

Aktienmarktprognose

MÄRZ 2024







INHALT

VÖB-Prognose-Überblick 4

Markteinschätzungen und Präsentationen

BayernLB 6

DekaBank 7

Helaba – Landesbank Hessen-Thüringen Girozentrale 8

LBBW – Landesbank Baden-Württemberg 9

NORD/LB – Norddeutsche Landesbank Girozentrale 10

Referentenprofile / Kontaktinformationen 11

VÖB-Prognose-Überblick

Aktienmarktindizes Europa

| DAX | Tagesendstand am 07.03.2024 | In 3 Monaten Juni 2024 | In 6 Monaten September 2024 | In 12 Monaten März 2025 |
|----------|--------------------------------|---------------------------|--------------------------------|----------------------------|
| BayernLB | 17.843 | 16.500 | 16.800 | 17.800 |
| DekaBank | | 18.500 | 17.500 | 18.500 |
| Helaba | | 16.800 | 17.200 | 17.700 |
| LBBW | | 16.800 | 17.500 | 18.250 |
| NORD/LB | | 17.200 | 16.800 | 17.500 |

| EURO STOXX 50 | Tagesendstand am 07.03.2024 | In 3 Monaten Juni 2024 | In 6 Monaten September 2024 | In 12 Monaten März 2025 |
|---------------|--------------------------------|---------------------------|--------------------------------|----------------------------|
| BayernLB | 4.974 | 4.600 | 4.660 | 4.850 |
| DekaBank | | 5.000 | 4.600 | 5.000 |
| Helaba | | 4.600 | 4.700 | 4.830 |
| LBBW | | 4.600 | 4.650 | 4.800 |
| NORD/LB | | 4.800 | 4.650 | 4.850 |

| Dow Jones | Tagesendstand am 07.03.2024 | In 3 Monaten Juni 2024 | In 6 Monaten September 2024 | In 12 Monaten März 2025 |
|-----------|--------------------------------|---------------------------|--------------------------------|----------------------------|
| BayernLB | 38.791 | 36.900 | 37.200 | 38.400 |
| DekaBank | | k.A. | k.A. | k.A. |
| Helaba | | 36.800 | 37.400 | 38.300 |
| LBBW* | | 36.500 | 37.000 | 38.250 |
| NORD/LB | | 38.500 | 37.000 | 37.500 |

Gesamtwirtschaftliche Prognosen

Gesamtwirtschaftliche Prognosen

| Bruttoinlandsprodukt ¹ | Deutschland | | Euroraum | | USA | |
|-----------------------------------|-------------|------|----------|------|------|------|
| | 2024 | 2025 | 2024 | 2025 | 2024 | 2025 |
| BayernLB | 0,3 | 1,3 | 0,6 | 1,4 | 1,8 | 1,9 |
| DekaBank | 0,0 | 1,2 | 0,8 | 1,5 | 2,3 | 2,0 |
| Helaba | 0,8 | 1,1 | 1,0 | 1,2 | 2,1 | 2,2 |
| LBBW | 0,3 | 1,0 | 0,8 | 1,2 | 2,0 | 2,5 |
| NORD/LB | 0,0 | 1,2 | 0,5 | 1,4 | 1,8 | 1,9 |

| | US-Rohöl (USD) ² Juni 2024 | S&P 500 Juni 2024 | EUR / USD Juni 2024 |
|----------|--|----------------------|------------------------|
| BayernLB | 70 | 4.850 | 1,07 |
| DekaBank | 80 | 5.200 | 1,08 |
| Helaba | 85 | 4.650 | 1,10 |
| LBBW | 80 | 4.800 | 1,08 |
| NORD/LB | 81 | 4.950 | 1,06 |

Vergleichswerte vom US-Rohöl 72,44 USD
07.03.2024: S&P 500 5.157,36
 EUR / USD 1,0895

