

Barometer

Konjunktur- und Zinsperspektiven

Volkswirtschaft und Research IKB Deutsche Industriebank AG

Dr. Klaus Bauknecht
Chefvolkswirt
+49 211 8221 4118
Klausdieter.Bauknecht@ikb.de

Dr. Carolin Vogt
+49 211 8221 4492
Carolin.Vogt@ikb.de

Eugenia Wiebe
+49 211 8221 3174
Eugenia.Wiebe@ikb.de

Deutsche Konjunktur: Die Zeichen stehen auf Rezession 2

Zweites Quartal noch mit Mini-Wachstum • Dienstleistungen im Plus, Industrie im Minus • Stimmungstief signalisiert Rezession im Verlauf von 2022 • Schwaches Winterhalbjahr 2022 belastet BIP-Wachstum im nächsten Jahr

Geldpolitik: Trotz zunehmenden Risikos einer Rezession in der Euro-Zone werden Zinsen weiter steigen 4

Geldpolitik stemmt sich gegen Inflation • Konjunkturabschwung ist notwendig für sinkende Inflation • Höhe der EZB-Zinsen ist abhängig von Art der Fiskalpolitik • Unterstützen oder unterlaufen die Staaten die Geldpolitik • Mit expansiver Fiskalpolitik haben EZB-Zinsen noch viel Luft nach oben

Deutsche Wirtschaft: Schlechte Stimmung belastet Investitionsausblick und Neuausrichtung 6

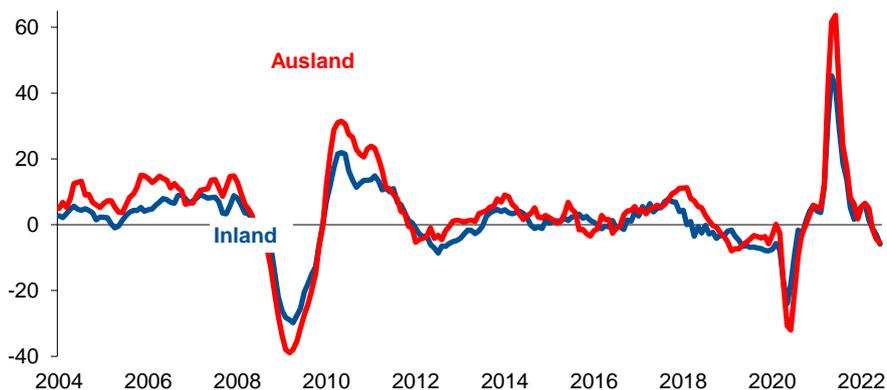
Fehlende Dynamik der Investitionen ist schon länger ersichtlich • Schlechte Unternehmensstimmung belastet Investitionsausblick – auch für 2023 • Höhere staatliche Investitionen sind nicht die Lösung • Transformation der Wirtschaft – die Klimaziele müssen warten

Konjunkturreintrübung und steigende Zinsen: Hat der DAX ausreichend korrigiert? 9

Rezession macht Gewinnrückgang unausweichlich • Zudem belastet restriktive Geldpolitik DAX-Fundamentalwert • Übertreibung sollte für weiteres Abwärtspotenzial sorgen • Kursgewinne benötigen deutliche Stimmungs- und Konjunkturaufhellung

Auftragseingang des Verarbeitenden Gewerbes

in % zum Vorjahresmonat, saisonbereinigt



IKB-Prognose 2022
 Reale Veränderung in %,
 saison- und kalenderbereinigt

BIP-Wachstum

Deutschland	1,5
Euro-Zone	3,1
UK	3,4
USA	1,6
Japan	1,6
China	3,9

Quelle: Statistisches Bundesamt (IKB-Berechnung: reale gleitende 3-Monats-Zuwachsraten in %)

Deutsche Konjunktur: Die Zeichen stehen auf Rezession

Die deutsche Wirtschaft hat mit einem unerwarteten Mini-Wachstum von 0,1 % – statt der zunächst gemeldeten Stagnation – im zweiten Quartal das Vorkrisenniveau erreicht. Dennoch eine Rezession zum Winter erscheint zunehmend wahrscheinlich, zudem hat sich die Unternehmensstimmung laut ifo Geschäftsklimaindex weiter eingetrübt.

Zweites Quartal noch mit Mini-Wachstum

Die wirtschaftliche Entwicklung fiel also etwas positiver aus als in der Schnellmeldung berichtet. Trotz der schwierigen weltwirtschaftlichen Rahmenbedingungen hat sich die deutsche Wirtschaft in den ersten beiden Quartalen 2022 noch behauptet. Im 1. Quartal 2022 war die deutsche Wirtschaft um 0,8 % gewachsen.

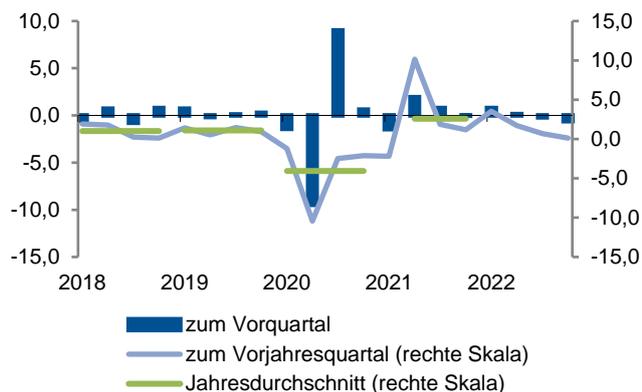
Gestützt wurde die Dynamik vor allem von den privaten und staatlichen Konsumausgaben. Trotz starker Preissteigerungen und Energiekrise nutzten die Konsumenten die Aufhebung fast aller Corona-Beschränkungen im 2. Quartal 2022, um zum Beispiel wieder mehr zu reisen und auszugehen. Der private Verbrauch war insgesamt 0,8 % höher als im 1. Quartal. Der Staat erhöhte seine Konsumausgaben um 2,3 %. Während die Investitionen in Ausrüstungen – also vor allem in Maschinen, Geräte und Fahrzeuge – gegenüber dem Vorquartal ebenfalls stiegen (+1,1 %), rutschten die Bauinvestitionen deutlich ins Minus (-3,4 %). Hier ist allerdings zu beachten, dass der Baubereich im ersten Quartal aufgrund des ungewöhnlich guten und milden Winters noch erheblich zulegen konnte (+ 3,1 %). Dennoch die Bauinvestitionen können nicht mehr so stark wie in den vergangenen Jahren Wachstumsimpulse liefern.

Der Handel mit dem Ausland nahm insgesamt zu. Obwohl der Krieg in der Ukraine und die weltweit gestörten Lieferketten belasteten, meldeten die Unternehmen insgesamt stabile Exporte. Es wurden 0,3 % mehr Waren und Dienstleistungen exportiert als im 1. Quartal 2022. Die Importe legten im Vorquartalsvergleich mit +1,6 % aber stärker zu. Aufgrund der kräftigen Einfuhren fiel der Wachstumsbeitrag des Außenbeitrags das fünfte Quartal in Folge negativ aus.

