

## Is Duitse beurs uw wanderlust waard?

Terwijl de Duitse economie in de lappenmand ligt, zet de beurs van onze oosterburen haar eigen wirtschaftswunder neer. Een ontketende DAX-index trekt op een recordstand naar de verkiezingen van morgen. 'Het vet is nog niet van de soep, zeker als u verder durft te kijken dan de eredivisie.'

### ELLEN VERMORGEN

Morgen trekken 60 miljoen Duitsers naar de stembus. De beleggers kijken met argusogen mee. De Duitse verkiezingen zijn normaal een kwestie van *ganz ruhige*, consensusgedreven politiek. Deze keer vindt de verwrongene stembuslag plaats onder hoogspanning wegens drie grote ontwikkelingen.

Voor het eerst sinds de val van de nazi's in 1945 kan met het AfD een radical-rechtse partij deel uitmaken van de Duitse regering. Ten tweede kan de typisch Duitse *Schuldenbremse* op de schop gaan. Die na de wereldwijde financiële crisis ingevoerde schuldenrem beperkt het structureel verhoging van het begrotingstekort. Ten derde worden stevige handelsconflicten, waarbij Duitsland als voornaamste exportland van Europa veel te verliezen heeft.

Voor beleggers ligt veel in de schaal, zeker in het licht van de recordstand van de Duitse aandelenmarkt. Ondanks tegenwind voor de Duitse economie zet de beurs bij onze oosterburen een wirtschaftswunder neer dat niemand had voorspeld. Binnen de ontwikkelde markten is Duitsland de afgelopen tijd een zeer sterke uitblinker.

Hoewel zowat alle strategen aan de start van het jaar Amerikaanse aandelen de voorkeur gaven, waren in Europa, en dan vooral in Duitsland, de mooisere rendementen te rapen. De DAX 40-beursindex brak voor het eerst in de geschiedenis door de 20.000 puntengrens en heeft dit jaar al 18 keer een nieuw record bereikt. Sinds Nieuwjaar is de Duitse korf met 12 procent gestegen, ruim drie keer zoveel als de Amerikaanse S&P500-index, waarin de belangrijkste 500 Amerikaanse bedrijven zitten.

Die krachttoer valt verkeerd aan. De Duitse economie is al twee opeenvolgende jaren gekrompen. Voor 2025 wordt een verdere krimp van 0,5 procent verwacht,

wat zou leiden tot de langste neergang in de naoorlogse geschiedenis van het land.

Het idee dat deze verkiezingen een positieve gamechanger kunnen worden voor de Duitse economie, wint aan kracht, zegt Frank Vranken, strateg bij de vermogensbank Edmond de Rothschild. Die overtuiging kreeg maandag steun van een sterke ZEW-index, die het beleggersvertrouwen peilt. Beleggers lijken grote hoop te hebben op ingrijpende structurele veranderingen. Maar veel zal afhangen van het soort coalitie dat wordt gevormd.

**De koersen van Duitse small- en midcaps zijn in een jaar ruwweg met 15 procent gedaald, terwijl hun winsten in doorsnee met 10 procent zijn gestegen. Dat is niet fair.**

Pieter Tolck  
Fondsbeheerder Selectum

De opleving van de Duitse beurs moet met enige voorzichtigheid worden geïnterpreteerd. Ze is te danken aan een klein krasje Duitse ster-aandelen die voornamelijk georiënteerd zijn op de Verenigde Staten, zegt Pieter Tolck, fondsbeheerder bij de Antwerpse vermogensbeheerder Selectum die in Duitsland woont. Tolck noemt onder meer SAP en Siemens als grote uitgangspunten van de Duitse rally, aandelen die de jongste maanden erg sterk presteerden. Ook Deutsche Telekom, met 160 miljard beurswaarde het derde grootste bedrijf in de DAX, behaalt 60 procent van zijn winst in Noord-Amerika. De telecom-



WELKE MITTELSTANDSAANDELEN VINDEN ANALISTEN HET MEEST KOOPWAARDIG?