1) In konstanten Preisen, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent
 2) West Texas Intermediate, Texasöl

| Leitzinsen in Prozent ³ | Euroraum Juni 2024 | USA Juni 2024 |
|------------------------------------|-----------------------|------------------|
| BayernLB | 4,50 | 5,00 – 5,25 |
| DekaBank | 4,25 | 5,00 – 5,25 |
| Helaba | 4,25 | 5,00 – 5,25 |
| LBBW | 4,25 | 5,25 |
| NORD/LB | 4,25 | 5,25 – 5,50 |

3) Hauptrefinanzierungssatz und Federal Funds Rate

Markteinschätzung der BayernLB

Die jüngsten globalen Stimmungsindikatoren bestätigen in den meisten Regionen das Bild einer schwierigen Situation im Verarbeitenden Gewerbe sowie im Bau und einer weiterhin robusten Situation im Dienstleistungssektor. Hauptgrund dafür dürfte die verzögerte Wirkung der massiven geldpolitischen Straffung auf beiden Seiten des Atlantiks sein. Während die gestiegenen Zinsen weiterhin die Investitionstätigkeit belasten, wirkt sich der von der Geldpolitik induzierte Inflationsrückgang zunehmend positiv auf die Reallöhne und den privaten Konsum aus. Anders ist es in China, wo sich die Konsumenten weiter zurückhalten. Die dynamische Entwicklung der Nominallohne spricht jedoch im arbeitsintensiven Dienstleistungssektor auch gegen eine Abnahme des Preisdrucks. Fed, EZB und Co. dürften sich daher weiterhin mit schnellen Zinssenkungen zurückhalten. Wir erwarten den Abstieg vom Zinsplateau, mit der Fed als Vorreiter, nicht vor Juni.

In den USA hat das Realwachstum im vierten Quartal 2023 von 3,3% auf Jahresbasis einmal mehr die robuste Dynamik der US-Wirtschaft unterstrichen. Neben dem Wachstumsüberhang aus 2023 bedingt eine positivere Nachfragedynamik im ersten Quartal unsere jüngste Aufwärtsrevision für das BIP-Wachstum 2024 von 1,5% auf 1,8%. Wir rechnen jedoch weiterhin mit einer Schwächephase der US-Konjunktur im laufenden Jahr mit Schwerpunkt im zweiten Quartal, wenn der nachlassende Reallohnanstieg den Privatkonsum dämpft. Eine Ausweitung der Probleme im Bankensektor angesichts der Gewerbeimmobilienkrise verbleibt als signifikantes Abwärtsrisiko. Im Euroraum präsentiert sich der Dienstleistungssektor (v.a. Tourismus) unverändert als stabiler Wachstumsmotor, während sich die Industrie stärker an der Transformation der Geschäftsmodelle in Zeiten von Deglobalisierung, Dekarbonisierung, Digitalisierung und demografischem Wandel abmüht. Vorerst hält die Phase der Stagflation an. Für 2024 rechnen wir mit einem BIP-Wachstum von 0,6% im Euroraum, das sich 2025 auch auf Basis von Reallohnzuwächsen auf 1,4% beschleunigen sollte.

Die Aktienmärkte wurden zuletzt durch eine solide Unternehmensberichtssaison in den USA, positiv überraschende Konjunkturindikatoren und die Hoffnung auf zukünftige Gewinne durch KI weiter nach oben getrieben. Die Anpassung der Zinssenkungserwartungen belastete dagegen nicht spürbar. Die Kursanstiege der Benchmark-Aktienindizes seit Jahresanfang basieren dabei stark auf Index-Schwergewichten aus dem Technologie- und Plattformbereich. Die (trotz zuletzt gestiegener Zinsen) spürbar erhöhte Bewertung des US-Aktienmarkts mit einem aktuellen Kurs-Gewinn-Verhältnis des S&P 500 von gut 20 auf Basis erwarteter 12-Monatsgewinne (Durchschnitt seit 2005: 15,9) deutet allerdings auf das Einpreisen eines „Goldilocks“-Szenarios hin, also einer anhaltend robusten US-Konjunktur („No landing“) bei fortgesetztem Disinflationstrend. Dies scheint uns übertrieben optimistisch zu sein. Zur Vorsicht mahnen auch Investor-Sentimentindikatoren, die zuletzt deutlich gestiegen sind und teilweise auf sehr optimistischen Niveaus notieren. Wir rechnen daher in den nächsten Monaten mit einer Konsolidierung, bevor die Aktienmärkte im zweiten Halbjahr im Zuge einsetzender Fed-Zinssenkungen und einer Überwindung der US-Konjunkturdelle erneut aufwärts tendieren. Für den DAX rechnen wir zum Jahresende 2024 mit einem Stand von 17.500 Punkten.