Bruttowertschöpfung – Dienstleistungsbereiche im Plus, Industrie im Minus

Die preis-, saison- und kalenderbereinigte Bruttowertschöpfung war im 2. Quartal 2022 insgesamt um 0,3 % niedriger als im 1. Quartal 2022. Dabei zeigte sich in den einzelnen Wirtschaftsbereichen ein gemischtes Bild: Die Wirtschaftsleistung im Verarbeitenden Gewerbe ging um 0,5 % zurück; vor allem die energieintensiven Branchen wie die chemische Industrie sowie die Metallherzeugung und -verarbeitung dämpften die Entwicklung. In den meisten Dienstleistungsbereichen führte die Aufhebung der Corona-Beschränkungen dagegen zu einem Anstieg der Wirtschaftsleistung. Ausnahmen waren die zusammengefassten Bereiche Handel, Verkehr und Gastgewerbe (-1,5 %), was allerdings nur am Minus im Handel lag, sowie Öffentliche Dienstleister, Erziehung und Gesundheit (-0,8 %). Im Baugewerbe sank die Bruttowertschöpfung im 2. Quartal 2022 im Vergleich zum Vorquartal preis-, saison- und kalenderbereinigt kräftig um 2,4 %.

Reales BIP-Wachstum, Veränderung in %



Quelle: Statistisches Bundesamt; IKB-Prognose

Stimmungstief signalisiert Rezession

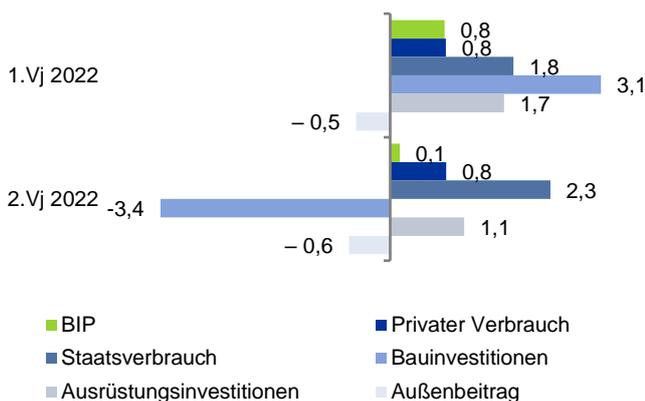
Das Mini-Wachstum im zweiten Quartal dürfte in den nächsten Quartalen nur schwer zu wiederholen sein. Denn Unsicherheit, Energiekrise, Lieferprobleme sowie eine hohe Inflation sorgen für konjunkturellen Gegenwind.

In diesem Umfeld sind die Unternehmen im August erneut pessimistischer geworden. Der dritte Rückgang des ifo Geschäftsklimaindex in Folge ist zwar geringer ausgefallen als erwartet, ist aber ein weiteres Indiz für eine anstehende Rezession. Es ist der niedrigste Stand seit Juni 2020. Sowohl die Aussichten als auch die aktuelle Lage werden skeptischer eingeschätzt.

Im verarbeitenden Gewerbe bleibt das Geschäftsklima allerdings stabil, wobei die besonders energieintensive chemische Industrie von „großen Problemen“ berichtet. Dabei sind Entspannungen bei den Material- und Lieferengpässe mittlerweile zu beobachten: Im August klagten nun mehr 62 % der Befragten über Probleme – im Juli waren es noch 73,3 %.

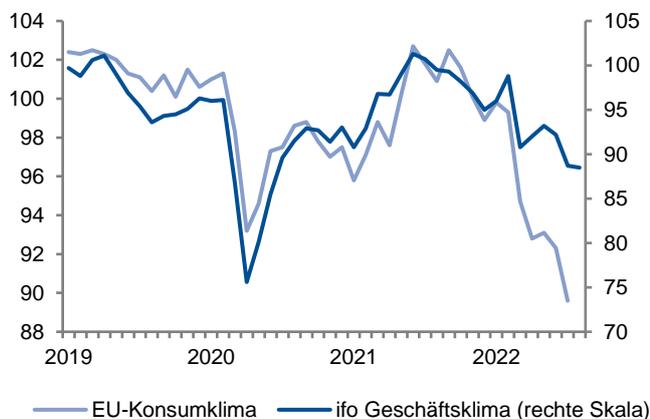
Bei den Dienstleistern hat sich das Geschäftsklima nach dem starken Einbruch des Vormonats verbessert. Allerdings haben sich im Gastgewerbe die Aussichten deutlich eingetrübt: Hotels und Restaurants befürchteten, dass sich die Gäste wegen der hohen Inflation künftig zurückhalten werden. Und auch der Handel bangt um sein Geschäft, nachdem die Verbraucherpreise auf Jahressicht um 7,9% zugelegt haben und im Herbst zweistellige Raten erreichen könnten. Das Geschäftsklima im Handel hat seine Talfahrt fortgesetzt.

Reales Wachstum der Verwendungsseite, in % QoQ



Quelle: Statistisches Bundesamt

Deutschland: ifo Geschäftsklima und Konsumklima

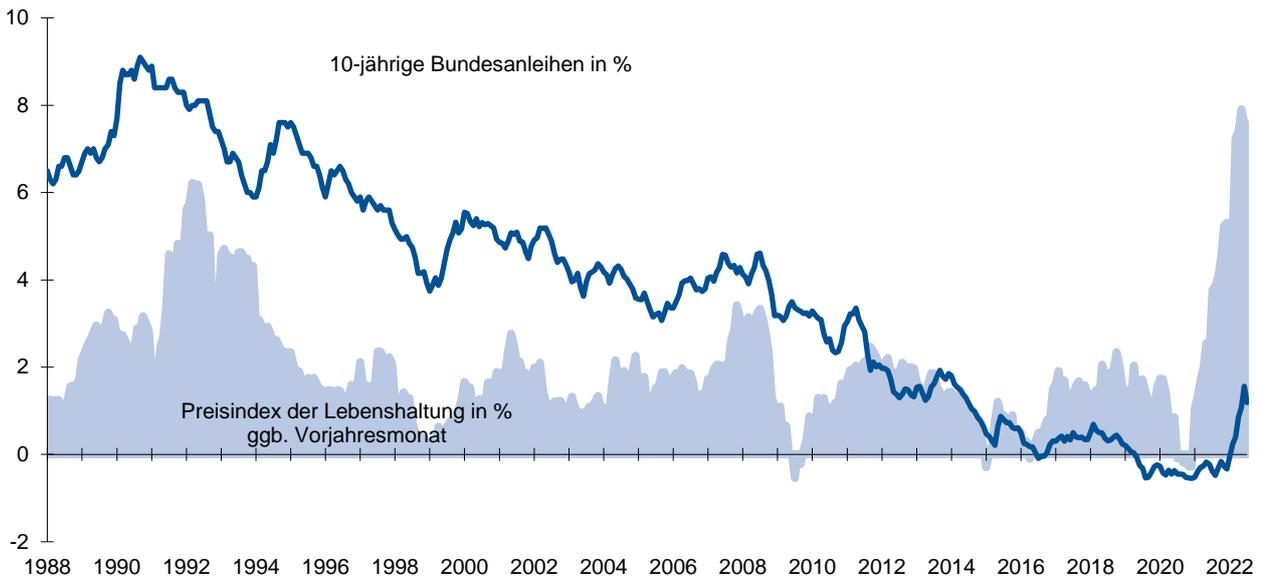


Quelle: Bloomberg (Konsumklima EU-Kommission)

Ausblick: BIP-Wachstum 2023 belastet durch das Vorjahr

Die schlechte Stimmung der Unternehmen und Verbraucher signalisiert klar eine Schrumpfung der Wirtschaft im dritten Quartal. Die IKB geht von einem BIP-Rückgang im dritten und vierten Quartal des laufenden Jahres aus. Damit ergibt sich ein BIP-Wachstum von 1,5 % für 2022. Das Jahr 2023 dürfte dann mit einem statischen Unterhang und einem ebenfalls schwachen ersten Vierteljahr starten, so dass für das Gesamtjahr 2023 ein leichter BIP-Rückgang nicht auszuschließen ist. Zudem ist das Prognoserisiko nach wie vor abwärts gerichtet in Abhängigkeit von möglichen Energieversorgungsengpässen und des Energiepreisschocks.