Consensus* (1-5)	Bedrijfsactiviteit	Marktkapitalisatie (in miljard €)	Koersverloop in 2025 (%)
4,89	Gerresheimer	2,96	+14,79 ▲
4,88	Nordex	2,78	+2,14 ▲
4,88	Bilfinger	2,17	+22,05 ▲
4,60	Jenoptik	1,31	-0,28 ▼
4,59	Jungheinrich	2,97	+11,72 ▲
4,55	Fuchs	5,73	+17,30 ▲
4,54	Stroer	3,27	+25,29 ▲
4,46	TAG Immobilien	2,39	-7,20 ▼
4,44	United Internet	3,19	+3,05 ▲
4,43	Auto1 Group	4,24	+23,81 ▲
4,39	Wacker Chemie	3,82	+4,77 ▲
4,36	Krones	4,41	+18,24 ▲
4,33	Siltronic	1,50	+4,18 ▲
4,30	Kion Group	5,30	+26,40 ▲
4,27	CTS Eventim	10,40	+29,14 ▲
4,25	LEG Immobilien	5,92	-8,45 ▼
4,25	Hyppoport	1,45	+25,93 ▲
4,25	Freenet	3,70	+9,81 ▲
4,14	TUI	3,51	-18,10 ▼
4,14	Traton	17,98	+28,93 ▲
4,11	Scout24	7,39	+13,30 ▲
4,07	Redcare Pharmacy	2,48	-10,76 ▼
4,05	GEA Group	9,79	+14,67 ▲
3,96	Fraport	5,37	-1,52 ▼
3,95	Delivry Hero	8,76	+16,93 ▲
3,95	Bechtle	4,39	+10,85 ▲
3,93	Puma	4,52	-32,90 ▼
3,89	Aixtron	1,66	-6,19 ▼
3,84	Evonik Industries	9,17	+17,85 ▲
3,80	Carl Zeiss Meditec	5,11	+22,13 ▲
3,78	Teanviewier	2,25	+35,46 ▲
3,67	Knorr-Bremse	13,35	+16,42 ▲
3,67	Hugo Boss	3,26	+2,99 ▲
3,67	RTL Group	5,12	+20,25 ▲
3,67	Hellofresh	2,36	+14,99 ▲
3,57	Aurubis	3,96	+16,24 ▲
3,57	Lanxess	2,58	+29,06 ▲
3,55	Hensoldt	5,68	+37,50 ▲
3,55	ThyssenKrupp	3,80	+60,22 ▲
3,55	Hochtief	12,23	+20,00 ▲
3,50	Deutsche Wohnen	9,67	+2,77 ▲
3,50	Evotec	1,58	+9,60 ▲
3,20	Nemetschek	14,62	+33,00 ▲
3,19	Deutsche Lufthansa	7,97	+9,84 ▲
3,17	Schott Pharma	3,61	-4,47 ▼
3,16	Arroundtown	4,07	-10,48 ▼
3,10	Talanx	22,79	+8,10 ▲
2,85	K+S	2,36	+25,62 ▲
2,71	Rational	10,11	+6,31 ▲

\* 1-5 = afdalen naar koopwaardig

operator won in de voorbije twaalf maanden 54 procent in waarde.

Daarnaast is de zwakte van Frankrijk Duitslands winst. 'In Frankrijk is de politieke instabiliteit groter dan in Duitsland, waardoor beleggers grote Franse aandelen massaal hebben ingeruild voor Duitse largecaps (aandelen van grote bedrijven, red.)', zegt Tolck.

**Het idee dat deze verkiezingen een positieve gamechanger kunnen worden voor de Duitse economie, wint aan kracht.**

Frank Vranken  
Strateg Edmond de Rothschild

Bovendien is de Duitse DAX een 'total return'-index, wat betekent dat de dividenden automatisch worden herbelegd. Dit in tegenstelling tot veel andere indices, zoals de Bezo, die alleen prijsveranderingen weergeven. Die herbelegging van dividenden draagt bij aan de groei van de index.

### Uit de gratie

Duitsland was ook aan een inhaalslag toe. Op basis van de koers-boekwaardeverhoudingen zijn Duitse aandelen nog steeds uit de gratie. Ze zijn aanzienlijk goedkoper dan aandelen in de rest van Europa en worden verhandeld tegen ongeveer een derde van de Amerikaanse waarderingen. Maar in sommige hoeken is de Duitse beurs veel minder goedkoop dan je zou denken. Duitse technologieaandelen zijn, relatief ten opzichte van hun winst, duurder dan hun Amerikaanse tegenhangers.

# Beleggen & Sparen

## De dag

in twee minuten



### Kingspan oogst applaus met cijferset

Kingspan, de Ierse reus in isolatiemateriaal, krikte de bovenste en onderste lijn van de resultatenrekening met 6 procent op. 'We zijn tevreden met deze recordcijfers', zegt CEO Gene Murtagh.

