

Makro Research

Es geht wieder aufwärts



Dr. Ulrich Kater
Chefvolkswirt DekaBank

Der direkte Angriff des Irans auf Israel wird von den Märkten nicht als Auftakt zu einem Flächenbrand im Nahen Osten gesehen, allerdings bleiben die Risiken hierfür unzweifelhaft vorhanden. Abseits der Geopolitik läuft es dagegen immer besser in der Weltwirtschaft. Dies zeigt sich etwa in den Aufwärtsbewegungen an den Aktienmärkten, beim Goldpreis oder in der Konjunktur in Europa. Weitgehend unbemerkt wird in den südeuropäischen Ländern einem Aufschwung der Boden bereitet, der seinen Namen auch verdient. Italien, Spanien und Griechenland, die Problemländer der europäischen Schuldenkrise Anfang der Zehnerjahre, profitieren in besonderem Maße vom Europäischen Wiederaufbaufonds, was für die nächsten Jahre eine höhere wirtschaftliche Dynamik dank der zusätzlichen Investitionsaktivität bedeutet. Auch die sich für Juni immer klarer abzeichnende erste Leitzinssenkung der Europäischen Zentralbank (EZB) sollte dank perspektivisch niedrigerer Zinsen mehr Schwung für die hiesige Konjunktur bringen.

Das „Aufwärts“ hat selbstverständlich auch seine Schattenseiten. Das ist insbesondere in den USA zu beobachten, wo die starken Leitzinserhöhungen der Notenbank Fed in den Jahren 2022 und 2023 die Konjunktur überraschenderweise nur leicht abgebremst haben. Das Wachstum ist damit nach wie vor so kräftig, dass die Inflation zu hoch bleibt, und deshalb mehren sich die Zweifel, ob die Fed tatsächlich schon im Sommer mit ihren Leitzinssenkungen starten kann. Auch die weltweit steigende Staatsverschuldung wirft Schatten auf die Zukunft, denn mittelfristig dürften die Staaten angesichts der zunehmenden Zinsbelastung an einer Konsolidierung ihrer Haushalte nicht vorbeikommen.

Insgesamt ergibt sich für den kurzfristigen Ausblick ein gemischtes Bild mit anhaltenden geopolitischen Spannungen, bangen Blicken auf den Ausgang der US-Wahlen und vielen nationalen Problemen – bei gleichzeitig aber auch überraschend kräftigem globalem Wachstum und steigenden Unternehmensgewinnen. Nach den erheblichen Kursgewinnen der vergangenen Monate kann es zu einer zwischenzeitlichen Kurspause an den Aktienmärkten kommen. Dies deuten wir mit der Prognose einer leichten Kursdelle in der Dreimonatsprognose der Aktienmärkte an. Darauf bei der Aktienanlage zu warten, ist jedoch nicht zu raten, hierfür sind kurzfristige Entwicklungen zu unsicher. Strategisch sehen wir Aktien weiterhin eindeutig in der Übergeichtung. Denn insgesamt bleibt unser Bild einer robusten Weltwirtschaft mit positivem Ausblick für die Unternehmen, ihre Gewinne und damit auch für die trendmäßige Aktienmarktentwicklung weiterhin bestehen.



Prognoserevisionen und Änderungen

- Deutschland: Leichte Aufwärtsrevision der Konjunktur- und Inflationsprognose.
- USA: Aufwärtsrevision der Prognosen für das Bruttoinlandsprodukt 2024 sowie für die Inflation 2024 und 2025.
- US-Notenbank Fed: Beginn der Leitzinswende von Juni auf September verschoben.
- Rentenmarkt Euroland: Geringfügig höhere Renditeverläufe.
- Aktienmarkt Deutschland: Kurzfristige Korrektur, Aufwärtsrevision des Zwölfmonatsziels.
- Gold: Aufwärtsrevision für den gesamten Prognosezeitraum.

Konjunktur Industrieländer

Deutschland

Nicht alle Konjunkturindikatoren, die in den vergangenen Wochen veröffentlicht wurden, waren erfreulich. Aber sie waren unterm Strich gut genug, um eine Aufwärtsrevision unserer Konjunkturprognose für 2024 zu rechtfertigen. Insbesondere das erste Quartal dieses Jahres erwies sich stärker als gedacht. Gleichzeitig wird unsere seit längerem bestehende Erwartung einer Belebung der Konjunktur im zweiten Halbjahr durch die sich bessernde Stimmung bei den Finanzmarktteilnehmern und Unternehmen untermauert. Die strukturellen Herausforderungen und geopolitische Risiken dürften weit über den Zeithorizont unserer Konjunkturprognose hinaus belastend wirken.