Rendite 10-jähriger Bundesanleihen und Inflationsrate in %

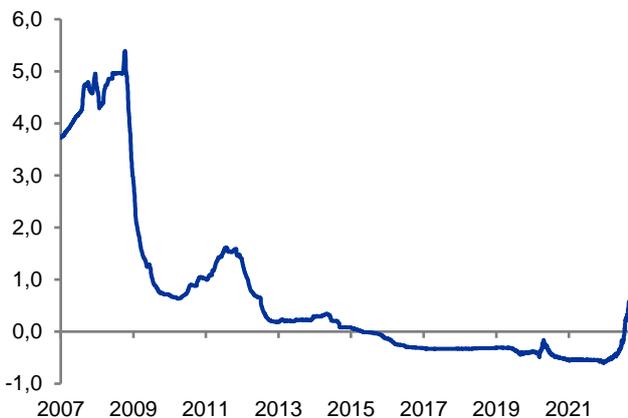


Quellen: Statistisches Bundesamt; Bundesbank



Geldpolitik: Trotz zunehmenden Risikos einer Rezession in der Euro-Zone ...

3-Monats-Euribor in %, täglich



Quellen: Bloomberg



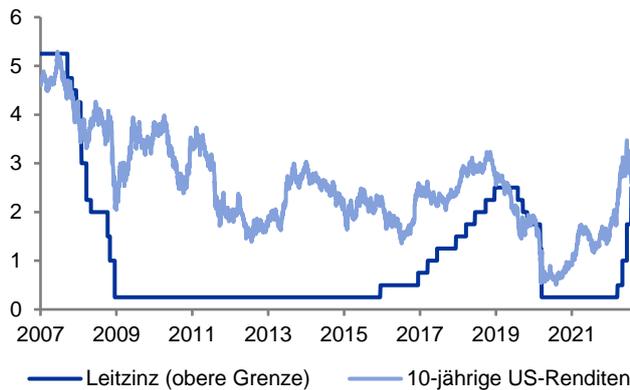
Viele Notenbanken geben Gas; und auch die EZB muss folgen. Doch selbst ein Einlagenzins von 2 % Anfang nächsten Jahres würde alles andere als eine straffe Geldpolitik darstellen. Auf der anderen Seite ist die bevorstehende Rezession allerdings auch kein Grund für eine baldige Wende hin zu einer wieder expansiveren Zinspolitik. Die Effektivität der Notenbankpolitik hängt maßgeblich von der Fiskalpolitik ab. Reagiert die Fiskalpolitik mit einer Konsolidierungspolitik auf Zinserhöhungen und senkt ihre Ausgaben, ist der Einfluss der restriktiven Zinspolitik auf die Realwirtschaft um Einiges größer, als wenn der Staat nicht reagieren würde. Schließlich hat die Aus-

gabensenkung einen direkten negativen Effekt auf die Realwirtschaft, da sie die Nachfrage dämpft. Wie hoch die Zinsen in der Euro-Zone steigen müssen, hängt also auch von der Reaktion der Fiskalpolitik ab. Hält sich der Staat trotz sich eintrübender Konjunktur und immensen Belastungen für die Konsumenten zurück, werden Zinsanhebungen der EZB weniger stark ausfallen müssen, als wenn die Fiskalpolitik mit höheren Ausgaben auf die Rezession reagiert, etwa durch Transferzahlungen und Entlastungen für Haushalte. Denn damit neutralisiert sie die Bemühungen der Notenbank, die Nachfrage zu dämpfen.

Wie hoch werden die Zinsen in der Euro-Zone steigen? Bis jetzt hat die EZB immer wieder betont, dass keine nennenswerte geldpolitische Straffung erforderlich ist. Folgerichtig hat sich die europäische Notenbank trotz der hohen Inflation und ständiger Anpassungen ihrer Prognosen bis dato kaum bewegt. Die aktuelle Inflation und die daraus folgenden realen Kaufkraftverluste deuten zusammen mit der unsicheren Energieversorgung tatsächlich auf eine spürbare Abkühlung der Nachfrage auch ohne geldpolitische Straffung hin. Auch signalisieren die hohen Schuldenquoten einen bedeutenden Einfluss der Zinsen – zumindest was den Privatsektor angeht.

... werden Zinsen weiter ansteigen

Fed Funds Rate und 10-jährige US-Renditen, in % tägl.



Quelle: Bloomberg



Deutsche Inflationsrate in %, monatlich



Quelle: Statistisches Bundesamt



Deutscher Aktienindex: DAX in Punkten, täglich



Quelle: Bloomberg



Deshalb müssen die Zinsen nicht kräftig steigen, bzw. es reicht die aktuelle Eintrübung, um den Inflationsdruck zu brechen. Dies ist zumindest die Einschätzungen der Märkte für Bundrenditen, die bei ca. 1,4 % liegen. Dieses Niveau liegt selbst unter dem mittelfristigen Inflationsziel der EZB von 2 %. Und auch die aktuellen Erwartungen über den Verlauf des EZB-Einlagenzinses spiegeln die Annahme, dass es keiner spürbaren Straffung im Euro-Raum bedarf. Alle Prognosen deuten weiterhin auf negative reale Zinsen hin.

Wird jedoch eine effektive geldpolitische Straffung benötigt, um die Wirtschaft ausreichend abzukühlen, werden spürbare Zinsanhebungen notwendig sein. Die Fed hatte es in den 70er Jahren versäumt, ihre realen Zinsen ausreichend anzuheben. In Folge stieg die Inflationsrate immer weiter an. Erst als die reale Fed Funds Rate Anfang der 80er Jahre für eine längere Zeit spürbar anstieg, war die Inflationsdynamik nachhaltig gebrochen. Benötigt also die Euro-Zone eine effektive geldpolitische Straffung, um den Inflationsdruck in den Griff zu bekommen, wäre selbst ein Einlagenzins von 3 oder 4 % nicht sonderlich hoch – vor allem wenn die Fiskalpolitik diese Straffung nicht unterstützen würde. Und je länger die Inflationsrate auf einem erhöhten Niveau verharrt, desto schwieriger wird es, sie nachhaltig und ohne solch eine Straffung zu senken.

