



Aktien: Längst nicht out of fashion

Für Aktienanleger war 2024 trotz mannigfaltiger Herausforderungen bislang überdurchschnittlich ertragreich. Manches Positive wurde vorweggenommen. Wie viel Kurspotenzial bleibt noch?

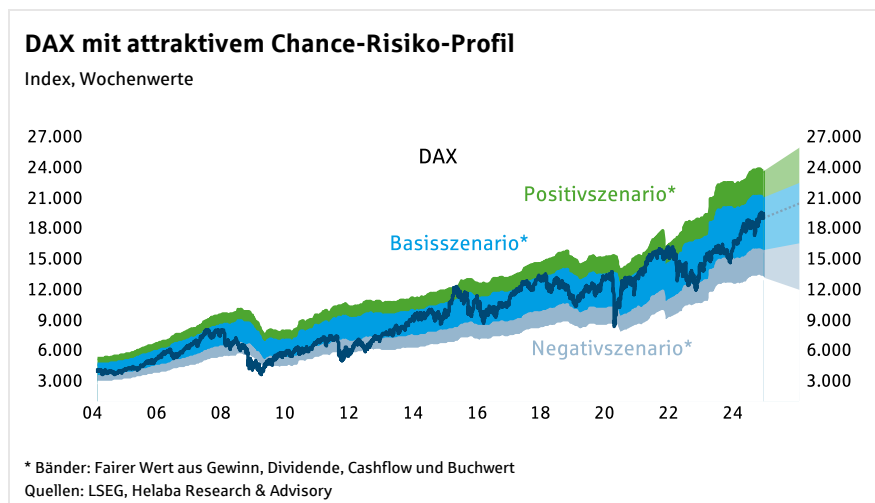
Das zurückliegende Jahr wird aller Voraussicht das zweite in Folge mit überdurchschnittlichen Kurszuwächsen bei Aktien. Unter den vielbeachteten Indizes konnten die US-Börsenbarometer Nasdaq Composite und S&P 500 am kräftigsten zulegen. Chinesische Aktien, die über weite Strecken des Jahres abgeschlagen waren, setzten im Herbst zu einer beeindruckenden Aufholjagd an und ließen unter anderem den japanischen Nikkei 225 und den DAX hinter sich. Weltweit am besten entwickelte sich 2024 der Technologiesektor, der vom **Megatrend „Künstliche Intelligenz“** getragen wurde. Mit deutlichem Abstand folgten Finanzaktien. Das Schlusslicht bildeten Energie und Grundstoffe.

Notenbanken verleihen Aktien neuen Appeal

Während weltweit die Konjunkturdaten im Jahresverlauf 2024 zwischen positiven und negativen Überraschungen schwankten und damit immer wieder **Wachstumssorgen** oder sogar **Rezessionsängste** heraufbeschworen, fielen die Inflationsraten in den meisten Ländern per saldo niedriger als erwartet aus. Diese Kombination eröffnete vielen Notenbanken den notwendigen Spielraum, um die **Leitzinsen zu senken**. Der Lockerungskurs wird sich 2025 fortsetzen und eine tragende Säule für Aktien darstellen. Allerdings muss der Kursanstieg im Jahresverlauf zusätzlich durch eine anziehende Dynamik bei den Unternehmensgewinnen untermauert werden.

DAX und Deutschland auf unterschiedlichen Bühnen unterwegs

Besonders ausgeprägt war und ist die **wahrgenommene Unsicherheit** in Deutschland. Der Krieg in der Ukraine, die Herausforderungen durch den klimabedingten Strukturwandel und eine in den letzten Monaten als handlungsschwach empfundene Regierung haben sowohl in der Bevölkerung als auch bei den Unternehmen die **Stimmung gedrückt**. Nach einer Erholung im Frühjahr trübte sich der ifo Geschäftsklimaindex erneut ein. Die vorgezogenen Neuwahlen nach dem Ampel-Aus könnten allerdings bald neue Perspektiven eröffnen.



Die **Binnenkonjunktur** ist für die DAX-Unternehmen allerdings von untergeordneter Bedeutung. Schließlich erzielten diese im Durchschnitt nur noch rund ein Viertel des Umsatzes in Deutschland. Insofern bewegen sich die Unternehmensgewinne trotz heimischer Flaute auf hohem Niveau. In dieser Hinsicht ist die **ausgeprägte internationale Verflechtung** ein Vorteil. Im Hinblick auf anhaltende geopolitische Spannungen und angesichts der von Donald Trump

angedrohten **Strafzölle** kann daraus jedoch schnell auch ein Nachteil werden, zumal die grüne Transformation und der damit verbundene Strukturwandel ohnehin schon den deutschen Unternehmen zu schaffen macht.

Bislang werden Aktien allerdings weniger von den Wachstumsperspektiven, sondern vielmehr von der Aussicht auf weiter **sinkende Leitzinsen** getragen. Die DAX-Historie in den Zinssenkungsphasen seit 1965 untermauert diese Einschätzung. Lediglich in den Jahren 2001/2003 und 2008/2009 büßte der deutsche Leitindex trotz sinkender Zinsen zum Teil deutlich an Wert ein. Insgesamt betrug die auf das Jahr umgerechnete Performance während Zinssenkungsphasen im Durchschnitt 13 %.

