

VÖLLIG LOSGELÖST: DROHT DEM DAX EINE HARTE LANDUNG?

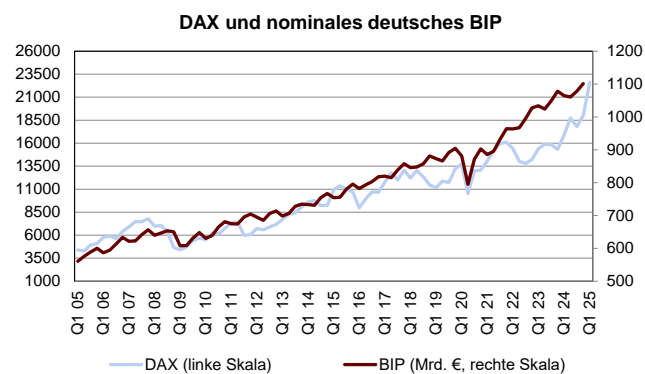
Der DAX scheint sich von der realen wirtschaftlichen Entwicklung in Deutschland abgekoppelt zu haben. Während der Aktienindex von Rekord zu Rekord eilt, stagniert die deutsche Wirtschaft seit Jahren. Des Rätsels Lösung ist zum einen der geringe Umsatzanteil Deutschlands an den Umsätzen der DAX-Konzerne. Zum anderen war das nominale Wirtschaftswachstum, das vor allem für große Unternehmen wichtiger ist als das reale, in den vergangenen drei Jahren durchaus kräftig. Vor diesem Hintergrund erscheint der Anstieg des DAX keineswegs übertrieben. Die bevorstehende Bundestagswahl und die Hoffnung auf einen Waffenstillstand in der Ukraine könnten den DAX sogar noch weiter beflügeln.

Das Wirtschaftswachstum in Deutschland stagniert, aber der DAX erreicht ein Allzeithoch nach dem anderen. Im Jahr 2023 stieg der DAX um 20 Prozent, im Jahr 2024 um 19 Prozent und seit Jahresbeginn um mehr als 13 Prozent. **Auf den ersten Blick überrascht die Abkopplung des DAX vom deutschen BIP-Wachstum.** Das Wachstum der Gesamtwirtschaft korreliert grundsätzlich eng und positiv mit der Umsatz- und Gewinnentwicklung von Unternehmen. Dies gilt auch für die DAX-Unternehmen, allerdings erzielen diese ihre Umsätze überwiegend außerhalb Deutschlands. Nur 19 Prozent der DAX-Umsätze finden in Deutschland statt, weitere 21 Prozent im europäischen Ausland. 60 Prozent des Umsatzes werden außerhalb Europas getätigt. Damit ist der DAX weitgehend immun gegen die Wachstumsverlangsamung in Deutschland, was vor allem an den deutschen „Magnificent 7“ (Allianz, Deutsche Telekom, Merck, Münchener Rück, Rheinmetall, SAP und Siemens Energy) und ihrer starken internationalen Ausrichtung liegt. Im Gegensatz zur deutschen Automobilindustrie stehen diese sieben Unternehmen auch nicht im Fokus der US-amerikanischen Zollpolitik.

Es gibt aber noch ein weiteres Argument, das seltener genannt wird. **Der Widerspruch zwischen DAX-Performance und deutschem Wirtschaftswachstum löst sich nämlich auf, wenn man nicht das reale, sondern das nominale BIP betrachtet.** Während das reale Wachstum in Deutschland seit drei Jahren stagniert, ist das nominale BIP aufgrund der hohen Inflation kräftig gewachsen. Für die Umsätze und Gewinne der großen Unternehmen ist aber vor allem das nominale Wachstum relevant. Die Grafik zeigt, dass es einen Gleichlauf zwischen dem DAX und dem nominalen BIP-Wachstum in Deutschland gibt.

