekturpotenzial allerdings begrenzt. Das globale Wachstum ist intakt, die Unternehmensgewinne steigen leicht an, die Notenbanken senken die Zinsen, und die Bewertungen sind mit der Kurskorrektur wieder unter ihre langjährigen Durchschnittswerte gefallen. Die erhöhten Kursschwankungen sollten somit für regelmäßige Zukäufe genutzt werden.

Prognoserevision: Leichte Abwärtsrevision auf Sicht von 3 Monaten. 6 und 12 Monate unverändert.

Unternehmensanleihemarkt Euroland

Die zunehmende Volatilität an den Aktienmärkten seit Ende Juli strahlt auch auf die Kreditmärkte ab. Solange allerdings die Fundamentaldaten für die Eurozone weiterhin eher in Richtung Stagnation statt Rezession deuten und für die USA eine sanfte Landung und kein Abknicken der Wirtschaft anzeigen, sollte sich die Spreadausweitung in engen Grenzen halten. Für zusätzliche Käufe würden wir jedoch zunächst das Ende der Sommerpause und eine Belebung des Neuemissionsmarkts Ende August abwarten. Dafür spricht auch das saisonale Muster der letzten 10 Jahre, das eine leichte Spreadausweitung im August und September zeigt. Ob das von Seiten der französischen Politik ausgehende Störfaktor für Spreads nach den olympischen Spielen weiter zunimmt, ist unklar, doch bleibt dies ein Risikofaktor für die Kreditmärkte insgesamt.

Emerging Markets

Märkte

Enttäuschungen über US-Konjunkturindikatoren und einzelne Unternehmensberichte haben insbesondere die internationalen Aktienmärkte unter starken Abwärtsdruck gebracht. Innerhalb des Schwellenländeruniversums kamen Taiwan und Südkorea wegen hoher Gewichte von Technologieaktien besonders unter Druck. EM-Anleihen blieben in diesem Umfeld wenig verändert und EM-Währungen notierten uneinheitlich, was bedeutet, dass keine breit angelegte Flucht aus Risikoanlagen zu beobachten war. Die Rentenmärkte sollten in den kommenden Monaten von Leitzinssenkungen in den USA gestützt werden. Die erste Senkung erwarten wir nun für September. In diesem Umfeld werden die EM-Zentralbanken, die zuletzt mit Blick auf die Währungsstabilität zögerlich waren, ihre Leitzinsen ebenfalls zurücknehmen. EM-Währungen dürften dennoch gegenüber US-Dollar und Euro nicht in der Breite unter Abwertungsdruck geraten, weil sich die Zinsdifferenz zu Fed und EZB nicht wesentlich verringern dürfte. In China lasten schwache Wirtschaftsdaten und Enttäuschung über das Ausbleiben größerer Stimulierungsmaßnahmen auf den Aktienkursen.

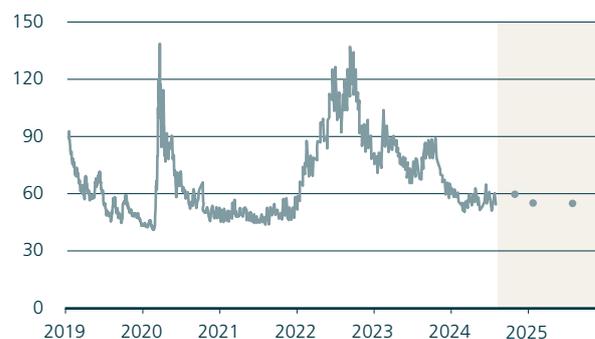
Aktienmarktprognose

	12.8.2024	3 Monate	6 Monate	12 Monate
DAX	17.615,15	18.000	19.000	20.000
EURO STOXX 50	4.668,06	4.700	5.000	5.100
S&P 500	5.199,50	5.100	5.250	5.400
Topix	2.489,21	2.500	2.650	2.900

Quelle: Deutsche Börse, Bloomberg, Prognose DekaBank

iTraxx Europe

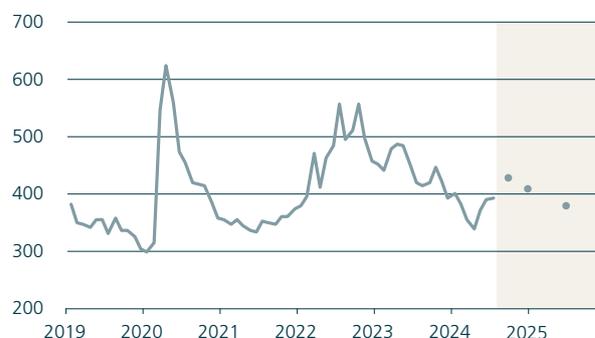
Basispunkte



Quelle: International Index Company, Prognose DekaBank

EMBIG Diversified-Spread

Basispunkte



Quelle: J.P. Morgan, Bloomberg, Prognose DekaBank

Szenarien

Wir haben unsere Szenarien unverändert gelassen und die Eintrittswahrscheinlichkeit der Negativszenarien zulasten der Positivszenarien angehoben.

