

Aktienmarktprognose

SEPTEMBER 2024







INHALT

VÖB-Prognose-Überblick 4

Markteinschätzungen und Präsentationen

BayernLB 6

Helaba – Landesbank Hessen-Thüringen Girozentrale 7

LBBW – Landesbank Baden-Württemberg 8

DekaBank 9

NORD/LB – Norddeutsche Landesbank Girozentrale 10

Referentenprofile / Kontaktinformationen 11

VÖB-Prognose-Überblick

Aktienmarktindizes Europa

DAX	Tagesendstand am 19.09.2024	In 3 Monaten Dezember 2024	In 6 Monaten März 2025	In 12 Monaten September 2025
BayernLB	19.002	18.500	19.200	19.500
DekaBank		18.500	19.000	20.000
Helaba		19.000	19.300	19.750
LBBW		19.000	19.500	20.000
NORD/LB		18.000	19.000	19.500

EURO STOXX 50	Tagesendstand am 19.09.2024	In 3 Monaten Dezember 2024	In 6 Monaten März 2025	In 12 Monaten September 2025
BayernLB	4.943	4.850	5.000	5.100
DekaBank		5.000	5.050	5.100
Helaba		5.050	5.100	5.200
LBBW		5.100	5.150	5.200
NORD/LB		4.700	4.950	5.100

Dow Jones	Tagesendstand am 19.09.2024	In 3 Monaten Dezember 2024	In 6 Monaten März 2025	In 12 Monaten September 2025
BayernLB	42.025	41.000	42.000	42.800
DekaBank		k.A.	k.A.	k.A.
Helaba		41.500	41.800	42.400
LBBW*		41.950	42.700	43,450
NORD/LB		39.500	39.500	40.000

* LBBW prognostiziert nicht den Dow Jones sondern den S&P 500: 3M 5.700; 6M 5.800; 12M 5.900: Bei den obigen Werten handelt es sich daher um keine tatsächlichen Prognosen, sondern lediglich um grobe Umrechnungen auf das Indexpniveau des Dow Jones.

Gesamtwirtschaftliche Prognosen

Gesamtwirtschaftliche Prognosen

Bruttoinlands- produkt ¹	Deutschland		Euroraum		USA	
	2024	2025	2024	2025	2024	2025
BayernLB	0,0	0,5	0,8	1,0	2,5	1,4
DekaBank	0,1	1,0	0,9	1,5	2,6	2,0
Helaba	0,0	1,2	0,8	1,4	2,5	2,2
LBBW	0,0	0,7	0,8	1,2	2,5	1,5
NORD/LB	-0,1	0,9	0,7	1,2	2,5	1,7

	US-Rohöl (USD) ² Dezember 2024	S&P 500 Dezember 2024	EUR / USD Dezember 2024
BayernLB	72	5.500	1,10
DekaBank	78	5.400	1,12
Helaba	84	5.650	1,10
LBBW	80	5.700	1,08
NORD/LB	k.A.	5.300	1,12

Vergleichswerte vom US-Rohöl 71,1 USD
19.09.2024: S&P 500 5.714
 EUR / USD 1,12

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

Leitzinsen in Prozent ³	Euroraum Dezember 2024	USA Dezember 2024
BayernLB	3,25	4,25 – 4,50
DekaBank	3,25	4,50 – 4,75
Helaba	3,25	4,25 – 4,50
LBBW	3,25	4,50
NORD/LB	3,25	4,50

3) Einlagensatz bzw. Federal Funds Rate

Markteinschätzung der BayernLB

Mit Blick auf die Weltwirtschaft waren die über den Sommer berichteten Konjunkturdaten durchwachsen. In der Industrie blieb die Stimmung in den meisten Ländern, inklusive China, eingetrübt und der Arbeitsmarkt in den USA sendet klare Abkühlungszeichen. Gleichzeitig zeigte sich der Dienstleistungssektor im Lichte einer wieder steigenden Kaufkraft der Haushalte in vielen Ländern robust. Im Hinblick auf die weiterhin große politische Unsicherheit bleibt der globale Konjunkturausblick somit fragil. Fallende Energiepreise haben den Rückgang der Inflationsraten im Sommer unterstützt und den Weg für Zinssenkungen (eine weitere im Falle der EZB bzw. eine erstmalige im Falle der Fed) freigemacht.