### Franse economie krimpt fors

De economische activiteit in Frankrijk daalt in februari veel meer dan verwacht, blijkt uit een peiling bij bedrijven. De PMI-indicator zakt met 3,1 punten naar 48,5 punten, het laagste peil in bijna anderhalf jaar. Een score onder 50 punten wijst op een krimp van de activiteit in de privésector. De daling van de activiteit is vooral te wijten aan de dienstensector. De Duitse economie daarentegen groeit voor de tweede maand op rij en de groei is wat hoger dan voorzien. De expansie in de eurozone als geheel blijft vooralsnog erg bescheiden.

De Japanse centrale bank zal reageren als de langtermijnrente fors stijgt.

**KAZUO UEDA**  
GOUVERNEUR JAPANESE CENTRALE BANK  
De Japanse tienjarsrente piekte vrijdagochtend op 1,47 procent, het hoogste peil sinds 2009. Na de uitspraak van Ueda viel ze wat terug.

### Amerikanen verwachten nog jaren hoge inflatie

De Amerikaanse consumenten verwachten voor de komende vijf tot tien jaar gemiddeld 3,5 procent inflatie, tegenover 3,2 procent in januari. De inflatieverwachtingen op lange termijn bereken daarmee het hoogste peil sinds 1995. Dat is te wijten aan de verhoging van de invoerheffingen door de regering-Trump. Voor het komende jaar verwachten de Amerikanen 4,3 procent inflatie. De centrale bank streeft naar 2 procent. Voorts blijkt dat de groei van de Amerikaanse economie in februari fors vertraagt door een krimp van de dienstensector.



### Zorgverzekeraar in nauwe schoentjes

UnitedHealth woog op de Dow Jones. Het ministerie van Justitie onderzoekt de factureringspraktijken van de zorgverzekeraar. Volgens media. Vorig jaar werd een topman doodgeschoten.

# Ba1

### Moody's degradeert Nissan tot 'rommel'

Het ratingbureau Moody's heeft de kredietrating van Nissan verlaagd naar Ba1. Daardoor heeft de autofabrikant nu een rommelrating. Moody's verwijst naar de dalende winstgevendheid.

# Is de Duitse beurs uw wanderlust waard?

Vervolg van pagina 39

Voor de software-reus SAP betaal je liefst 105 keer de huidige winst. Voor Nemetschek, een ontwikkelaar van software voor architecten, tel je 64 keer de winst neer. Voor een verdere inkomswinst in Duitsland moeten vooral de industriële sectoren beter presteren, maar die lijden het meest onder de handelsconflicten. Een algemene Amerikaanse invoering van 10 procent importtarieven op Europese goederen zou de Duitse economie niet verwoesten. Maar door de al sombere groei- en omzetverwachtingen zou elke extra druk hard aankomen. Tolk vindt de doemberichten overdreven. 'Onder de motorkap presteert het gros van de Duitse industriebedrijven erg goed. Hun winsten groeien', zegt de fondsbeheerder. Hij ziet in de sterke klim van Commerzbank (+30% sinds januari) een goede meestek. 'Die bank is alleen in Duitsland actief en doet het uitstekend op de beurs. Dat wil zeggen dat de markt geen gevaar ziet voor zware afboekingen door bedrijven die hun leningen niet meer kunnen betalen.'

Met de verkiezingen van zondag troost de beurs een nieuwe test. De afgelopen vier jaar hebben de regeringspartijen de sociaaldemocratische SPD, de groenen en de liberale FDP - in de peilingen enorme verliezen geleden. Ondertussen is de steun voor de christendemocratische CDU gestegen en is het AfD in populariteit verdubbeld. Volgens peilingen van Citigroup Research is het AfD de tweede grootste partij in Duitsland.

De gewestige politieke orde beschouwt het AfD nog steeds als een para, vooral vanwege de historische geligheden in Duitsland. Hoewel het denkbaar is dat de partij genoeg stemmen behaalt om een coalitiepartner te worden, lijkt de kans daarop klein. Volgens de gokmarkt Polymarket is de kans dat het AfD in de regering belandt slechts 4 procent. Als de partij er toch in slaagt, zou dat een enorme politieke schok veroorzaken, een scenario dat op dit moment niet is ingeprijsd.