Die Wahrscheinlichkeit steigt, dass die EZB die Zinsen im September, Oktober und Dezember jeweils um mindestens 50 bp anheben muss. Und auch Anfang 2023 ist mit weiteren Zinsanhebungen zu rechnen, sodass der Einlagenzins relativ schnell auf 2 % oder darüber ansteigen könnte. Die erwartete Rezession wird aber die Notwendigkeit von spürbar steigenden realen Zinsen dämpfen. Allerdings bleibt der Lohndruck im Schatten einer erhöhten Inflation auch im Jahr 2023 hoch. Deshalb gibt es auch keinen Grund, warum die EZB infolge der bevorstehenden Rezession die Zinsen wieder schnell senken sollte. Während für das lange Ende der Zinskurve somit noch Luft nach oben besteht, geht die Tendenz beim DAX eher nach unten, zumindest kurzfristig (*siehe IKB-Kapitalmarkt-News 11. August 2022*). Diese Einschätzung wird dadurch bekräftigt, dass die europäische Fiskalpolitik wohl eher versuchen wird, die Konjunktur zu unterstützen – und nicht die Geldpolitik.

Deutsche Wirtschaft: Schlechte Stimmung belastet Investitionsausblick und Neuausrichtung

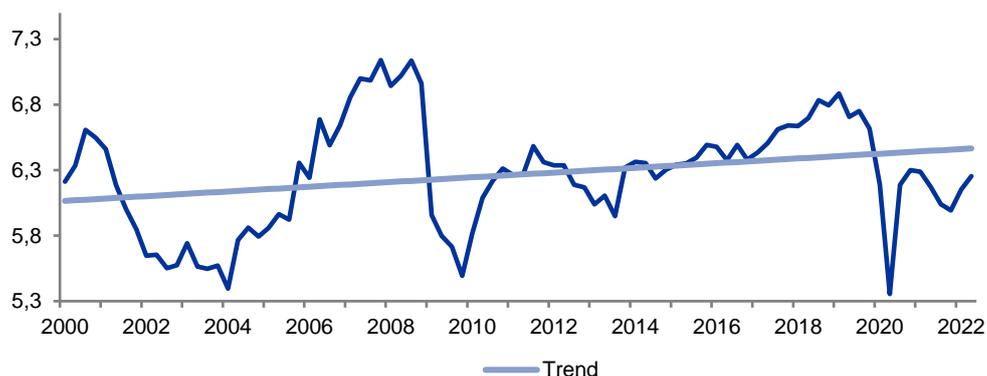
Fazit: Jeder spricht davon, alle sind überzeugt: Die Klimaziele benötigen massive Investitionen am Industriestandort Deutschland. Leider ist bisher wenig passiert. Im Gegenteil: Aktuell liegt die Investitionsquote unter dem Niveau vor der Pandemie. Und auch der Ausblick gibt wenig Hoffnung auf eine kurzfristige Wende. Die schlechte Stimmung der Unternehmen sollte im Schatten von steigenden Zinsen, Rezession und Gewinnrückgängen anhalten und die Investitionsbereitschaft der Unternehmen in den kommenden Quartalen belasten. Zwar sind höhere staatliche Ausrüstungsinvestitionen zu erwarten; allerdings reichen diese nicht für eine nachhaltige Lösung. Die Neuausrichtung der deutschen Wirtschaft wird deshalb warten müssen, zumindest wenn sie durch unternehmerisches Handeln des Privatsektors erreicht werden soll.

Investitionsquote – fehlende Dynamik schon länger ersichtlich

Die deutsche Investitionsquote bleibt trotz der Klimazielvorgaben und des damit verbundenen hohen Erneuerungs- und Abschreibungsbedarfs auf einem niedrigen Niveau. Zwar ist in den letzten 20 Jahren insgesamt ein leicht positiver Trend bei der privaten Ausrüstungsquote zu erkennen. Trotz des hohen Investitionsbedarfs zur Erreichung der Klimaziele scheint er sich in den letzten Jahren allerdings eher abgeflacht zu haben. Selbst nach dem Einbruch zu Beginn der Pandemie ist keine dynamische Erholung zu erkennen – weder bei den absoluten Investitionszahlen noch bei der Quote. Im ersten und zweiten Quartal 2022 sind die privaten Ausrüstungsinvestitionen zwar leicht angestiegen. Das Niveau lag aber im zweiten Quartal immer noch über 5 % unter dem von Ende 2019. Auch bleiben private Ausrüstungsinvestitionen mit 6,3 % des BIP relativ niedrig und deutlich unter dem in den letzten Jahrzehnten leicht positiven Trend. Die Investitionsdynamik am Standort Deutschland hat sich also trotz des hohen Investitionsbedarfs vom Corona-Einbruch immer noch nicht erholt.

Kurzfristig wird sich das wirtschaftliche Umfeld für Unternehmen weiter spürbar eintrüben. Kostendruck und eine nachlassende Nachfrage sollten Gewinnmargen und die Stimmung der Unternehmen zunehmend unter Druck setzen. So ist davon auszugehen, dass sich die im zweiten Quartal bereits abzeichnende Investitionszurückhaltung in den kommenden Monaten verstärken wird; bei den privaten Ausrüstungsinvestitionen zeichnen sich im dritten und vor allem vierten Quartal 2022 absolute Rückgänge ab.

Abb. 1: Private Ausrüstungsinvestitionen in % des BIP

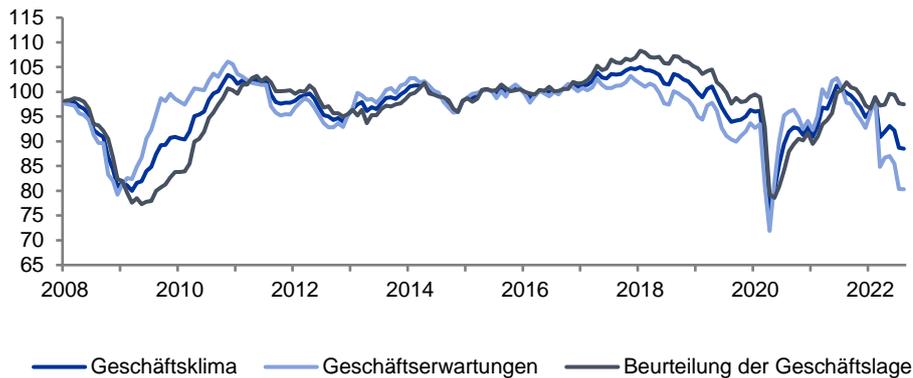


Quelle: Statistisches Bundesamt

ifo Geschäftsklima belastet Investitionsausblick –auch für das kommende Jahr

Das ifo-Geschäftsklima hat sich im August weiter leicht eingetrübt. Zwar wurde allgemein ein stärkeres Minus erwartet, aber da es bereits im Juli einen deutlichen Einbruch gab, ist der Indikator weiter klar abwärtsgerichtet und befindet sich auf einem niedrigen Niveau – insbesondere der Ausblick bleibt nahezu unverändert pessimistisch. Angesichts konjunktureller Unsicherheiten und zunehmenden Kostendrucks, der immer weniger weitergegeben werden kann, ist die maue Stimmung der Unternehmen nicht überraschend. Zudem ist mit einer weiteren Eintrübung in den nächsten Monaten zu rechnen, denn mit anhaltend hohen Lohnforderungen in Verbindung mit dem bestehenden Fachkräftemangel und einer sich abschwächenden Nachfrage werden die Gewinne und damit auch die Unternehmerstimmung in den kommenden Monaten weiter belastet werden.