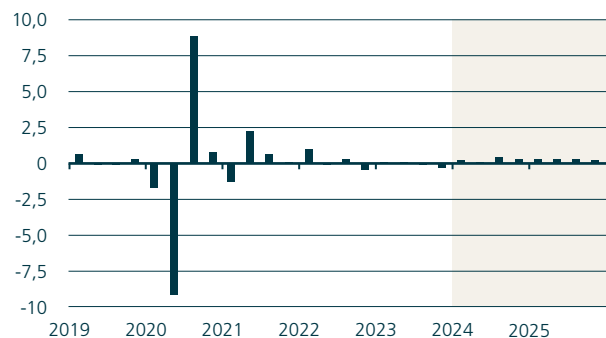
Prognoserevision: Leichte Aufwärtsrevision der Konjunktur- und Inflationsprognose.

Euroland

Das Wirtschaftsvertrauen im Euroraum, gemessen am Economic Sentiment Index der EU-Kommission, zeigt zwar für März noch eine unterdurchschnittliche Stimmung an. Aber dies ist kein gesamteuropäisches Phänomen. Denn die drei EWU-Schwergewichte Frankreich, Italien und Spanien wiesen im März überdurchschnittliche Werte auf. Es ist vor allem Deutschland, dass das EWU-Wirtschaftsvertrauen belastet. Die schwache konjunkturelle Entwicklung hinterlässt allerdings nach wie vor keine spürbaren Belastungen am europäischen Arbeitsmarkt. Die EWU-Arbeitslosenquote lag im Februar auf ihrem Allzeittief von 6,5 %. Unverändert blieb auch die hohe Heterogenität unter den vier großen EWU-Ländern. Nur Deutschland lag mit 3,2 % unter dem EWU-Durchschnitt. Die höchste Arbeitslosenquote verzeichnete Spanien (11,5 %). Italien (7,5 %) und Frankreich (7,4 %) haben sich dazwischen eingereiht.

Deutschland: Bruttoinlandsprodukt

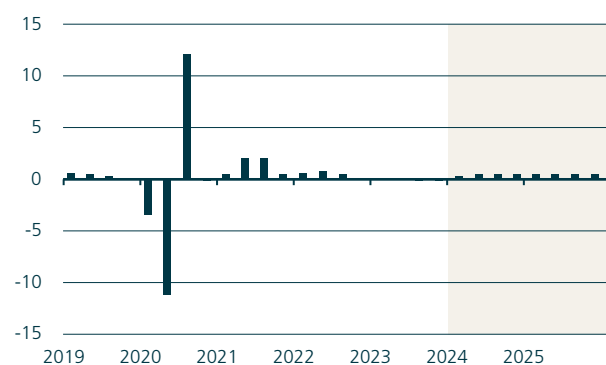
in % ggü. Vorquartal (sb)



Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

Euroland: Bruttoinlandsprodukt

in % ggü. Vorquartal (sb)



Quelle: Eurostat, Prognose DekaBank

USA

Die US-Preisentwicklung überrascht weiterhin auf der oberen Seite. Insbesondere in den Dienstleistungsbereichen sind die Preisanstiege in den ersten drei Monaten dieses Jahres stärker als erwartet ausgefallen. Die wirtschaftliche Entwicklung ist weiterhin erstaunlich kräftig. Zwar dürfte das Wirtschaftswachstum im ersten Quartal niedriger als in der zweiten Jahreshälfte von 2023 ausfallen. Aber die zyklischen Teilbereiche könnten an Dynamik hinzugewonnen haben. Die Beschäftigungszuwächse sind weiterhin überdurchschnittlich, wofür zunehmend die hohe Zuwanderung verantwortlich gemacht wird. Hierdurch wird der Druck am Arbeitsmarkt gelindert, was sich in einer Verringerung der bislang noch zu hohen Lohn- und Preisdynamik widerspiegelt.

Prognosevision: Aufwärtsrevision der Prognosen für das Bruttoinlandsprodukt 2024 sowie für die Inflation 2024 und 2025.