Für die USA gehen wir nach dem nochmals überraschend kräftigen Wachstum im zweiten Quartal von einer konjunkturellen Schwächephase in der zweiten Jahreshälfte aus, die im Falle eines Wahlsiegs von Donald Trump in unserem Basisszenario in eine Phase zollbedingter Unsicherheit übergeht. Der reale BIP-Zuwachs in den USA sollte sich von voraussichtlich 2,5% im laufenden Jahr auf 1,4% in 2025 abschwächen. Gleichzeitig bleibt die US-Inflation im nächsten Jahr unter Annahme neuer bzw. erhöhter Zölle mit 2,7% (nach 2,9% in 2024) auf erhöhtem Niveau. Die Fed dürfte unter diesen Rahmenbedingungen den Leitzins bis Ende 2025 lediglich auf 3,75%-4,00% und damit weniger als vom Markt erwartet senken. Im Euro-Raum ist wirtschaftliche Dynamik sektorspezifisch vor allem bei Dienstleistungen zu konstatieren, während die Entwicklung in der Industrie und regional vor allem Deutschland weiter äußerst schleppend verläuft. Deutschland bleibt nach Nullwachstum im laufenden Jahr gemäß unserer Prognose 2025 mit einem BIP-Zuwachs von 0,5% Underperformer im Euro-Raum, wo sich das Wachstum insgesamt nur leicht auf 1,0% verbessern sollte (von 0,8% im laufenden Jahr). Auch bei der Preisentwicklung im Euro-Raum kommt dem Dienstleistungssektor eine zentrale Rolle zu, da die Binnen- und Dienstleistungsinflation hartnäckig hoch bleibt und der EZB neben der Lohndynamik ein Dorn im Auge ist. Zuletzt haben die niedrigen Energiepreise

dies aber kompensiert, sodass sich die Teuerung dem EZB-Ziel annähert und Raum für weitere Zinssenkungen gibt. In diesem Umfeld erwarten wir im Dezember den nächsten 25-Bp.-Zinsschritt. 2025 dürfte die EZB dann aber vorsichtiger als vom Markt erwartet agieren und den Einlagensatz nur noch einmal auf dann 3,0% senken.

An den Aktienmärkten wurde der Kurseinbruch Anfang August, der wesentlich durch aufkeimende US-Rezessionsorgen und die Auflösung von Carry-Trades nach der Zinserhöhung der BoJ ausgelöst worden war, zunächst schnell wieder ausgegübelt. Die Volatilität vor allem bei den Mega-Caps aus dem Technologiesektor blieb aber vor dem Hintergrund von Bewertungssorgen und Zweifeln an der Rentabilität der hohen KI-Investitionen hoch. Wir rechnen in den kommenden Wochen mit anhaltender Nervosität an den Aktienmärkten, auch aufgrund der Unsicherheit im Rahmen der US-Wahl sowie der Erwartung weiterer Abkühlungssignale der US-Konjunktur, die erneut Rezessionsorgen schüren könnten. Bleibt es bei dem erwarteten Soft Landing der US-Wirtschaft, dürften die Aktienmärkte 2025 wieder in einen Aufwärtstrend einschwenken, wobei steigende Unternehmensgewinne und die rückläufigen Leitzinsen Unterstützung bieten. Das nur geringe Gewinnwachstum (vor allem in Europa) und die hohe Bewertung (vor allem in den USA) lassen mittelfristig aber nur eine mäßige Kursdynamik erwarten.

Markteinschätzung der Helaba – Landesbank Hessen-Thüringen Girozentrale

Aktien waren nervös in den Angstmonat September gestartet, konnten im weiteren Verlauf aber zulegen. Die Themen sind nach wie vor dieselben: Aktien wandeln auf einem schmalen Grat zwischen Zinssenkungshoffnungen und Wachstumsängsten. Weltweit überraschen die Konjunkturdaten noch immer mehrheitlich negativ und sorgen für Wachstumssorgen oder gar Rezessionsängste, die immer wieder zu unvermittelten Kursrücksetzern führen. Positiv ist jedoch anzumerken, dass der Anteil negativer Konjunkturüberraschungen sowohl weltweit als auch in den großen Industrieländern inzwischen nachlässt. Zudem liegen die Inflationsdaten – Ausnahmen bestätigen die Regel – in der Summe noch leicht unter den Erwartungen. Damit bleibt die Zinssenkungsfantasie erhalten und stützt zumindest die Aktienmärkte.