Abb. 2: ifo Geschäftsklima, 2015 = 100



Quelle: Bloomberg

Das ifo-Geschäftsklima hat einen bedeutenden, aber verzögerten Einfluss auf private Ausrüstungsinvestitionen bzw. auf die Investitionsquote. Das bedeutet: Hellet sich die Unternehmerstimmung auf (ifo Index steigt), vergehen noch mehrere Quartale, bis die Investitionsquote in Deutschland zulegt. Dies ist nicht überraschend. Schließlich werden bei einer Stimmungsverbesserung Investitionsentscheidungen getroffen, deren Umsetzung durchaus Zeit braucht. Auch muss die Erwartungshaltung durch ein Anziehen des BIP-Wachstums bestätigt werden. Und da das ifo Geschäftsklima ein Frühindikator für das BIP-Wachstum im nächsten Quartal darstellt, braucht der Effekt des ifo Index auf die Investitionen spürbar mehr Zeit. So ist die aktuelle Eintrübung des Geschäftsklimas nicht nur ein Indiz für eine erwartete konjunkturelle Eintrübung; es signalisiert auch zurückhaltende Investitionsbereitschaft und damit geringe Investitionen in den kommenden Quartalen. Der aktuelle BIP-Ausblick für Deutschland bestätigt diese Einschätzung

Höhere Staatsinvestitionen sind nicht die Lösung

Der ifo Index hat einen bedeutenden positiven Einfluss auf private, aber einen negativen Einfluss auf die staatlichen Ausrüstungsinvestitionen. Hellet sich das Geschäftsklima auf und verbessert sich somit der konjunkturelle Ausblick, fährt der Staat seine Investitionen zurück. Diese empirische Erkenntnis deutet auf ein klares kontrazyklisches Verhalten der öffentlichen Ausrüstungsinvestitionen hin. Dies heißt, im aktuellen schwierigen konjunkturellen Umfeld sollte die staatliche Investitionsquote in den kommenden Quartalen ansteigen, was sich im weiteren Verlauf positiv auf private Investitionen auswirken sollte. Allerdings ist der Einfluss staatlicher auf private Ausrüstungsinvestitionen zwar empirisch bestätigt, jedoch eher überschaubar. Deshalb kann auch nicht argumentiert werden, dass es nur höhere Investitionen des Staates braucht, um den Investitionsstau in Bezug auf die Klimaziele zu adressieren. Dies würde zu einer grundsätzlich höheren Staatseinmischung in die Wirtschaft führen, da der staatliche Anteil an den deutschen Ausrüstungsinvestitionen spürbar ansteigen würde. Dies wäre weder für einen erfolgreichen Wandel der deutschen Wirtschaft bzw. Industrie noch für ein höheres Wachstumspotenzial wünschenswert.

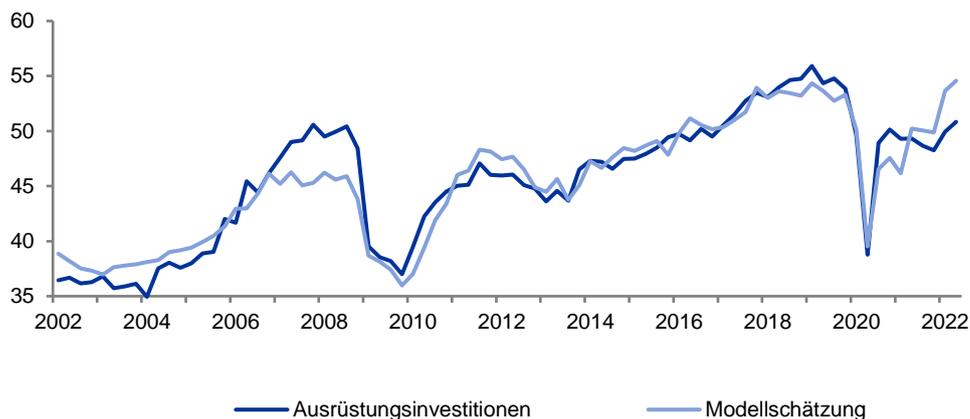
Vor allem seit der Finanzkrise ist der Anteil des Staates an den Ausrüstungsinvestitionen von rund 5 % auf inzwischen rund 7 % angestiegen. Der positive Trend der gesamten Investitionsquote in den letzten Jahrzehnten ist demnach auch maßgeblich durch staatliche Ausrüstungsinvestitionen getrieben. So ist der Aufwärtstrend der privaten Investitionsquote zwar statistisch signifikant, allerdings verläuft er um einiges flacher als der für die gesamten deutschen Ausrüstungsinvestitionen. Staatliche Ausrüstungsinvestitionen stützten demnach schon in den letzten Jahren die Investitionsdynamik am Wirtschaftsstandort Deutschland.

Ausblick – die Klimaziele müssen warten

Abb. 3 zeigt die privaten Ausrüstungsinvestitionen sowie Modellschätzungen basierend auf BIP-Wachstum, ifo-Geschäftsklima, Veränderungen der staatlichen Ausrüstungsinvestitionen (jeweils mit positivem Einfluss) sowie 10-jährige Bundrenditen (negativer Einfluss). Bis auf die staatlichen Investitionen sollten alle Treiber die Investitionstätigkeit belasten: Das BIP-Wachstum trübt sich ein, und es ist von einem Rückgang des BIPs in den nächsten Quartalen auszugehen. Die Bundrenditen sind deutlich angestiegen und werden eher weiter zulegen als sinken. Zudem trübt sich infolge von Margen- und Umsatzeinbußen die Stimmung der Unternehmen ein. Hinzu kommt die anhaltend hohe Inflationsrate. So deuten Prognosen inzwischen auch für 2023 auf eine Inflationsrate in Deutschland von über 4 % hin. **Da bei Tarifverhandlungen in Deutschland die aktuelle**

bzw. vergangene Inflation berücksichtigt wird und nicht die zu erwartende, ist somit auch für 2023 von einem hohen Lohndruck auszugehen, was Margen und Stimmung der Unternehmen belasten wird – vor allem wenn das realwirtschaftliche Wachstum wenig Raum für Produktivitätssteigerungen bietet. Grundsätzlich zeigt die Modellschätzung, dass notwendige strukturelle Veränderungen noch nicht ersichtlich sind. Denn dies würde zu einer zunehmenden und vor allem anhaltenden Divergenz zwischen geschätzten und eigentlichen Daten führen. Neue oder zusätzliche Treiber von Investitionen – wie Klimaziele – hätten höhere tatsächliche Investitionen zur Folge, als es die Modellschätzung (ohne diese Treiber) signalisieren würde. **Am aktuellen Rand ist jedoch eher das Gegenteil zu erkennen: Die Modellschätzung für das erste Halbjahr 2022 liegt deutlich über den tatsächlichen Investitionen.**