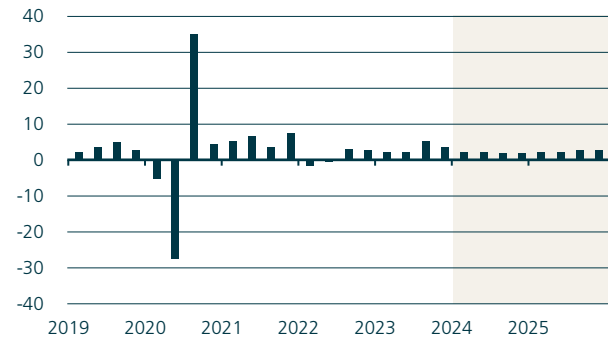
Märkte Industrieländer

Europäische Zentralbank / Geldmarkt

Die EZB-Presskonferenz am 11. April stand im Einklang mit dem Beginn von Leitzinssenkungen im Juni, lieferte aber erneut wenig Hinweise auf das anschließende Tempo der geldpolitischen Lockerung. Kommentare zur Datenabhängigkeit deuten darauf hin, dass ein wieder höheres Gewicht auf dem Inflationsausblick liegen wird, während die aktuellen Inflationszahlen etwas in den Hintergrund rücken. Bei Entscheidungen über weitere Zinsschritte, die die EZB nur von Sitzung zu Sitzung treffen will, dürfte es daher vor allem darum gehen, die optimistischen Annahmen über Löhne, Gewinnmargen und Arbeitsproduktivität zu überprüfen. Diese Herangehensweise spricht für Leitzinssenkungen lediglich im Quartalsrhythmus. Darüber hinaus wird die EZB im September den Hauptrefinanzierungssatz auf nur noch 15 Basispunkte über dem Einlagensatz absenken. Kurzfristig dürfte der engere Zinskorridor keine nennenswerten Auswirkungen auf die Geldmarktsätze haben. Auf längere Sicht dämpft er den Aufwärtsdruck, der von weiter rückläufigen Überschussreserven ausgehen würde.

USA: Bruttoinlandsprodukt

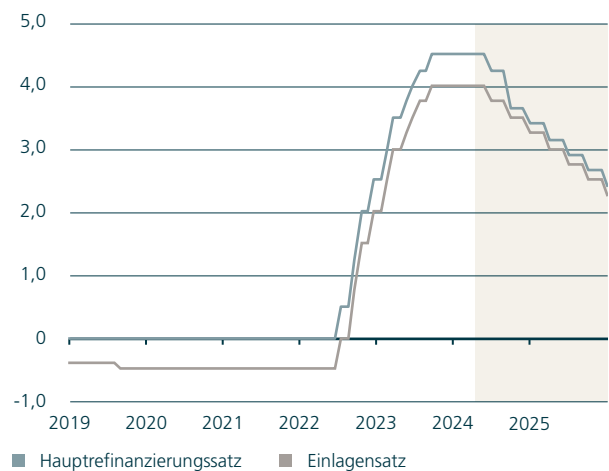
in % ggü. Vorquartal (sb, ann.)



Quelle: Bureau of Economic Analysis, Prognose Dekabank

EZB: Leitzinsen

in % p.a.



Quelle: Europäische Zentralbank, Prognose Dekabank

Rentenmarkt Euroland

Hinter der Seitwärtstendenz der Renditen von Bundesanleihen in den vergangenen Wochen verbargen sich divergierende Einflüsse. Auf der einen Seite erhärtete sich der Eindruck, dass die EZB im Juni mit der Senkung der Leitzinsen beginnen wird. Auf der anderen Seite belasteten Datenveröffentlichungen aus den USA die globalen Rentenmärkte. Da sie zudem Zweifel am Ausmaß der geldpolitischen Lockerung im Euroraum hervorriefen, strahlten sie in ungewöhnlich starker Weise auch auf das kurze Ende der Bundkurve aus. Vor diesem Hintergrund sollten sich Leitzinssenkungen der EZB im Quartalsrhythmus in sinkenden Renditen kurzlaufender Bundesanleihen niederschlagen. Demgegenüber dürften sich in den längeren Laufzeitbereichen die Lockerung der Geldpolitik und die sich verbessernden Konjunkturaussichten in etwa die Waage halten.

Prognoserevision: Geringfügig höhere Renditeverläufe.