Markteinschätzung der DekaBank

Die Weltwirtschaft wächst insgesamt robust im Bereich von 3%, regional sind die Unterschiede allerdings sehr groß. In Europa ist Spanien gut unterwegs, Italien und Frankreich nehmen an Fahrt auf, Deutschland bleibt allerdings weiter abgeschlagen. Allerdings sind die Märkte gut auf die nur moderate Expansionsgeschwindigkeit der Volkswirtschaften in der Eurozone eingestellt, so dass die Erwartungen nicht mehr weiter nach unten angepasst werden müssen und die zuletzt vermeldeten Daten, die niedrigen Erwartungen sogar wieder leicht übertreffen konnten.

In den USA hat sich die Aufwärtsdynamik in den Konjunkturzahlen zuletzt etwas beruhigt. Die Revisionsrichtung der Konsensschätzungen bleibt aber leicht aufwärtsgerichtet. Ein starker Arbeitsmarkt, eine starke Lohnentwicklung und eine sehr gute Vermögenspreisentwicklung sorgen für eine anhaltend gute Konsum- und Unternehmensstimmung.

Ein positives Signal für die Aktienmärkte ist, dass sich die Stimmung der Unternehmen in den für Februar gemeldeten Einkaufsmanagerindizes, mit Ausnahme von Deutschland, weiter verbessert haben. Nach dem deutlichen Anstieg im Vormonat deutet das darauf hin,

dass sich das Umfeld für die Unternehmen in der Breite stabilisiert hat. Das gilt für die Schwellenländer genauso wie für die Industrieländer und zwar für das verarbeitende Gewerbe als auch für die Dienstleister.

Der Rückgang in den Inflationszahlen ist zäh, die Kerninflation liegt derzeit sowohl in Euroland als auch in den USA bei über 3 %, wird sich unserer Einschätzung nach aber bis zur Mitte dieses Jahres auf rund 2,5% in Europa und in den USA sogar in Richtung 2% nach unten bewegen. Somit steht einem ersten Zinsschritt ab Mitte des Jahres in den USA und in Europa nichts im Wege. Über die Abfolge der sich daran anschließenden Senkungsschritte herrscht am Markt zwar noch Unsicherheit. An der grundsätzlichen Perspektive, dass die Geldpolitik sukzessive weniger restriktiv wird und damit unterstützend auf die Risikomärkte wirkt, ändert das aber wenig.

Den deutschen börsennotierten Unternehmen gelingt es dank ihrer globalen Aufstellung sich von der schwachen heimischen Entwicklung abzukoppeln, was sich in den Gewinnzahlen für das vierte Quartal bestätigt. Die Kursrally ist durch die fundamentalen Entwicklungen gut begründet, die Unternehmen dürften in diesem Jahr ihre Gewinne im hohen einstelligen Prozentbereich gegenüber dem letzten Jahr steigern und die Bewertung liegt leicht unter dem langjährigen Durchschnitt. Mit einer zeitlich begrenzten, technischen Korrektur sollte jederzeit gerechnet werden, eine Trendumkehr ist bei diesen Rahmenbedingungen allerdings nicht zu erwarten.