Die EZB hat bereits zum zweiten Mal den Leitzins gesenkt. Die Fed schwenkte nun mit einem Schritt von 50 Basispunkten in den Zinssenkungszyklus ein. Dennoch würde die Gleichung fallende Zinsen = steigende Aktien zu kurz greifen. Dies zeigt sich nicht nur, wenn man den DAX-Verlauf seit der ersten EZB-Zinssenkung betrachtet. Schließlich ist der Zins nur eine Komponente der Aktiengleichung, eine andere sind die Unternehmensgewinne.

Wir haben die Effekte für den US-Aktienmarkt in den Zinssenkungsphasen seit 1946 untersucht und zwei entgegengesetzte Effekte beobachtet: Einen negativen, dass die Unternehmensgewinne in 50 % der Fälle sanken, und einen positiven, dass es in 67 % der Fälle zu einer Bewertungsexpansion kam. Eine Kursbewegung lässt sich fundamental auf eine Veränderung der Unternehmensgewinne und eine Veränderung der Bewertung zurückführen. Je nachdem, welcher der beiden in dieser Phase entgegen gerichteten Effekte überwiegt, resultieren daraus steigende oder fallende Notierungen.

Anders als der DAX ist der S&P 500 bereits recht hoch bewertet. Somit scheint es in diesem Zyklus nicht viel Raum für eine weitere Bewertungsexpansion zu geben. Daher bleibt das Thema Wachstums- und Gewinnperspektiven ganz oben auf der Agenda, denn für weiter steigende Notierungen müssten die Unternehmensgewinne entsprechend zulegen. Wenn sich also die globalen Konjunkturperspektiven aufhellen, würde dies vermutlich die Zinssenkungserwartungen (etwas) bremsen. Unter dem Strich sollten Aktien aber von verbesserten Unternehmensgewinnerwartungen profitieren.

Markteinschätzung der LBBW – Landesbank Baden-Württemberg

Chinas Konjunktur tut sich schon länger schwer. In der Spitze trug der dortige Immobiliensektor bis zu einem Drittel zur Wirtschaftsleistung bei. Die entstandene und bis dato völlig ungelöste Immobilienkrise bremst somit das chinesische Wachstum und lastet zudem stark auf der Konsumbereitschaft der Menschen im Reich der Mitte. Europa, vor allem aber Deutschland – und hierbei insbesondere der Automobilssektor sowie der von ihm teilweise abhängige Maschinenbau – tut sich ebenfalls schon seit längerem schwer. Zu allem Überfluss mehren sich die Zeichen, dass sich die bis zuletzt noch robuste US-Konjunktur nun ebenfalls abschwächt. Dies rief diesseits wie jenseits des Atlantiks die Notenbanken auf den Plan. Während die EZB ihre Leitzinsen schon zweimal um jeweils 25 Basispunkte senkte, startete die Fed die Leitzinsende in der vergangenen Woche mit einem großen 50-Punkte-Schritt. Für die EZB erwarten wir bis Jahresende zunächst noch einen, für die Fed sogar zwei weitere Senkungsschritte um jeweils 25 Bp. Die EZB könnte jedoch in gewisse Argumentationsnot geraten, weil die Inflation im Euroraum Richtung Jahresende aufgrund von Basiseffekten wieder anziehen dürfte. Die Fed hat hingegen das Problem, dass ihr ein allzu starker Aktivismus im Umfeld der US-Präsidentenwahlen wohl als politische Einflussnahme ausgelegt werden würde.

Getrieben vom zwar sinkenden, in absoluter Betrachtung jedoch noch überdurchschnittlichen Gewinnwachstum der Unternehmen aus dem Tech-Sektor, prognostizieren die Analysten für den S&P 500 ein für 2024 um rund 10% höheres Gewinnniveau als im Vorjahr. Schließlich machen die Tech-Sektoren IT und Communication Services inzwischen rund ein Drittel des Indexgewinns des S&P

500 aus. Bei Europas Unternehmen sieht es hingegen mau aus. Ihr Gewinnniveau dürfte im Vergleich zu 2023 lediglich stagnieren. Dabei ruderten die Analysten insbesondere bei den DAX-Unternehmen seit Jahresbeginn immer weiter zurück und revidierten ihre Gewinnschätzungen mehrheitlich nach unten. Die Kehrseite der weit höheren US-Gewinndynamik ist jedoch die stark angespannte Bewertung des dortigen Aktienmarktes, welche sich auf Basis sämtlicher gängiger Bewertungsansätze zeigt. Sie weist bereits gewisse Züge eines irrationalen Überschwangs auf und erinnert somit durchaus an die Zeit um die Jahrtausendwende. Historisch lässt sich jedoch nicht belegen, dass eine derart hohe Bewertung kurzfristig zwingend negativ für den entsprechenden Markt ist. Auf längere Sicht gilt dies hingegen schon.