Devisenmarkt: EUR–USD

Nach den jüngsten Zinsentscheiden der Fed und der EZB festigt sich die kurzfristige Divergenz ihrer geldpolitischen Ausblicke. Der EUR-USD-Wechselkurs quittierte dies mit einem Rückgang in die Nähe des Jahrestiefs von 1,07 USD je EUR. Die US-Dollar-Stärke hält somit an. Denn in den USA haben weder der letzte Arbeitsmarktbericht noch die Inflationsdaten für März für Entspannung bei der Fed gesorgt. Somit verschieben wir unsere Prognose für die US-Leitzinswende von Juni auf September, was dem US-Dollar auf kurze Sicht wieder mehr Unterstützung verleiht. Dagegen steht der ersten Leitzinssenkung der EZB ab Juni wohl nichts im Wege. Dies hat der jüngste Rückgang der Euroland-Inflation auf 2,4 % untermauert. Die von uns erwartete Euro-Aufwertung ist vor diesem Hintergrund vorerst aufgeschoben, aber nicht aufgehoben.

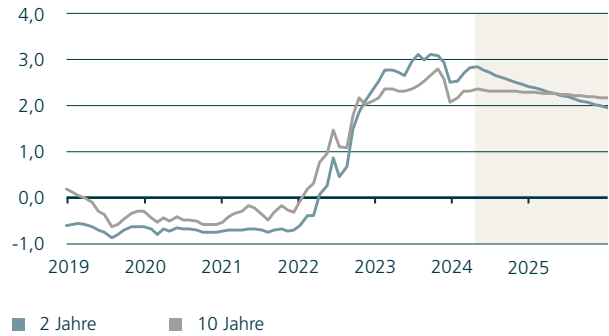
Aktienmarkt Deutschland

Bis Ende März setzte der DAX seine Rallye mit immer neuen Rekordständen fort. Es stützte die Aussicht auf bald sinkende Leitzinsen in den USA und in der Eurozone sowie bessere Wirtschaftsdaten. Nach den überraschend starken US-Daten zu Wirtschaft und Inflation kamen zunehmend Zweifel an der US-Leitzinswende im Juni auf und geopolitische Risiken belasteten. Nun rücken wieder die Unternehmensgewinne in den Fokus. Dank der etwas besseren Perspektiven für Deutschland und des global weiterhin stabilen Wachstums besteht Grund zur Zuversicht, wenngleich sich einzelne Branchen weiter schwertun dürften. Wegen der Verschiebung des Prognose-Zeitfensters erwarten wir nun schon auf Dreimonatssicht eine marktübliche Korrektur. Diese bedeutet jedoch keine Trendumkehr und ist daher eine gute Gelegenheit für den schrittweisen Zukauf von Aktien. Entsprechend haben wir unser Zwölfmonatskursziel erhöht.

Prognoserevision: Kurzfristige Korrektur, Aufwärtsrevision des Zwölfmonatsziels.

Bundesanleihen: Renditen

in % p.a.



Quelle: Bloomberg, Prognose DekaBank

Wechselkurs EUR – USD

in USD



Quelle: EZB, Prognose DekaBank

Aktienmarktprognose

	16.04.2024	3 Monate	6 Monate	12 Monate
DAX	17.930,32	17.500	18.500	19.500
EURO STOXX 50	4.955,01	4.800	5.000	5.200
S&P 500	5.123,41	4.850	5.200	5.400
Topix	2.759,64	2.550	2.750	2.900

Quelle: Deutsche Börse, Bloomberg, Prognose DekaBank

Unternehmensanleihemarkt Euroland

Die Kreditmärkte halten sich unerschütterlich gut. Weder die schwache Wirtschaftslage in Euroland noch die kräftigen Zinsanstiege seit Jahresbeginn haben iTraxx & Co. beeindruckt. Auch die jüngste starke Korrektur der Spreads italienischer Staatsanleihen im Vergleich zur Kernzone Eurolands hat sich kaum merklich ausgewirkt. Kurzzeitige Spreadanstiege sind für erneute Käufe genutzt worden. Kassa-Anleihen bleiben sehr gefragt und entwickelten sich in den letzten Wochen besser als ihre entsprechenden Derivate. Die deutliche Spreadausweitung gegenüber den Derivaten seit letztem Herbst haben sie jedoch bisher noch nicht wieder aufholen können. Der Neuemissionsmarkt funktioniert weiterhin reibungslos. Die meisten neuen Bonds werden kräftig überzeichnet, obwohl sie inzwischen kaum noch Neuemissionsprämien bieten.