Basisszenario (Wahrscheinlichkeit: 70 %)

- Anpassungen nach der Ausnahmesituation durch die Corona-Pandemie und der langen Jahre der Nullzinspolitik verlaufen überraschend geschmeidig. Weltwirtschaft wächst mit durchschnittlich rund 3 % pro Jahr.
- Deglobalisierung, Demografie und Dekarbonisierung halten perspektivisch den Inflationsdruck erhöht und dämpfen das globale Wachstum.
- Notenbanken halten Leitzinsen für längere Zeit oberhalb der neutralen Niveaus, um sicherzustellen, dass die mittelfristigen Inflationserwartungen im Zielbereich von 2 % verankert bleiben. Leitzinssenkungen erfolgen in Abhängigkeit von der Inflationsentwicklung, längere Zinssenkungspausen sind durchaus möglich.
- Die Lockerung der Geldpolitik wird perspektivisch Konjunktur und Kapitalmärkte stützen. Die Fiskalpolitik bleibt angesichts struktureller Herausforderungen (wie Klimawandel, Sozialversicherungssysteme, Demografie usw.) global eher expansiv. Allgemein ist ein Trend zu höherer Staatsverschuldung zu beobachten.
- Für Europa und insbesondere für Deutschland ist im Jahr 2024 noch ein schwaches Wachstum zu erwarten. Die US-Wirtschaft zeigt sich robuster.
- In China begrenzen die zunehmende staatliche Regulierung und die Korrektur im Immobiliensektor das Wachstum.
- Aktienmärkte bewegen sich moderat aufwärts mit hohen Schwankungen. Sie profitieren vom globalen Wachstum und vom Umbau der Wirtschaft mit Blick auf Digitalisierung und Nachhaltigkeit.
- Zinsen dürften tendenziell Inflationsraten nur knapp übertreffen. Kaufkraftverlust der Geldanlagen funktioniert am besten über breit gestreute Wertpapieranlagen, allerdings unter Inkaufnahme von Wertschwankungen.

Negativszenario (Wahrscheinlichkeit: 25 %)

- Stark steigende Staatsverschuldung löst regionale bzw. globale Schuldenkrisen aus und birgt das Risiko einer umfassenden Finanzkrise bzw. in Euroland eines erneuten Infragestellens der Währungsunion.
- Einführung neuer Handelsbeschränkungen durch die USA führt zu einem Handelskrieg mit China, der auch Europa erfasst und das globale Wachstum empfindlich bremst.
- Dramatische Eskalation des Russland-Ukraine-Kriegs oder des militärischen Konflikts im Nahen Osten mit Ausweitung auf weitere Länder. Infrastruktur-Sabotage als Mittel der unkonventionellen Kriegsführung. Anhaltende Ost-West-Konfrontation bzw. die Verschiebung globaler politischer Gewichte zugunsten autoritärer Regime verringert positive Wachstumswirkungen der Globalisierung.
- Zweitrundeneffekte bei der Inflation setzen Lohn-Preis-Spirale in Gang und führen für lange Zeit zu deutlich höheren Inflationsraten. Notenbanken sehen sich dadurch zu einer nochmaligen Straffung der Geldpolitik gezwungen, die eine massive Rezession auslöst.

Positivszenarien (Wahrscheinlichkeit: 5 %)

- Inflationsraten gehen innerhalb kürzester Zeit zurück und bleiben dann im Bereich der Notenbankziele. Notenbanken können Zinsen schnell auf neutrale Niveaus zurücknehmen.
- Einfrieren der geopolitischen Konflikte führt zu zügiger Beruhigung von Wirtschaft und Finanzmärkten.
- Kräftige Gewinnanstiege der Unternehmen lassen Aktienkurse deutlich steigen und wirken als Triebfeder für die Investitionsdynamik.
- Überraschend starke Wachstumsdynamik in den Emerging Markets mit Schubwirkung für globale Wirtschaft.

Disclaimer

Diese Darstellungen inklusive Einschätzungen wurden nur zum Zwecke der Information des jeweiligen Empfängers erstellt. Die Informationen stellen weder ein Angebot, eine Einladung zur Zeichnung oder zum Erwerb von Finanzinstrumenten noch eine Empfehlung zum Erwerb dar. Die Informationen oder Dokumente sind nicht als Grundlage für irgendeine vertragliche oder anderweitige Verpflichtung gedacht, noch ersetzen sie eine (Rechts- und/oder Steuer-) Beratung; auch die Übersendung dieser stellt keine derartige beschriebene Beratung dar. Die hier abgegebenen Einschätzungen wurden nach bestem Wissen und Gewissen getroffen und stammen (teilweise) aus von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen, einschließlich der rechtlichen Ausführungen, ist ausgeschlossen. Die enthaltenen Meinungsäußerungen geben unsere aktuelle Einschätzung zum Zeitpunkt der Erstellung wieder. Die Einschätzung kann sich jederzeit ohne Ankündigung ändern. Jeder Empfänger sollte eine eigene unabhängige Beurteilung, eine eigene Einschätzung und Entscheidung vornehmen. Insbesondere wird jeder Empfänger aufgefordert, eine unabhängige Prüfung vorzunehmen und/oder sich unabhängig fachlich beraten zu lassen und seine eigenen Schlussfolgerungen im Hinblick auf wirtschaftliche Vorteile und Risiken unter Berücksichtigung der rechtlichen, regulatorischen, finanziellen, steuerlichen und bilanziellen Aspekte zu ziehen. Sollten Kurse/Preise genannt sein, sind diese freibleibend und dienen nicht als Indikation handelbarer Kurse/Preise.



Deka Investment GmbH

Lyoner Straße 13,
60528 Frankfurt

Postanschrift:
Postfach 11 05 23
60040 Frankfurt

Telefon: (0 69) 71 47 - 652
Telefax: (0 69) 71 47 - 11 43
E-Mail: service@deka.de
www.deka-etf.de