Markteinschätzung der Helaba – Landesbank Hessen-Thüringen Girozentrale

Beim Blick auf die Performancetabelle der international führenden Aktienindizes überwiegen zunehmend die Pluszeichen. Selbst das chinesische Börsenbarometer CSI 300 scheint nach einer längeren Durststrecke inzwischen den Turnaround geschafft zu haben. Trotz unserer positiven Erwartungshaltung wurden unsere Jahresendprognosen für die wichtigsten Aktienindizes schon erreicht. Ist damit die Zeit gekommen, Gewinne mitzunehmen?

Um diese Frage beantworten zu können, wollen wir die Entwicklung des US-Leitindex S&P 500 etwas genauer beleuchten: Seit seinem Zwischentief im Oktober 2023 legte der Index um mehr als 20 % zu. Häufig wird bemängelt, dass ein Großteil dieses Anstiegs auf die Performance weniger Schwergewichte zurückzuführen sei. In der Tat sind allein fünf Aktien für mehr als ein Drittel des Kursanstiegs verantwortlich. Dies ist allerdings kein Beleg für mangelnde Marktbreite. Tatsächlich legten im selben Zeitraum 90 % der Indexmitglieder zu. Der Aufschwung ist somit breit getragen.

Ein weiterer möglicher Schwachpunkt, den auch wir als Risikofaktor identifiziert hatten, waren die überzogen hohen Zinssenkungserwartungen als Haupttreiber der Aktienkurse. Seit dem Jahreswechsel haben sich diese sowohl in den USA als auch im Euroraum allerdings deutlich zurückgebildet – die Aktienkurse sind trotzdem gestiegen.

Der dritte und vielleicht wichtigste Punkt ist die gerade bei den US-Indizes schon recht hohe Bewertung. Einige Marktteilnehmer ziehen in diesem Zusammenhang Parallelen zur New Economy-Blase Ende der 90er Jahre. Damals waren es überzogene Fantasien in den Bereichen

Technologie, Medien und Telekommunikation. Heute steht das Thema „Künstliche Intelligenz“ unter Überhitzungsverdacht. Betrachtet man die absolute Bewertung auf Basis des Kurs-Gewinn-Verhältnisses, lässt sich zwar ein erhöhtes Niveau feststellen, das durchaus Anlass für zwischenzeitliche Korrekturen birgt. Eine Blase kann aber nicht diagnostiziert werden. Ähnliches gilt für die relative Bewertung gegenüber Staatsanleihen. Zwar ist die Risikoprämie des S&P 500 – die Differenz zwischen Gewinnrendite und der Rendite 10-jähriger US-Treasuries – mit aktuell 0,6 %-Punkten deutlich niedriger als während der letzten 20 Jahre. Von Mitte der 80er Jahre bis Anfang der 2000er Jahre gab es aber immer wieder Phasen negativer Risikoprämien. Deutsche Dividentitel haben derzeit ohnehin kein Bewertungsproblem. Auf Basis der wichtigsten Kennziffern ist der DAX fair bewertet.

Insgesamt lässt sich damit festhalten, dass die Aktienmärkte schon viel Positives vorweggenommen haben und die Bewertung des US-Marktes hoch ist. Damit steigt das Risiko zwischenzeitlicher Kursrücksetzer. Sich von dieser Assetklasse zu verabschieden wäre allerdings verfrüht. Schließlich sprechen perspektivisch sinkende Zinsen und eine sich belebende Weltkonjunktur für Aktien.

Markteinschätzung der LBBW – Landesbank Baden-Württemberg

Diesseits wie jenseits des Atlantiks stockt seit geraumer Zeit der Rückgang der Teuerung. Sank die Inflation anfangs noch dynamisch, stellt sich die Situation nun wie bei einem Marathonlauf dar – die letzten Meilen sind die schwierigsten. Die Hoffnung der Anleger auf erste Leitzinssenkungen im zeitigen Frühjahr ist daher verpufft. Realistisch erscheint nun ein Startschuss im Sommer.