De beleggers hopen op een scenario waarin CDU-boegbeeld Friedrich Merz een grote tweepartijencoalitie kan vormen, en dat de CDU en de SPD samenwerken om het AfD buiten de regering te houden.

Toch klieven er risico's aan deze coalitie. In het verleden functioneerde zo'n brede regerings samenwerking redelijk goed, maar dat was in een tijd waarin de extreme flanken van het politieke spectrum minder invloedrijk waren en de twee grote partijen een dominantere positie hadden. Vandaag is zo'n coalitie minder samenhangend en kan ze moeite hebben om een effectief beleid te voeren.

Beleggers kijken vooral naar de mogelijke versoepeling van de grondwettelijke schuldenrem uit 2009, die het begrotingstekort binnen de perken houdt en die

## 'BEURSVRIENDELIJKE' HERVORMINGEN IN DE PIJLIJN?

### Prioriteiten in coalitiesprekken

<b>1 Verminderen van bureaucratie</b>	Belangrijk voor alle partijen, vooral de CDU en de FDP. Elektriciteits- en gasprijzen zijn te hoog voor de energie-intensieve Duitse economie.
<b>2 Verlagen van energiekosten</b>	De CDU en de FDP willen de vennootschapsbelasting verlagen om investeringen te stimuleren.
<b>3 Belastingverlagingen</b>	Alle grote partijen zijn het eens over de noodzaak van legale migratie van gekwalificeerde werknemers.
<b>4 Aanpakken van arbeidstekorten</b>	De schuldenrem beperkt het structurele begrotingstekort tot 0,35 procent van het bbp, behalve in uitzonderlijke situaties.
<b>5 Versoepelen van de schuldenrem</b>	

**De hoop op een significante versoepeling van de schuldenrem lijkt ons onterecht.**

**Lowie Debou**  
Specialist overheidsobligaties DPAM

### Hoe beleggen in de Duitse beurs?

Naast individuele Duitse aandelen bieden ook ETF's een mogelijkheid om blootstelling te kopen aan de Duitse beurs.

#### iShares Core DAX UCITS ETF (DE)

- > ISIN: DE0005933931
- > Beheerd vermogen: 7,564 miljoen euro
- > Totale kostenratio (TER): 0,16 procent
- > Distributiebeleid: herbeleggend

#### Xtrackers DAX UCITS ETF 1C

- > ISIN: LU0274211480
- > Beheerd vermogen: 5,798 miljoen euro
- > Totale kostenratio (TER): 0,09 procent
- > Distributiebeleid: herbeleggend

#### iShares MDAX UCITS ETF (DE)

- > ISIN: DE0005933923
- > Beheerd vermogen: 1,063 miljoen euro
- > Totale kostenratio (TER): 0,51 procent
- > Distributiebeleid: herbeleggend

#### Amundi SDAX UCITS ETF Dist

- > ISIN: LU2611732475
- > Beheerd vermogen: 114 miljoen euro
- > Totale kostenratio (TER): 0,70 procent
- > Distributiebeleid: uitkerend

Duitsland op een ander pad heeft gezet dan andere grote economieën. Met de twee grootste partijen die steeds meer bereid lijken extra uitgaven toe te staan, vooral voor defensie, wordt dat gezien als een signaal om aandelen te kopen. Dat vooruitzicht heeft bijgedragen aan de sterke prestatie van de Duitse beurs ten opzichte van de rest van Europa in de afgelopen maanden.

'Maar die hoop lijkt ons onterecht', zegt Lowie Debou, een specialist in overheidsobligaties bij de vermogensbeheerder DPAM. 'Een versoepeling van de schuldenrem is niet zo evident. Ze vereist een tweederde meerderheid. Volgens de peilingen zullen partijen die tegen extra uitgaven zijn waarschijnlijk een blokkerende minderheid van een derde behalen.' 'Duitsland staat voor de uitdaging zich aan te passen aan een veranderende wereld. Hoewel er nog tijd is om in te grijpen, groeit de druk vanuit het bedrijfsleven en de samenleving', zegt Debou. 'Historisch gezien gebeuren grote veranderingen vaak pas na een 'miskynmoment', een crisis met grote economische en sociale kosten. Gelukkig is Duitsland daar nog niet, maar de tijd om te handelen wordt steeds korter.'

### Correctiegevaar

Technisch lijkt de DAX-rally op zijn limiet te botsen. Meerdere indicatoren wijzen erop dat de index 'overgekocht' is en dat het gevaar van een correctie om de hoek loert. Uitwijken naar de subdies is een oplossing zijn.