Zunächst bleibt jedoch ohnehin abzuwarten, wer die US-Präsidentenwahlen gewinnt und wie sich die Machtverhältnisse im Kongress darstellen. Schließlich befinden sich Harris und Trump in Wirtschaftsfragen auf Konfrontationskurs. Kommt es zu „Protektionismus light“ oder zu einem Zollkrieg, wird die US-Körperschaftsteuer wieder erhöht oder nochmals gesenkt, steht die Energiewende oder „drill, baby, drill“ im Vordergrund, soll das Haushaltsdefizit wieder gesenkt oder sogar noch erheblich erhöht werden, mit Konsequenzen für Inflation, Zinsen und Geldpolitik. Daher dürften sich die Rahmenbedingungen für die Aktienmärkte 2025 und darüber hinaus – und damit auch die hiermit verbundenen Chancen und Risiken – erst mit dem Ausgang der US-Wahl herauskristallisieren.

Markteinschätzung der DekaBank

Nach dem kurzzeitigen Einbruch der Aktienkurse Anfang August folgte eine rasante Aufholbewegung. Die Kurserholung führte einige Aktienindizes sogar auf neue Rekordstände und mit dem entschlossenen Start der US-Notenbank in ihren Senkungszyklus erhielten die Märkten einen weiteren positiven Kursimpuls.

Dieser sollte aber nicht überbewertet werden, denn es ist klar vorgezeichnet, dass die Notenbanken in den kommenden 12 bis 18 Monaten ihre Restriktionen schrittweise lockern. Entsprechend ist dies in den Märkten bereits reflektiert, darüberhinausgehende geldpolitische Impulse wären für den Aktienmarkt sogar kontraproduktiv. Somit ist die Geldpolitik zwar ein wichtiger Unterstützungsfaktor für die Aktienmärkte, aber nicht der Entscheidende. Vielmehr kommt es auf die fundamentalen Rahmenbedingungen an, innerhalb derer die Geldpolitik agiert. Diese sind in der Summe intakt und der Hauptgrund dafür, dass die ersten Lockerungsschritte so positiv aufgenommen wurden.

Die Inflation hat sich in den Gesamtraten deutlich nach unten bewegt, in den Kernraten ist dieser Prozess dagegen hartnäckig, in Richtung und Tempo für die Notenbanken aber ausreichend, um die Lockerungen fortzusetzen. Das Wachstum der Weltwirtschaft liegt stabil im Bereich von 3%, bei großen, aber bekannten regionalen Unterschieden. Insbesondere die USA überzeugen weiter positiv, während die Schwäche im verarbeitenden Gewerbe äußerst ausgeprägt ist und vor allem die deutsche Volkswirtschaft stark belastet. Die Stimmungsindikatoren deuten auf keine zeitnahe Trendwende der aktuellen Situation hin.

Somit ist die Konjunktur derzeit ein stabilisierender Faktor, ohne dass kurzfristig positive Impulse zu erwarten wären. Gleiches gilt auch für die Unternehmensgewinne.

Die US-Aktienmärkte werden durch die nachlassende Gewinndynamik der großen Technologie- und Plattformunternehmen belastet, die aber durch die solide Gewinnentwicklung der restlichen Unternehmen gut aufgefangen werden kann. Wir rechnen damit, dass im laufenden Quartal nur noch die Hälfte und im vierten Quartal nur

noch rund ein Viertel des Gewinnanstiegs im S&P 500 Index auf die großen sieben Technologie- und Plattformunternehmen entfällt. Die restlichen Unternehmen können dagegen in der Breite ihre Unternehmensgewinne steigern. Fundamental ist dies eine sehr zu begrüßende Entwicklung. Angesichts der hohen Bewertungen in den USA geht eine solche Rotation aber mit Kursrisiken für den Gesamtmarkt einher und erklärt unsere bis zum Jahresende zurückhaltende Kurserwartung für US-Aktien.