Während die Konjunktur diesseits des Atlantiks schon seit längerem schwächelt, und sich auch 2024 nur wenig erholen dürfte, zeigte sie sich in den USA bislang überraschend robust. Zuletzt waren jedoch auch hier einige schwächelnde Makrodaten wie beispielsweise die Auftragseingänge für langlebige Wirtschaftsgüter, der ISM-Index zum verarbeitenden Gewerbe oder das US-Konumentenvertrauen zu beobachten. Wir gehen daher davon aus, dass sich das US-BIP-Wachstum im laufenden Jahr gegenüber 2023 etwas abschwächen wird, jedoch trotzdem klar höher als in Europa liegen dürfte.

Die wohl bevorstehende Neuaufgabe des Duells Biden/Trump könnte im Laufe des Jahres jedoch für Irritationen an den Märkten und daher für erhöhte Volatilität sorgen. Ein sich möglicherweise abzeichnender Wahlsieg Trumps könnte für US-Aktien allerdings positiv sein, weil die Anleger dann eine mögliche weitere Senkung der US-Körperschaftsteuer antizipieren dürften. Momentan dominieren allerdings Gewinnabwärtsrevisionen. Dies gilt in weit stärkerem Maße für Europa – und hier insbesondere für Deutschland – als für die USA. Trotzdem eilten die Aktienmärkte zuletzt von Hoch zu Hoch. Die Rally wird allerdings nicht von der Breite des Marktes, sondern lediglich von einer Handvoll an Werten getra-

gen, was als Warnsignal zu interpretieren ist: Besonders auffällig ist dies in den USA: Während die Tech-Schwergewichte mit KI-Phantasie haussieren, hinkt das Gros der Titel hinterher oder gibt sogar schon seit Monaten im Kurs nach. Dies weckt Erinnerungen an die Zeit der Dotcom-Bubble. Während die damaligen Hype-Werte jedoch wenig bis kaum Gewinn erwirtschafteten und ihre Bewertungen daher immer weiter nach oben schossen, stellt sich die gegenwärtige Situation völlig anders dar: Der Kursrally stehen bei Big Tech derzeit rasant steigende Gewinne gegenüber – dies galt zuletzt in besonderem Maße für Nvidia. In Relation zu ihrem markanten Gewinnwachstum scheinen die gehypten Titel daher zwar hoch, aber nicht überbewertet zu sein. Die Erwartungen an weiter steigende Gewinne dieser Werte sind enorm. Falls die Anleger hierbei enttäuscht werden sollten, könnten sie verschnupft reagieren. Die jüngste Absatzschwäche Apples bei iPhones in China kann daher durchaus als eine Art Warnschuss interpretiert werden. Aktuell machen wir uns aber mehr Sorgen um den breiten Markt als um die gehypten Werte, weil die Gewinne bei vielen Unternehmen seit längerem nur noch stagnieren, ihre Bewertungen im langjährigen Vergleich jedoch trotzdem klar überdurchschnittlich ausfallen. Weil darüber hinaus die ex ante Aktienrisikoprämie – zumindest für die USA – arg zu wünschen übriglässt, sollte die Kauflust der Anleger bald nachlassen. Wir erwarten daher zunehmende Gewinnmitnahmen und eine Konsolidierung im Sommerhalbjahr. Mit den beginnenden Leitzinssenkungen sowie der Antizipation einer wohl wieder besseren konjunkturellen Situation im Jahr 2025 erwarten wir erst im späteren Jahresverlauf den Beginn der nächsten Aufwärtswelle.