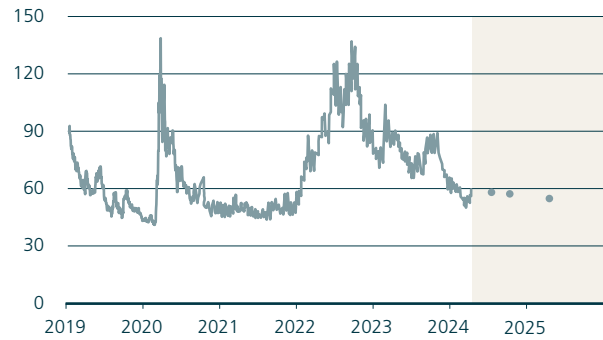
Emerging Markets

Märkte

Trotz des deutlichen Renditeanstiegs am US-Rentenmarkt entwickelten sich Schwellenländeranleihen in den vergangenen Wochen weitgehend stabil. Bei Hartwährungsanleihen kompensierte ein starker Rückgang der Risikoprämien diese Belastung, während Lokalwährungsanleihen von der Euro-Schwäche profitierten. Insgesamt ist bemerkenswert, dass das Auspreisen der Zinssenkungserwartungen für die Fed die Stimmung für Schwellenländeranlagen nicht erkennbar belastet hat. EM-Aktien haben sich zuletzt gut entwickelt, wobei hier vor allem die starke Entwicklung taiwanischer Werte geholfen hat. Die Verschärfung der Spannungen im Nahen Osten hat zu einem Anstieg des Ölpreises geführt. Der Angriff des Iran auf Israel konnte zwar vollständig abgewehrt werden, doch dürfte hierdurch die Bereitschaft Israels, Schritte zur Deeskalation zu unternehmen, weiter gesunken sein. Trotz der gestiegenen Risiken erscheinen die Energielieferungen aus dem Nahen Osten nicht akut gefährdet, weshalb es auch nicht zu einem massiven Anstieg der Risikoaversion gekommen ist. Bessere Konjunkturdaten aus fast allen Weltregionen stützen die Stimmung.

iTraxx Europe

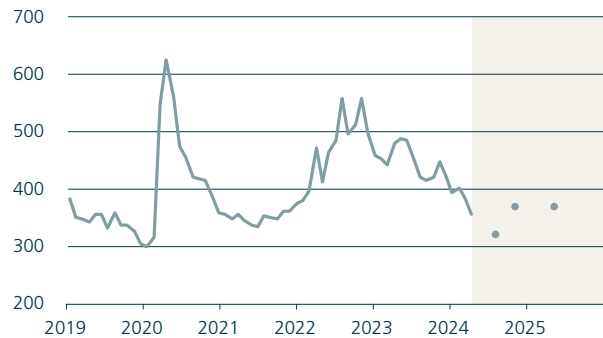
Basispunkte



Quelle: International Index Company, Prognose DekaBank

EMBIG Diversified-Spread

Basispunkte



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

Szenarien

Wir haben unsere Szenarien überarbeitet, deren Eintrittswahrscheinlichkeiten jedoch unverändert gelassen.

Basisszenario (Wahrscheinlichkeit: 70 %)

- Anpassungen nach der Ausnahmesituation durch die Corona-Pandemie und der langen Jahre der Nullzinspolitik verlaufen überraschend geschmeidig. Weltwirtschaft durchläuft eine Schwächephase und wächst im Verlauf von 2024 wieder kräftiger.
- Deglobalisierung, Demografie und Dekarbonisierung halten perspektivisch den Inflationsdruck erhöht und dämpfen das globale Wachstum.
- Notenbanken haben ihren Leitzinsanhebungszyklus abgeschlossen und lassen Leitzinsen unverändert, bis sichergestellt ist, dass die mittelfristigen Inflationserwartungen im Zielbereich von 2 % verankert bleiben. Erste Leitzinssenkungen sind ab Mitte 2024 zu erwarten. Leitzinsen verharren aber noch für längere Zeit oberhalb der neutralen Niveaus.
- Die Geldpolitik wird bis auf Weiteres die Entwicklung von Wirtschaft und Kapitalmärkten nicht mehr so stützen können wie bisher. Die Fiskalpolitik bleibt angesichts struktureller Herausforderungen (wie Klimawandel, Sozialversicherungssysteme, Demografie usw.) trotz erhöhter Zinsen 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: 20 %)

- 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.
- Einführung neuer Handelsbeschränkungen durch die USA führt zu einem Handelskrieg mit China, der auch Europa erfasst und das globale Wachstum empfindlich bremst.
- 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.
- Stark gestiegene Staatsverschuldung löst regionale bzw. globale Schuldenkrisen aus mit dem Risiko einer umfassenden Finanzkrise bzw. in Euroland mit einem erneuten Infragestellen der Währungsunion.

Positivszenario (Wahrscheinlichkeit: 10 %)

- 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