In Europa und Deutschland ist die Dynamik der Unternehmensgewinne niedrig, allerdings trifft das auch auf die Erwartungshaltung der Analysten zu, entsprechend ist das Enttäuschungspotenzial begrenzt. In Kombination mit einer nur durchschnittlich hohen Bewertung dürften bereits leicht besser als erwartet ausfallende Unternehmensergebnisse die Kurse in der Tendenz unterstützen.

Unverändert vorteilhaft beurteilen wir das Chance-Risiko-Verhältnis für die niedrig und mittelhoch kapitalisierten Unternehmen in Europa. Die hohen Bewertungsabschläge bei insgesamt stabilen bis leicht aufwärtsgerichteten Unternehmensgewinnen sorgen zum einen für einen Risikopuffer in volatileren Marktphasen, zum anderen legen sie die Basis für eine mittelfristige Wertaufholung.

Im weiteren Jahresverlauf dürften zunächst noch die bekannten geopolitischen Risikofaktoren, sowie die US-Wahlen die Stimmung belasten. Für Verunsicherung sorgt darüber hinaus die Rotationsbewegung innerhalb der Aktiensegmente in den USA sowie die gegenläufige Geldpolitik in Japan gegenüber den restlichen Industrieländern.

Die in den kommenden Monaten weniger restriktive Geldpolitik, das stabile konjunkturelle Umfeld und die positiven Zuwachsraten in den Unternehmensgewinnen sprechen aber dafür, dass die Aktienmärkte ihre gute Wertentwicklung seit Jahresanfang erfolgreich werden verteidigen können.

Markteinschätzung der NORD/LB – Norddeutsche Landesbank Girozentrale

In den ersten acht Monaten 2024 hat der DAX um beachtliche knapp 13% zugelegt. Er hat in dieser Zeit mehrere Rekorde geknackt, obwohl es in der deutschen Wirtschaft alles andere als rosig aussieht. Hierfür gibt es mehrere Gründe:

Die 40 größten deutschen Unternehmen sind international gut diversifiziert. Im Durchschnitt kommen knapp 80% der Erlöse aus dem Ausland und auch in der Produktion werden Vorteile in anderen Ländern genutzt (z.B. günstigere Arbeits- oder Energiekosten). Insofern spielt nicht nur die Entwicklung der deutschen Konjunktur, sondern insbesondere diejenige der entsprechenden ausländischen Volkswirtschaften, eine Rolle. Lt. Statistischem Bundesamt dürfte das weltweite BIP in 2024 immerhin um rund 3,2% zulegen (2025: +3,3%). MDAX und SDAX, deren Unternehmen einen geringeren Auslandsumsatzanteil haben, sind dagegen weit von ihren Rekordständen entfernt.

Darüber hinaus beflügelt die Zinswende die Aktienmärkte. Risikoarme Alternativen, wie Staatsanleihen, werden bei niedrigeren Renditen unattraktiver. Niedrigere Zinsen senden positive Konjunkturimpulse und nicht zuletzt sind zukünftige Gewinne der Unternehmen abgezinst heute mehr wert.

Auch übergeordnete Themen, wie der aktuelle Hype um Künstliche Intelligenz, unterstützen die Märkte weltweit. Hier profitieren nicht nur die direkt involvierten Anbieter, sondern mit Blick auf die möglichen Produktivitätssteigerungen auch der Gesamtmarkt.

Der amerikanische S&P500 entwickelte sich von Januar bis August mit +18,4% noch etwas besser und das, trotz der erst vergangene Woche eingeleiteten Zinswende in den USA. Für die Verzögerung der ursprünglichen schon im Frühjahr erwarteten Zinssenkung durch die Fed war nämlich die amerikanische Ökonomie verantwortlich, die sich als unerwartet robust erwies und immer wieder für gute Wirtschaftsdaten sorgte.

Die o.g. Faktoren dürften auch kurz bis mittelfristig für eine positive Grundstimmung an den Aktienmärkten sorgen. Unveränderte Risiken wie die vielfältigen geopolitischen Spannungsfelder, Probleme im Immobiliensektor in den USA, die Schuldenlast der Vereinigten Staaten und Unsicherheiten rund um die anstehende US-Wahl werden die Bäume aber nicht in den Himmel wachsen lassen und können auch für größere Schwankungen sorgen. Dies kann zwischenzeitlich auch zu spürbaren Rücksetzern führen.

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: Dr. Thomas Klodt
Stand: 20. September 2024