Markteinschätzung der NORD/LB – Norddeutsche Landesbank Girozentrale

Getrieben von der Hoffnung auf baldige Zinssenkungen der großen Zentralbanken und dem Hype um Künstliche Intelligenz sind die Aktienmärkte dies- und jenseits des Atlantiks gut ins Jahr 2024 gestartet und teilweise von Rekord zu Rekord geeilt. Die „glorreichen Sieben“ (Apple, Microsoft, Alphabet, Amazon, NVIDIA, Tesla und Meta) befeuerten dabei den Megatrend rund um Digitalisierung und Künstliche Intelligenz. Einzelwerte, insbesondere NVIDIA, schafften es dabei, mit ihren Zahlenwerken die Börsen weltweit nach oben zu ziehen. Zuletzt sorgten paradoxerweise auch schwache Wirtschafts- oder Stimungsdaten für steigende Aktienkurse, da sie gleichzeitig den Druck auf die Notenbanken, Zinssenkungen durchzuführen, erhöhen.

Die Marktteilnehmer blendeten bislang die durchaus vorhandenen Risiken weitgehend aus. Neben den vielfältigen geopolitischen Spannungsfeldern gehören hierzu Probleme im Immobiliensektor in den USA, die Schuldenlast der Vereinigten Staaten und Unsicherheiten rund um die anstehende US-Wahl. Zudem dürften die Zinssenkungsphantasien, die an den Märkten eingepreist sind, immer noch etwas überzogen sein. Insbesondere die amerikanische Fed wird noch klarere Signale brauchen, um eine erste Zinssenkung ins Auge zu fassen.

Die Immobilienkrise in den USA betrifft in erster Linie und anders als 2008 Gewerbeimmobilien, bei deren Bewertung oftmals sehr hohe Abschläge erforderlich sind. Zu schaffen machen dürfte dies vor allem den US-Regionalbanken, die zusätzlich darunter leiden, dass sie zahlreiche niedrig verzinsliche und langlaufende Treasuries in ihren Portfolien halten. Der tatsächliche Umfang dürfte erst mit den Berichtszahlen in den kommenden Quartalen sichtbar werden.

Mit den Unternehmensberichten zum ersten und zweiten Quartal 2024 sollte sich die wirtschaftliche Zurückhaltung langsam stärker in den Zahlen bemerkbar machen. Dann dürften auch die Risiken wieder stärker in den Fokus der Anleger rücken. Wir halten daher eine leicht rückläufige Entwicklung bis in den September hinein für wahrscheinlich. Im Schlussquartal dürften die Märkte dann niedrigere Zinsen und steigende Stimmungs- und Konjunkturwerte würdigen, sofern die US-Wahl nicht zu einer endlosen Hängepartie wird.

Kontaktinformationen



BayernLB

Manfred Bucher, CFA
Investment Research, Senior Analyst Aktienstrategie
Brienner Straße 18, 80333 München
Tel. 089/21 71- 2 17 13
E-Mail: manfred.bucher@bayernlb.de
→ www.bayernlb.de



DekaBank

Joachim Schallmayer, CFA
Leitung Kapitalmärkte und Strategie
Mainzer Landstraße 16, 60325 Frankfurt am Main
Tel. 069/71 47-38 07
E-Mail: joachim.schallmayer@deka.de
→ www.deka.de



Helaba

Markus Reinwand, CFA
Aktienmarktstrategie, Research & Advisory
Neue Mainzer Straße 52 – 58, 60311 Frankfurt am Main
Tel. 069/91 32-47 23
E-Mail: markus.reinwand@helaba.de
→ www.helaba.de



LBBW

Uwe Streich
Aktienstrategie, Strategy Research
Am Hauptbahnhof 2, 70173 Stuttgart
Tel. 0711/127-74062
E-Mail: uwe.streich@lbbw.de
→ www.lbbw.de



NORD/LB

Wolfgang Donie, CIIA, CEFA
Research
Friedrichswall 10, 30159 Hannover
Tel. 0511/3 61-53 75
E-Mail: wolfgang.donie@nordlb.de
→ www.nordlb.de



**Bundesverband
Öffentlicher Banken
Deutschlands, VÖB**

Lennéstraße 11
10785 Berlin

Tel.: 030 8192-0

presse@voeb.de
www.voeb.de

Redaktion: Sandra Malter-Sander
Stand: 7. März 2024