Abb. 3: Reale private Ausrüstungsinvestitionen und Modellschätzung, in Mrd. €



Quelle: Statistisches Bundesamt; IKB-Modellschätzung

Aufgrund des negativen Ausblicks für die Treiber privater Ausrüstungsinvestitionen ist von einer sinkenden Investitionsquote in den kommenden Monaten bzw. Quartalen auszugehen. Auch ist keine spürbare Belebung im Jahr 2023 zu erwarten. So wird die Investitionsquote im laufenden und nächsten Jahr weiterhin unter ihrem langfristig leicht ansteigenden Trend verlaufen, trotz eines sinkenden bzw. nur moderat ansteigenden Nenners (BIP). **Um die Klimaziele zu erreichen, ist hingegen ein spürbarer Anstieg der Quote bzw. ein stärker positiver Trend erforderlich. Die konjunkturellen Realitäten werden dies kurzfristig verhindern, und steigende staatliche Investitionen werden hier nicht ausreichend gegensteuern können.** Der Krieg in der Ukraine mag zwar aufgrund der Preisanstiege bei fossilen Energiequellen die Energiewende und damit die Notwendigkeit von Investitionen grundsätzlich beschleunigen. Doch hierfür ist eine allgemeine und vor allem glaubhafte konjunkturelle Erholung notwendig, die im laufenden und nächsten Jahr nicht zu erwarten ist. Die Klimaziele müssen deshalb warten, zumindest wenn sie durch unternehmerisches Handeln des Privatsektors erreicht werden sollen.

Konjunkturertrübung und steigende Zinsen: Hat der DAX ausreichend korrigiert?

Fazit: Der Dax ist unter Druck – und dies berechtigt. Denn der Ausblick für die Unternehmensgewinne trübt sich durch aufbauenden Margendruck und einer schwachen Konjunktur spürbar ein. Anders als in den Jahren davor ist zudem mit einer weniger unterstützenden Geldpolitik zu rechnen. All dies belastet den Fundamentalwert des DAX.

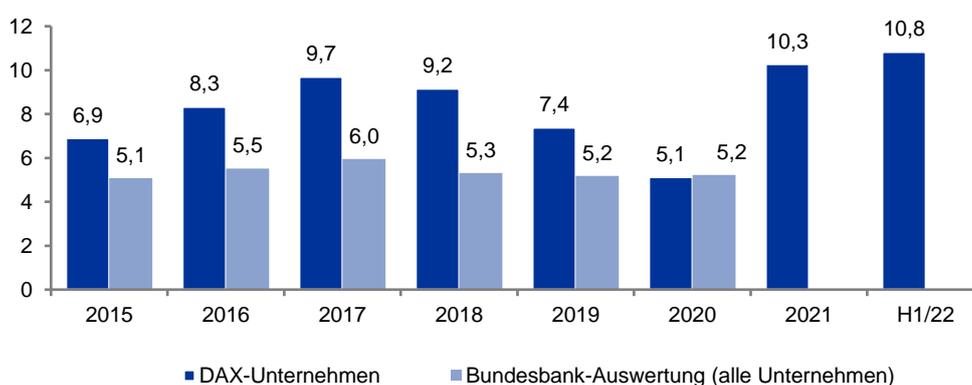
Hinzu kommt die Tendenz der Finanzmärkte, zu übertreiben. Dies sollte vor allem in den kommenden Monaten für weiteres Abwärtspotenzial beim deutschen Leitindex sorgen. Auf der anderen Seite dürften sich die Fundamentaldaten im kommenden Jahr verbessern und den DAX unterstützen. Für nennenswerte Kursgewinne ist allerdings eine spürbare Stimmungsaufhellung erforderlich. Die mittelfristigen top-down-Einschätzungen für den DAX sind deshalb aktuell eher ernüchternd.

Rezession bringt sinkende Inflation

Die weltweiten Konjunkturperspektiven und der Gewinnausblick am Standort Deutschland trüben sich ein. Globale wie lokale Stimmungsindikatoren und auch die BIP-Zahlen des zweiten Quartals 2022 signalisieren eine weltweite konjunkturelle Abkühlung, die sich in der zweiten Jahreshälfte fortsetzen dürfte. Hierfür gibt es viele Gründe. Aktuell bremst der private Konsum infolge der hohen Inflation und damit verbundener realer Einkommensverluste die Volkswirtschaften in der Euro-Zone und den USA aus. Außerdem belasten weltweit steigende Zinsen die Nachfrage, und Notenbanken wie die Fed oder BoE signalisieren sehr deutlich, das Ende der Zinserhöhungen ist noch nicht erreicht. Energieversorgungsängste in Europa und die „Zero-Covid-Policy“ in China sorgen für zusätzliche konjunkturelle Dämpfer.

Die aktuelle Konjunkturertrübung unterscheidet sich stark von den vorangegangenen. Zum einen ist es das erste Mal seit gut 20 Jahren, dass die Geldpolitik nicht mit Zinssenkungen und Ankaufprogrammen gesteuert. Im Gegenteil: Vor allem in den USA forciert die Geldpolitik die Abkühlung durch zügige Zinsanhebungen. In Europa ist eine Konjunkturabkühlung wiederum notwendig, um spürbare Zinsanhebungen zu verhindern. Aus geldpolitischer Sicht ist die Abkühlung alternativlos – gerade, weil die Inflation schon länger auf einem erhöhten Niveau verweilt, und so das Risiko für Zweitrundeneffekte sowie eskalierende Lohnentwicklungen steigt.

Abb. 1: Deutsche Unternehmen: EBIT-Marge in %



Quellen: Bloomberg; Deutsche Bundesbank

Erwartungen, die Notenbanken könnten die Zinsen bald senken, um die Wirtschaft zu stützen und eine Rezession zu verhindern, sind demnach unangebracht. Gleiches gilt für fiskalpolitisches Gegensteuern. Den realen Einkommensverlust durch Transferzahlungen zu neutralisieren, würde nur noch mehr Zinsanhebungen zur Folge haben, um die Nachfrage ausreichend zu schwächen. Durch die Rezession wird ein Anpassungsprozess in Gang gesetzt. Neben den realen Einkommensverlusten betrifft das vor allem den zunehmenden Margendruck. Die Unternehmen konnten im Jahr 2021 bzw. in der ersten Hälfte 2022 solide Gewinne aufweisen. Dies gelang trotz eskalierender Rohstoffpreise, da eine robuste Nachfrage die Gewinnmargen stützte und zu deutlichen Inflationsanstiegen führte. Im weiteren Verlauf sollte sich der Gewinnausblick jedoch deutlich eintrüben. Zwar sorgen die sinkenden Rohstoffpreise für eine Entlastung, doch die zu erwartenden

Lohnanstiege und eine schwache globale Konjunktur werden den Margendruck dennoch spürbar erhöhen. Auch wird für Deutschland von einer Schrumpfung des BIP in den kommenden Quartalen ausgegangen.