Während Großunternehmen die gestiegenen Kosten einer Inflation relativ leicht auf die Verkaufspreise überwälzen können, ist dies für mittlere und kleinere Unternehmen

deutlich schwieriger. Hinzu kommt, dass im Gegensatz zum DAX der Umsatzanteil in Deutschland im MDAX bei 33 Prozent und im SDAX sogar bei 45 Prozent liegt. **Die größeren deutschen Unternehmen sind also einerseits weniger von der Binnenkonjunktur abhängig und können andererseits Kostensteigerungen besser an die Verbraucher weitergeben.**



Die Grafik zeigt, dass die DAX-Performance nach Beginn des Krieges in der Ukraine vor knapp drei Jahren zunächst negativ war, während das nominale BIP in Deutschland stieg. Diese Entkopplung dürfte vor allem darauf zurückzuführen sein, dass ausländische Investoren nach Ausbruch des Krieges sehr viel Geld aus dem deutschen Aktienmarkt abgezogen haben. Seit dem 24. Februar 2022, als Russland in die Ukraine einmarschierte, waren die **Zuflüsse in Aktienfonds** in Europa im Allgemeinen und in Deutschland im Besonderen durchweg negativ. Das Ende der Ampel-Koalition vor drei Monaten dürfte die Besorgnis ausländischer Investoren über die wirtschaftliche und politische Instabilität in Deutschland noch verstärkt haben.

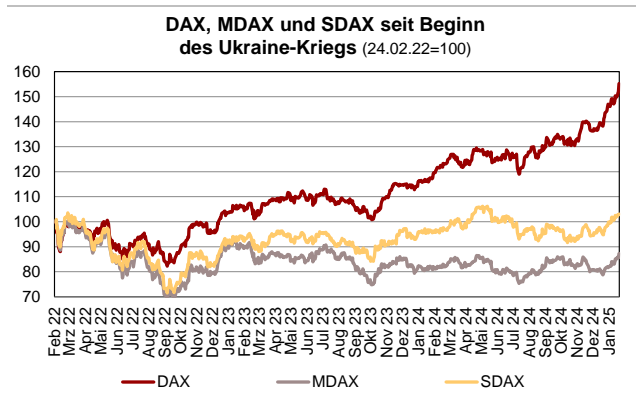
Aber auch internationalen Investoren ist die hervorragende Performance des DAX nicht verborgen geblieben. Viele dürften derzeit über einen Wiedereinstieg in den deutschen Aktienmarkt nachdenken. Mit dem Amtsantritt von Donald Trump ist die Wahrscheinlichkeit

eines Waffenstillstands in der Ukraine deutlich gestiegen. Da Deutschland, abgesehen von den direkt beteiligten Kriegsparteien, der größte wirtschaftliche Verlierer des Krieges ist, dürfte ein **Waffenstillstand** gerade Deutschland sehr zugute kommen. Auch die **Bundestagswahl** könnte im besten Fall zu einer Aufbruchstimmung führen.

Mit besonderer Spannung blicken die Finanzmärkte auf die **Reform der deutschen Schuldenbremse**, die in der Ampelkoalition am Widerstand der FDP gescheitert ist. Eine moderate Reform der Schuldenbremse könnte sechs Milliarden Euro pro Jahr an Mehrausgaben bringen. Die Verteidigungsausgaben würden durch einen Verteidigungsfonds von 160 Mrd. Euro auf 2,5 Prozent des BIP steigen. Beides zusammen würde das deutsche BIP-Wachstum im Durchschnitt der Jahre 2026 bis 2028 um schätzungsweise 0,2 Prozentpunkte pro Jahr erhöhen. Die DAX- und MDAX-Gewinne würden so um bis zu zwei Prozent steigen.

Außerdem könnten deutsche Unternehmen von einer **Steuerreform** profitieren. Der kombinierte Körperschaftsteuersatz in Deutschland liegt aktuell bei rund 30 Prozent. Er setzt sich zusammen aus einem Körperschaftsteuersatz von 15 Prozent auf Bundesebene, einem Solidaritätszuschlag von 5,5 Prozent auf die Körperschaftsteuer und einer lokalen Gewerbesteuer, die je nach Gemeinde unterschiedlich hoch ist und im Durchschnitt 14 Prozent beträgt. Im Wahlprogramm der CDU/CSU wird eine Senkung des Körperschaftsteuersatzes um fünf Prozentpunkte vorgeschlagen. Theoretisch sollte sich eine solche

