



Autor: Dr. Klaus Bauknecht
klausdieter.bauknecht@ikb.de

Editor: Patrick von der Ehe
patrick.ehe@ikb.de

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.

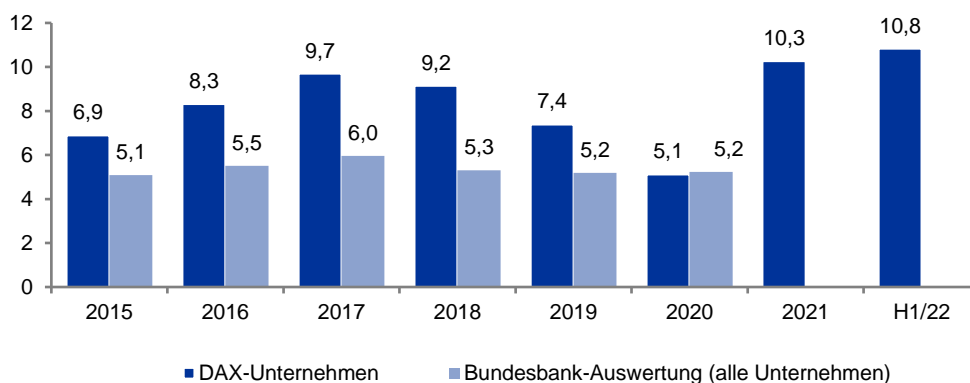
Hinzu kommt die Tendenz der Finanzmärkte, zu übertreiben. Dies sollte vor allem in den kommenden Monaten für weiteres Abwärtspotenzial beim deutschen Leitindex sorgen. Auf der anderen Seite dürften sich die Fundamentaldaten im kommenden Jahr verbessern und den DAX unterstützen. Für nennenswerte Kursgewinne 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 Konjunkturintrübung 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 gegensteuert. 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.

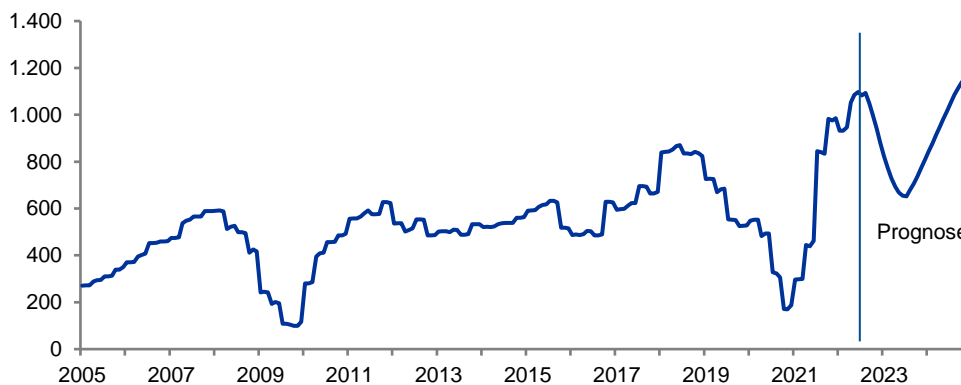
DAX: Gewinnrückgang unausweichlich

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 Unternehmensvertrauen (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.

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



Quellen: Bloomberg; IKB-Prognose

Ausblick DAX: Fundamentalwert versus Stimmung

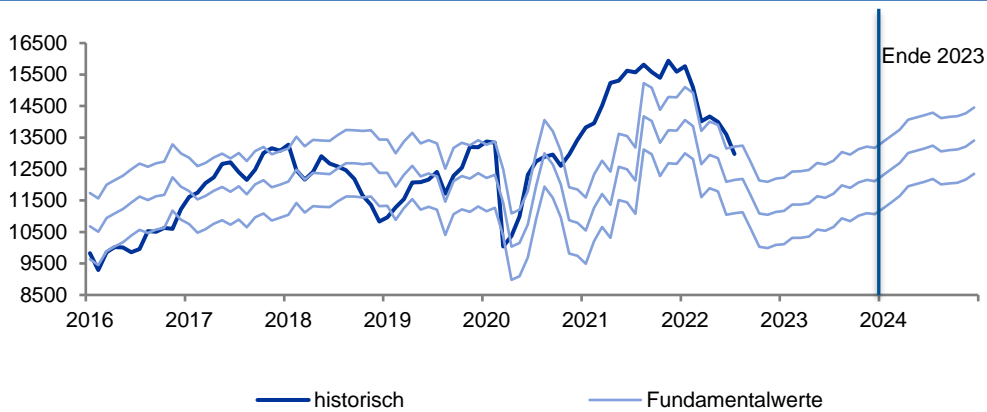
Der Zinsanstieg in den letzten Monaten hat den DAX unter Druck gesetzt. Gleichzeitig trübt sich nun der Gewinnausblick ein. So hat der DAX seit Jahresanfang 2022 einen Rückgang von rund 20 % zu verzeichnen und scheint sich klar auf einem negativen Pfad zu bewegen. Wie ist dies zu werten bzw. wieviel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

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.

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 auszugswise, 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

Dr. Klaus Bauknecht
Volkswirtschaft
Telefon +49 211 8221-4118

11. August 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