DAX: Gewinnrückgang unausweichlich

Für den DAX ergibt sich ein herausforderndes Umfeld. Das Gewinnpotenzial sinkt, und risikofreie Renditen haben sich deutlich erhöht. Dabei steigen sie nicht, weil die Wirtschaft gut läuft, was eher positiv für den DAX wäre; sie steigen aufgrund der Inflation und der strafferen Geldpolitik. Nun wird bereits spekuliert, die Zinsen könnten im Jahr 2023 wieder gesenkt werden. Sicherlich ist angesichts des Tempos, das die Fed vorlegt und aufgrund des erwarteten Zinsniveaus eine erste US-Zinssenkung im Jahr 2023 durchaus möglich. Historisch wird dies auch dadurch bekräftigt, dass Notenbanken im Allgemeinen und die Fed insbesondere zu Übertreibungen neigen (siehe [IKB-Kapitalmarkt-News 3. August 2022](#)). In der Euro-Zone sind die Voraussetzungen für eine Zinssenkung im Jahr 2023 jedoch weniger offensichtlich. Zum einen wird die Inflationsrate auch 2023 deutlich über 2 % liegen. Zum anderen werden die Zinsen durch das eher reaktive Verhalten der EZB grundsätzlich niedrig bleiben. Die IKB erwartet einen EZB-Einlagenzinssatz von 1,25 % Anfang 2023 und keine weiteren Zinsanhebungen im kommenden Jahr. Das Abwärtspotenzial für Bundrenditen ist demnach begrenzt – vor allem bezogen auf aktuelle Niveaus.

Die Gewinne der DAX-Unternehmen sind global getrieben. Doch bis auf China ist eine eskalierende Inflation in allen bedeutenden Produktions- wie Absatzländern zu erkennen. Auch trübt sich durch den synchronen Verlauf der Inflation und der Geldpolitik die globale Konjunktur spürbar ein. Empirische Ergebnisse zeigen, das deutsche Unternehmerv Vertrauen (ifo Geschäftsklima) ist ein guter Indikator für zukünftige DAX-Gewinne (Earnings per share). Denn durch den hohen Offenheitsgrad der deutschen Wirtschaft werden der Ausblick bzw. die Stimmung vieler Unternehmer durch die globale Konjunktur getrieben. Nun hat sich das ifo Geschäftsklima bereits spürbar eingetrübt. Unternehmen erwarten zurecht rauere Zeiten.

Abb. 2: Gewinne der DAX-Unternehmen (EPS – Earnings per share)



Quellen: Bloomberg; IKB-Prognose

Ausblick DAX: Fundamentalwert versus Stimmung

Der Zinsanstieg in den letzten Monaten hat den DAX unter Druck gesetzt. Gleichzeitig trübt sich nun der Gewinnausblick ein. So hat der DAX seit Jahresanfang 2022 einen Rückgang von rund 20 % zu verzeichnen und scheint sich klar auf einem negativen Pfad zu bewegen. Wie ist dies zu werten bzw. wieviel Abwärtspotenzial ergibt sich noch für den DAX?

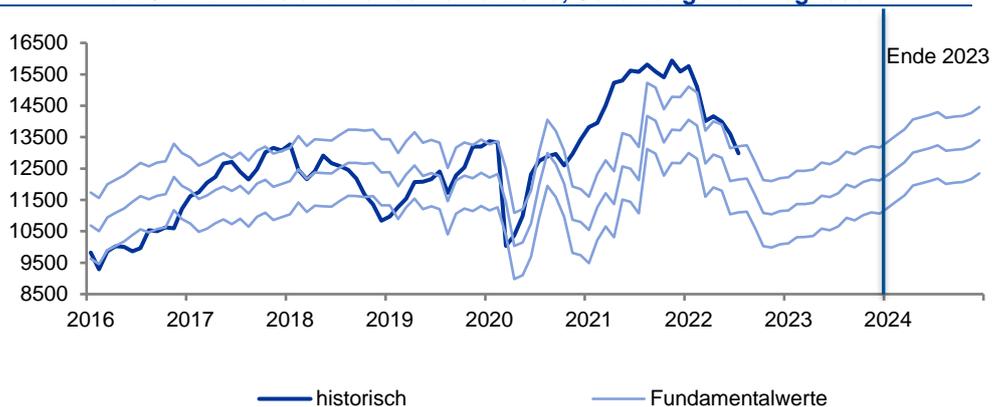
Der Dax – wie alles auf den Finanzmärkten – ist nicht nur durch fundamentale Daten getrieben, sondern auch durch Herdenverhalten und grundsätzliche Risikoeinschätzungen. Dementsprechend wird in der folgenden Analyse der geschätzte Fundamentalwert des DAX durch eine bullische, neutrale und bärische Variante beschrieben. Abb. 3 zeigt die geschätzten historischen Fundamentalwerte sowie Prognosen für den DAX. Es ist ersichtlich, dass der positive bzw. bullische Fundamentalwert immer noch der relevante ist, da der eigentliche DAX-Kurs eher diesem als den beiden alternativen Verläufen der Fundamentalwerte folgt. Ist dies weiter der Fall, wäre das weitere Abwärtspotenzial begrenzt – vor allem weil sich der Fundamentalwert im Verlauf von 2023/24 spürbar erholt – und über das aktuelle Niveau hinausgeht.

Ein wichtiger Grund für eine grundsätzlich positive Stimmung ist sicherlich die anhaltend eher unterstützende Geldpolitik und die damit einhergehenden negativen realen Zinsen. In diesem Kontext ist im aktuellen DAX-

Kurs die zu erwartende fundamentale Entwicklung größtenteils eingepreist, und der Rückgang sowie die folgende Erholung der Earnings-per-Share (Abb. 2) sollten für keine spürbare Korrektur sorgen, auch wenn der Fundamentalwert kurzfristig deutlich sinkt. Allerdings zeigt sich historisch, dass eine Trendbewegung des DAX-Kurses immer zu einer Übertreibung geführt hat – ein Beispiel für klassisches Herdenverhalten. Also: Der DAX dreht erst bei Erreichung der oberen bzw. unteren Fundamentalwerte. Im aktuellen Umfeld bedeutet dies, dass der bärische bzw. untere Fundamentalwert nicht ignoriert werden sollte. Da die fundamentalen Annahmen bei allen drei Fundamentalwerten gleich sind, erholt sich jedoch auch dieser Wert im weiteren Verlauf. Dennoch: Kurzfristig kann auf Grundlage dieser Analyse schwer argumentiert werden, dass der DAX kein weiteres Korrekturpotenzial nach unten hat. Noch ist also die DAX-Korrektur im Schatten von Konjunktur- und Stimmungsveränderungen nicht abgeschlossen. Mittelfristig findet der aktuelle DAX-Wert jedoch zunehmend fundamentale Unterstützung. Der Fundamentalwert bleibt jedoch noch auf Sicht unter den Niveaus von 2021. Dies beruht auf dem in Abb. 2 gezeigten Ausblick für die Gewinne, aber auch auf den höheren bzw. weiterhin eher positiven als negativen langläufigen Bundrenditen.

Verbessert sich das ifo Geschäftsklima und damit die Stimmung der Unternehmen, steigt die Gewinnerwartung der DAX-Unternehmen. Nimmt die Inflation zu, legen Umsatz und damit ebenfalls Gewinne zu. Beides läuft in den kommenden Monaten gegen den DAX: Die Stimmung wird sich weiter eintrüben, während ein sich abzeichnender Rückgang der Inflationsrate ein Indiz für Margendruck, schwache Nachfrage und damit Gewinneinbußen darstellt. Der Konjunktur- bzw. der top-down-Ausblick lässt wenig Zweifel: Die Gewinne der DAX-Unternehmen werden unter Druck geraten – vor allem bezogen auf ihre aktuell hohen Niveaus. Abb. 2 zeigt die IKB-Prognose. Ab Ende 2023 wird von einer sich stabilisierenden Inflation sowie einem verbesserten ifo Geschäftsklima ausgegangen, sodass die Gewinne wieder steigen werden.

