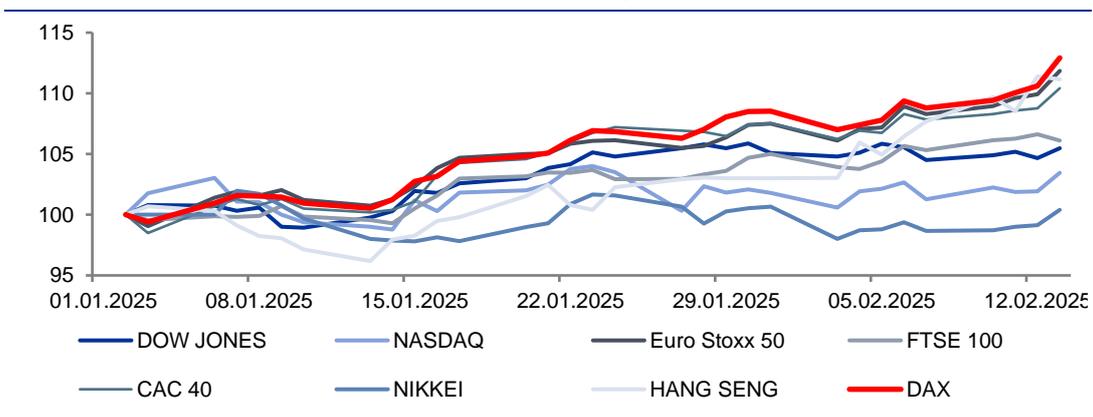


DAX im Auftrieb – doch wie lange?

Fazit: Seit Jahresbeginn zeigt sich der DAX als einer der Gewinner globaler Aktienmärkte. Und auch weiterhin sollten die EZB und ein verbesserter Konjunkturausblick dem DAX-Auftrieb geben – sei es durch positive Konjunkturüberraschungen, oder weil die EZB den Raum für Zinsen von unter 2 % ebnet. Der Ausblick für den DAX bleibt deshalb grundsätzlich positiv, zumal die Aktienbewertungen alles andere als ambitioniert erscheinen. Anders in den USA, dort ist eine Abkühlung der Wirtschaft eine Grundvoraussetzung für sinkende Zinsen, und die Fed dürfte im Kontext von Zöllen eher reaktiv handeln.

Seit Jahresbeginn hat der DAX eine beeindruckende Performance gezeigt und viele internationale Aktienindizes übertroffen. Dies mag auf den ersten Blick überraschen, da die Politik von Präsident Trump insbesondere US-Unternehmen Rückenwind verschafft hat. Trump hält zudem sein Versprechen, Zölle als Druckmittel einzusetzen, was eher die Gewinnerwartungen europäischer als US-Unternehmen belasten könnte. Und das Abwärtsrisiko für das globale Wachstum bleibt erhöht, was grundsätzlich zu einer höheren Risikoaversion auf den Märkten führen sollte. Ist also der gute Lauf der Aktienmärkte insbesondere des DAX aus volkswirtschaftlicher Sicht nachhaltig?

Abb. 1: Aktienindizes, weltweit



Quelle: Bloomberg

Erhöhte Volatilität für US-Aktienmärkte

Zum einen müssen die zahlreichen Versprechen von Präsident Trump noch eingelöst werden. Diese könnten bestenfalls die Erwartungen erfüllen, aber nicht unbedingt für weitere positive Überraschungen sorgen. Zum anderen schwindet die Hoffnung, dass die Fed oder sinkende US-Renditen die Aktienentwicklung im Jahr 2025 maßgeblich unterstützen

werden. Höhere Zölle führen zu einem zunehmenden Inflationsdruck in den USA, was die Fed daran hindern könnte, die Zinsen im laufenden Jahr zu senken. Aktuelle Inflationszahlen deuten darauf hin, dass die Jahresinflationsrate in den USA 2025 knapp unter 3 % liegen könnte.

Auch im Jahr 2026 könnte der Inflationsdruck aufgrund einer durch die Fiskalpolitik unterstützten Nachfrage hoch bleiben. Die Vorstellung, dass sich infolge der Zölle das US-Handelsbilanzdefizit und die erhöhte Inflation durch Angebotsausweitungen kurzfristig verringern könnten, bleibt illusorisch – zumindest kurzfristig. Vielmehr müsste die US-Sparquote steigen, um das Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage zu korrigieren.

Kurzfristig liegt es deshalb allein an der Fed, den Inflationsdruck in den Griff zu bekommen. Der Einfluss der Fed auf den US-Aktienmarkt bleibt deshalb eher negativ – zumindest für 2025. Ein **„No-Landing-Szenario“ der US-Konjunktur ist angesichts steigender Zölle und anhaltend hoher Inflation eher Wunschdenken. Es braucht vielmehr eine straffe Geldpolitik, um dem Preisschock infolge der Zölle entgegenzuwirken.**

Die US-Wirtschaft muss sich erst abkühlen, bevor die Fed ihre geldpolitische Ausrichtung normalisieren oder gar expansiv gestalten kann. **Zinssenkungsfantasien, die den US-Aktienmarkt 2024 teilweise beflügelt haben, könnten sich deshalb erst nach einer Enttäuschung über die Realwirtschaft realisieren.** Der Weg für US-Aktienmärkte mag deshalb „holprig“ verlaufen. Eine Abkühlung der Wirtschaft sollte die Gewinnerwartungen belasten bzw. für eine gewisse Risikoaversion sorgen. Gleichzeitig ist jedoch dann auch mit einer deutlichen Korrektur am langen Ende der US-Zinskurve zu rechnen, was Bewertungen stützen sollte.