Zwar hat der DAX mittlerweile schon einiges vorweggenommen. Positiv schlägt jedoch die noch immer **moderate Bewertung** zu Buche. Trotz des fortgesetzten Kursanstiegs notiert der DAX komfortabel innerhalb seines fairen Bewertungsbandes, das gegenwärtig zwischen 15.800 und 21.100 Punkten verläuft. Weiter sinkende Leitzinsen würden zusätzliche Bewertungsspielräume eröffnen. Auch sich verbessernde **globale Wachstums- und Gewinnerpektiven** sprechen für moderat steigende Notierungen 2025. Allerdings werden diese aller Voraussicht nach „nur“ durchschnittlich ausfallen. Insofern legt unser **Helaba-BEST-Indikator** nahe, eine Halten-Position einzunehmen. Gegen Jahresende erwarten wir den DAX bei rund 20.500 Punkten.

„Mode ist vergänglich. Stil niemals.“

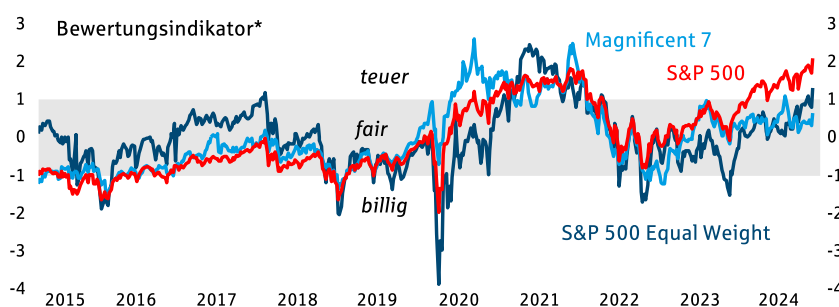
Coco Chanel

US-Aktien im Hochpreissegment angesiedelt

Dass sinkende Leitzinsen allein nicht ausreichen, um nachhaltig höhere Aktiennotierungen zu rechtfertigen, gilt in besonderem Maße für den US-Markt. Schon als die Fed die Zinsen noch erhöhte, weiteten US-Aktien ihre Bewertung aus, was für diese Phase ungewöhnlich ist. Damit erscheint der S&P 500 bereits zu Beginn der Zinssenkungsphase auf den ersten Blick sehr teuer. Allerdings **relativiert sich die hohe Bewertung**, wenn man berücksichtigt, dass dies in erster Linie an den Multiples der im S&P 500 hoch gewichteten sogenannten „Magnificent 7“ liegt. Verglichen mit ihrer eigenen Historie bewegen sich diese allerdings im Normalband. Der gleichgewichtete S&P 500 hat zuletzt den oberen Rand des Normalbandes leicht überschritten. US-Aktien sind damit zwar keine Schnäppchen. Auch wenn die gerade in den Magnificent 7 eingepreiste Al-Fantasie sicherlich erst noch den Realitätscheck bestehen muss, unterscheidet sich die aktuelle Situation aber deutlich von der 2021/2022, als US-Aktien sowohl in der Breite als auch in der Spitze deutlich zu teuer waren.

US-Aktien weniger teuer als der erste Blick vermuten lässt

Standardabweichungen



* bestehend aus Kurs-Gewinn-Verhältnis, Kurs-Cashflow-Verhältnis, Kurs-Buchwert-Verhältnis, Kehrwert Dividendenrendite

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Ob es Trump in seiner zweiten Amtszeit noch einmal gelingt, durch **Steuersenkungen und Deregulierung** dem Aktienmarkt Schwung zu verleihen, bleibt abzuwarten. Auch birgt das Thema **Strafzölle** nicht unerhebliche Risiken für US-Unternehmen, die stark auf Zulieferungen aus China angewiesen sind. Während seiner ersten Amtszeit war der Slogan „America First“ an den internationalen Aktienmärkten klar erkennbar: Der S&P 500 entwickelte sich deutlich besser als die Börsenbarometer der wichtigsten US-Handelspartner. Damals war die Bewertung des US-Marktes allerdings signifikant niedriger als heute, sodass selbst bei einer wirtschaftsfreundlichen Politik eine derartige **Outperformance nicht wahrscheinlich** ist. Der S&P 500 dürfte bis Jahresende 2025 in den Bereich um 6.400 Punkten vordringen.

Aktien mehr als ein Accessoire

Nach zwei Jahren mit überdurchschnittlich guter Aktienperformance ist für 2025 nur noch **mit einem moderaten Anstieg der Notierungen zu rechnen**. Insbesondere beim Modethema „Künstliche Intelligenz“ sollte man nicht versuchen, einem verpassten Trend hinterherzulaufen. Für Aktien insgesamt ist es aus unserer Sicht allerdings zu früh, angesichts sinkender Leitzinsen und einer sich 2025 belebenden Industriekonjunktur bereits die Reißleine zu ziehen.

Indexpunkte	Q1/25	Q2/25	Q3/25	Q4/25
DAX	19.750	20.000	20.250	20.500
Euro Stoxx 50	4.900	4.950	5.000	5.050
S&P 500	6.250	6.300	6.350	6.400

Quelle: Helaba Research & Advisory

Markus Reinwand, CFA