Steuersenkung im Verhältnis eins zu eins auf die Gewinne auswirken. Allerdings ist der effektive Steuersatz häufig niedriger als der gesetzliche. Tatsächlich werden nur die in Deutschland erwirtschafteten Gewinne von der Änderung betroffen sein. Die Analysten von Goldman Sachs haben errechnet, dass eine Senkung des Körperschaftsteuersatzes um fünf Prozentpunkte die Gewinne im DAX um ein Prozent und im MDAX um 1,7 Prozent erhöhen würde. Dem liegt die Annahme zugrunde, dass die Gewinne dort besteuert werden, wo sie erwirtschaftet werden.



Neben den direkten Auswirkungen zusätzlicher staatlicher Ausgaben könnten die indirekten Auswirkungen einer veränderten Schuldenrhetorik auf das europäische Wachstum sogar noch wichtiger sein. Das Signal, das von einer Steuerreform in der größten und für ihre Sparsamkeit bekannten europäischen Volkswirtschaft ausgehen würde, könnte die Stimmung noch weiter verbessern. **Der DAX könnte daher noch eine Weile auf der Überholspur bleiben.**

Ansprechpartner: Investment Office Marcard, Stein & Co, Dr. Christoph Kind (ckind@marcard.de), +49 40 32099-319, Christian Bußmann (cbussmann@marcard.de), Yannick Düring (yduering@marcard.de), Ralph Groß (rgross@marcard.de), Maximilian Völpel (mvoelpel@marcard.de)

Herausgeber

MARCARD, STEIN & CO AG – DIE FAMILY OFFICE BANK, Ballindamm 36, 20095 Hamburg, Tel. +49 40 32099-0, Fax +49 40 32099-200, www.marcard.de

© Copyright 2025

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtes ist ohne unsere Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Haftungsausschluss

Dem Inhalt dieses Werks liegen vertrauenswürdige Informationen aus öffentlich zugänglichen Quellen zugrunde. Für die Richtigkeit können wir jedoch keine Gewähr übernehmen. Die hierin enthaltenen Aussagen können jederzeit ohne Vorankündigung geändert werden. Dieses Werk stellt weder ein Verkaufsangebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf von Wertpapieren dar und ersetzt keine anleger- und produktbezogene Beratung über den Erwerb von Wertpapieren. Voraussetzung für eine kunden- und produktgerechte Beratung ist, dass Sie uns auf unsere Fragen bezogen auf Ihre Anlageziele und finanziellen Verhältnisse aktuelle, richtige und vollständige Angaben machen. Nur so sind wir in der Lage, Ihnen Empfehlungen entsprechend Ihren Anlagezielen und finanziellen Möglichkeiten zu geben. Im Rahmen der Geeignetheitsprüfung gleichen wir unsere Empfehlungen mit Ihren Anlagezielen und finanziellen Möglichkeiten ab. Insbesondere die Risikobereitschaft, Verlusttragfähigkeit und der bevorzugte Anlagehorizont bilden essentielle Bausteine für eine erfolgreiche und individuell zugeschnittene Anlageberatung.

Die Ausführungen gehen von unserer Beurteilung der gegenwärtigen Rechts- und Steuerlage aus. Durch etwaige andere Gesetze, Gesetzesänderungen, Veränderung der Rechtsprechung oder Erlasse kann sich die steuerliche Beurteilung – ggfs. auch rückwirkend – verändern und können die beschriebenen steuerlichen Folgen nachteilig beeinflusst werden. Die in diesem Werk enthaltenen Meinungsäußerungen geben unsere aktuelle Einschätzung wieder. Die in dieser Einschätzung zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Die steuerlichen Ausführungen erheben nicht den Anspruch, sämtliche steuerliche Aspekte zu behandeln, die aufgrund der persönlichen Umstände des einzelnen Anlegers von Bedeutung sein können. Interessierten Anlegern wird daher empfohlen, sich von einem Angehörigen der steuerberatenden Berufe über die steuerlichen Folgen des Erwerbs, des Haltens und der Veräußerung von Wertpapieren beraten zu lassen. Für die Richtigkeit der hier genannten Informationen übernehmen wir keine Gewähr.