Überzeugende Makro-Treiber für den DAX

In der Euro-Zone wird die EZB bis Mitte des Jahres die Zinsen auf ein neutrales Niveau von 2 % senken. Die Inflationsprognose für 2025 liegt mit 2,2 % deutlich unter der für die USA. Ebenfalls wird für 2026 von einer konjunkturellen Erholung ausgegangen, jedoch mit erhöhten Risiken. Eine US-Abkühlung würde zudem US- und damit auch deutsche Renditen unter Druck setzen. **Während in den USA eine Konjunkturabkühlung Voraussetzung für eine weniger restriktive Fed-Politik geworden ist, gibt es für die Euro-Zone keine solche Voraussetzung.** Zwar wird aktuell nur eine moderate konjunkturelle Erholung für die Euro-Zone erwartet. Doch gerade die Konjunkturrisiken halten die Phantasie für Zinssenkungen von selbst unter 2 % in der zweiten Hälfte von 2025 hoch.

Abb. 2: Renditen 10-jähriger US-Treasuries und Bunds, in %



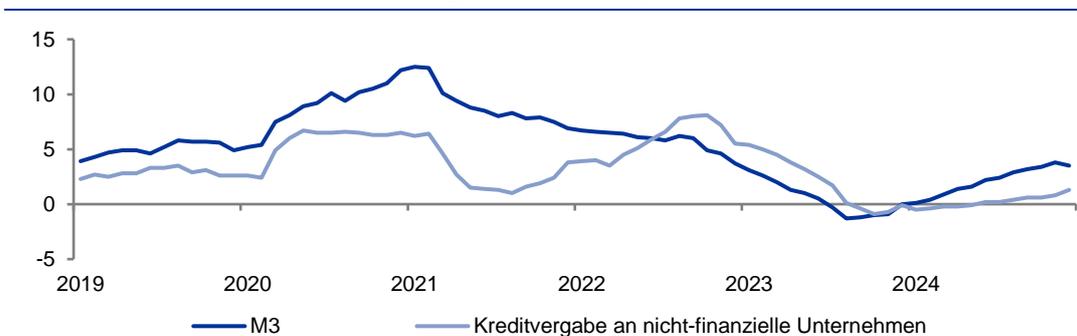
Quelle: Bloomberg

In der Euro-Zone liegen die Inflationserwartungen für dieses und nächstes Jahr bei um die 2 %, was deutlich konsistenter mit dem langfristigen geldpolitischen Ziel ist als in den USA. Obwohl die EZB die Zinsen marginal, aber stetig senkt, sind Bundrenditen in Folge

steigender US-Renditen erneut angestiegen. Die Zinskurve in der Euro-Zone normalisiert sich aktuell also nicht nur durch das kurze, sondern auch das lange Ende. Dies mag für den DAX ein zweischneidiges Schwert sein. Sinkende Zinsen mögen zwar der Konjunktur helfen, aber höhere langfristige Bundrenditen belasten die Bewertungen. Allerdings ist von aktuellen Niveaus ausgehend ein Rückgang der Renditen zu erwarten, vor allem wenn sich die US-Wirtschaft abkühlt und US-Renditen unter Druck geraten.

Der Inflationsdruck in der Euro-Zone bleibt weiterhin überschaubar, selbst wenn die EU als Gegenmaßnahme Zölle anhebt. In diesem Fall würde eher die europäische Nachfrage gedämpft, als dass Inflationsdruck entsteht. Doch wie hoch ist das Risiko, dass die Konjunkturerholung im Jahr 2026 den Raum für die EZB, die Zinsen unter 2 % zu senken, einschränkt? Braucht eine sich normalisierende Konjunktur keinen neutralen Zinssatz? Und die Abwertung des Euro, wird sie nicht für Inflationsdruck sorgen? Für beides wird die Entwicklung der Geldmenge in der realen Wirtschaft entscheidend sein. Noch sind die Kreditvergabe und Geldmengenausweitung eher überschaubar. Das Aufwärtspotenzial für den DAX aufgrund von Zinssenkungsphantasien im Umfeld sinkender US- und Bundrenditen scheint deshalb zu gegeben.

**Abb. 3: Geldmenge und Kreditvergabe in der Euro-Zone,
Veränderung in % zum Vorjahresmonat**



Quelle: Bloomberg

Einschätzung: Überraschungspotenzial und Geldpolitik erlauben positive Sicht auf den DAX

Nicht nur die Inflation und Geldpolitik, sondern auch Aktienmärkte könnten divergierend in den USA und der Euro-Zone vor allem 2025 verlaufen. Während in den USA bereits viele positive Faktoren wie Deregulierung und Steuersenkungen in den Bewertungen eingepreist sind, sorgt die zögerliche Zinspolitik der Fed zunehmend für Gegenwind. Noch bleibt das Inflationsrisiko klar nach oben gerichtet und birgt negatives Überraschungspotenzial. Auch muss sich die US-Konjunktur abkühlen, damit Erwartungen von Zinssenkungen realisierbar werden. In der Euro-Zone hingegen wird die EZB die Zinsen bis Mitte 2025 auf mindestens 2 % senken. Die aktuellen Aktienbewertungen sind zudem alles andere als ambitioniert. Somit hat der DAX weiter Auftriebspotenzial.

Autor: Dr. Klaus Bauknecht

Tel. +49 211 8221 4118

klausdieter.bauknecht@ikb.de

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-Bötzkes-Straße 1
Telefon +49 211 8221-0

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

17. Februar 2025

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