Abb. 3: DAX-Kurs und Fundamentalwerte, Schätzung und Prognose



Quellen: Bloomberg; IKB-Berechnung und -Prognose

Einschätzung: Trotz des Rückgangs wird der DAX weiterhin von einer grundsätzlich positiven Stimmung getragen. Diese beruht maßgeblich auf einer Geldpolitik, die noch auf Sicht negative reale Zinsen sicherstellen wird. Der Fundamentalwert wird sich kurzfristig jedoch weiter eintrüben, bevor auf Grundlage der Gewinnerwartung von einer Erholung ab dem kommenden Jahr auszugehen ist. Das aktuelle DAX-Niveau ist konsistent mit dem bullischen Fundamentalwert Ende 2023. In diesem Sinne hat ein vorausschauender DAX ausreichend korrigiert. Allerdings wird der DAX auch von Über- und Untertreibungen getrieben. Deshalb ist auf Basis historischer Entwicklungen die Korrektur noch nicht unbedingt abgeschlossen. Kurzfristig besteht deshalb weiteres Abwärtsrisiko, vor allem wenn der DAX eher durch aktuelle Stimmungen und Daten als erwartete Fundamentalentwicklung getrieben wird. Selbst Zinssenkungen durch die EZB und erneut negative Bundrenditen würden daran nichts ändern, wären es doch die Folgen eines deutlich schlechteren Konjunkturverlaufs. Eine Aufhellung der Konjunktur in Kombination mit einer sinkenden Inflationsrate bzw. Kostendruck reduziert jedoch das mittelfristige Risiko und trägt das aktuelle Niveau des DAX.

Auf einen Blick: IKB-Ausblick für Konjunktur und Finanzmärkte

Tabelle 1: Reales BIP, Veränderung in % zum Vorjahr

	2020	2021	2022P	2023P
Deutschland	-4,1%	2,6%	1,5%	-0,1%
Euro-Zone	-6,5%	5,6%	3,1%	0,7%
UK	-9,3%	8,3%	3,4%	0,1%
USA	-3,4%	5,8%	1,6%	0,9%
Japan	-4,6%	1,9%	1,6%	1,4%
China	2,2%	8,1%	3,9%	5,1%

Tabelle 2: Inflation, Veränderung in % zum Vorjahr

	2020	2021	2022P	2023P
Deutschland	0,5%	3,1%	7,4%	4,9%
Euro-Zone	0,3%	2,6%	7,7%	4,3%
UK	0,9%	2,6%	9,2%	6,4%
USA	1,3%	4,7%	8,3%	3,7%
Japan	0,0%	-0,3%	2,0%	1,4%
China	2,5%	0,9%	2,3%	2,2%

	30. Aug	Ende 2022
3M-Euribor	0,58	1,2
3M-USD-Libor	3,07	3,4
10-Jahre Bund	1,45	1,4
10-Jahre U.S. Treasury	3,05	3,1

	30. Aug	Ende 2022	Ende 2023
EUR/USD	1,00	1,03	1,21
EUR/GBP	0,85	0,87	0,92
EUR/JPY	139	136	132
EUR/CHF	0,97	0,98	1,04
EUR/HUF	406	404	403
EUR/CZK	24,6	24,4	25,8
EUR/TRY	18,2	18,2	20,5
EUR/PLN	4,73	4,70	4,75
EUR/RUB	60,8	65,0	88,0
EUR/MXN	20,0	20,8	24,8
EUR/ZAR	16,8	17,9	19,0
EUR/CNY	7,10	6,93	7,88
EUR/CAD	1,30	1,36	1,48
EUR/AUD	1,44	1,52	1,58

Quellen: 1), 2) Statistische Ämter, Zentralbanken und IKB-Prognosen; 3), 4) Bloomberg; EZB; FRED und IKB-Prognosen

Disclaimer:

Diese Unterlage und die darin enthaltenen Informationen begründen weder einen Vertrag noch irgendeine Verpflichtung und sind von der IKB Deutsche Industriebank AG ausschließlich für (potenzielle) Kunden mit Sitz und Aufenthaltsort in Deutschland bestimmt, die auf Grund ihres Berufes/Aufgabenstellung mit Finanzinstrumenten vertraut sind und über gewisse Erfahrungen, Kenntnisse und Sachverstand verfügen, um unter Berücksichtigung der Informationen der IKB Deutsche Industriebank AG Entscheidungen über ihre Geldanlage und die Inanspruchnahme von Wertpapier(neben)dienstleistungen zu treffen und die damit verbundenen Risiken unter Berücksichtigung der Hinweise der IKB Deutsche Industriebank AG angemessen beurteilen zu können. Außerhalb Deutschlands ist eine Verbreitung untersagt und kann gesetzlich eingeschränkt oder verboten sein.

Die Inhalte dieser Unterlage stellen weder eine (i) Anlageberatung (ii) noch eine individuelle Anlageempfehlung oder (iii) eine Einladung zur Zeichnung oder (iv) ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten dar. Die Unterlage wurde nicht mit der Absicht erarbeitet, einen rechtlichen, steuerlichen oder bilanziellen Rat zu geben. Es wird darauf hingewiesen, dass die steuerliche Behandlung einer Transaktion von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Kunden abhängt und künftigen Änderungen unterworfen sein kann. Stellungnahmen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage dar. Die Angaben beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage. Eine Änderung der Meinung des Verfassers ist daher jederzeit möglich, ohne dass dies notwendigerweise publiziert wird. Die in der Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen spiegeln nicht zwangsläufig die Meinung der IKB wider. Prognosen zur zukünftigen Entwicklung geben Annahmen wieder, die sich in Zukunft als nicht richtig erweisen können; für Schäden, die durch die Verwendung der Unterlage oder von Teilen davon entstehen, wird nicht gehaftet.

Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

Bei der Unterlage handelt es sich nicht um eine Finanzanalyse i.S.d. Art. 36 der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565 oder Empfehlung i.S.d. Art. 3 Abs. 1 Nr. 35 Verordnung (EU) 596/2014.

Die vorliegende Unterlage ist urheberrechtlich geschützt. Das Bearbeiten oder Umarbeiten der Werbemitteilung ist untersagt. Die Verwendung oder Weitergabe der Unterlage in jeglicher Art und Weise an Dritte (z.B. Geschäftspartner oder Kunden) für gewerbliche Zwecke, auch auszugsweise, ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der IKB Deutsche Industriebank AG zulässig.

Ansprechpartner in der IKB Deutsche Industriebank AG

40474 Düsseldorf
Wilhelm-Bötzkens-Straße 1
Telefon +49 211 8221-0
Volkswirtschaft und Research
Telefon +49 211 8221-4492

2022

Herausgeber: IKB Deutsche Industriebank AG
Rechtsform: Aktiengesellschaft
Sitz: Düsseldorf
Handelsregister: Amtsgericht Düsseldorf, HR B 1130
Vorsitzender des Aufsichtsrats: Dr. Karl-Gerhard Eick
Vorsitzender des Vorstands: Dr. Michael H. Wiedmann
Vorstand: Dr. Patrick Trutwein, Steffen Zeise