De MDAX en de SDAX, de indexes waarin middelgrote en kleine Duitse aandelen presteren historisch beter dan de sterrenkorf. De voorbije maanden hebben ze veel minder aan de Germanomania deelgenomen. 'Hun koersen zijn ruwweg met 15 procent gedaald in een jaar tijd, terwijl hun winsten met 10 procent zijn gestegen. Dat is unair', zegt Folk. 'Buitenlandse investeerders doen te weinig hun huiswerk op deze indexen', verklaart de fondsmanager. 'Ze denken dat middelgrote aandelen meer blootgesteld zijn aan de interne markt, maar het tegendeel is waar. De bedrijven in de MDAX zijn nog meer blootgesteld aan de VS dan de DAX-bedrijven. Vele van hen produceren bovendien in de VS en omzelen zo eventuele handels-sancities.'

Er hopen ook tal van bedrijven die kunnen profiteren van extra begrotingsstimulus. Duitsland kampt al jaren met achterstallig onderhoud aan wegen, bruggen en spoorwegen. De CDU heeft aangegeven miljarden te willen investeren in bouw- en infrastructuurprojecten. Het beurshuis Berenberg schuift het op de Weense beurs genoteerde Porr, een specialist in civiele techniek en bruggeninnovaties, naar voren als grote begunstigde.

De CDU wil het eigenwoningbezit stimuleren door subsidies en belastingvoordelen in te voeren, wat kan leiden tot een stijging van de woningverkoop en de hypotheekaanvragen. Twee bedrijven die daar direct van profiteren zijn Hypoport en Scout24.

Hypoport, een specialist in hypotheekbemiddeling, heeft de afgelopen jaren te maken gehad met een daling van de woonkredieten, maar met een nieuw stimuleringsbeleid kan de markt zich snel herstellen. Ten terugkeer naar de historische niveaus van de nieuwbouwenningen kan de transactievolume van Hypoport makkelijk

**De tweede rotatie, van groot naar klein, moet nog gebeuren. Als die er komt, zijn kleinere Duitse aandelen een fantastisch jachtgebied.**

**Pieter Tolk**  
Fondsbeheerder Selectum

met 20 à 25 procent per kwartaal verhogen', zegt Berenberg-analysist Gerhard Orgonas. Scout24, dat het 'Duitse Immo-web' Immobilienscout24 beheert, profiteert direct van een stijgende vraag naar woonwoningen.

Op het gebied van energie-infrastructuur mikt CDU op waterstoftechnologie en modernisering van elektriciteitsnetwerken. Dit biedt kansen voor Friedrich Werker. Volgens Berenberg heeft de specialist in energie-infrastructuur uit het landelijke Tostedt in Nedersaksen al ongeveer 20 procent van zijn orderboek gerelateerd aan de ontwikkeling van een waterstof-transportsysteem.

Op het gebied van IT en digitalisering heeft Duitsland nog een lange weg te gaan. De CDU wil zwaar investeren in AI en cloudcomputing om het land concurrëntieler te maken. Inos, de grootste Duitse cloud- en hostingprovider, kan profiteren van nieuwe overheidscontracten. Northern Data, een specialist in AI-datacenters, van de verwachte investeringen in rekenkracht en data-infrastructuur. Bechtel, de grootste IT-dienstverlener in Duitsland, staat klaar om te groeien dankzij de versnelde digitale transitie van bedrijven en overheden.

Ten slotte blijft Duitsland een bakken van defensiebedrijven die momenteel goed scoren op de beurs. De CDU wil de defensiebudgetten fors opvoeren met een focus op ruimtevaart en defensie-infrastructuur. Een mogelijke winnaar is Alzchem, dat chemische componenten levert voor de productie van explosieven. Daarnaast kunnen ook bedrijven als Hensoldt, een specialist in radarsystemen, en Rheinmetall, een producent van militaire voertuigen, profiteren van hogere overheidsuitgaven aan defensie.

Zonne-energie krijgt in de beleidsvoorstellen van de CDU extra ondersteuning door subsidies en belastingvoordelen voor huishoudens en bedrijven. 'Met de geplande uitbreiding van zonne-energie kan de producent van netgekoppelde omvormers SMA Solar een significante omzetgroei verwachten', denkt het beurshuis Berenberg. Ook Encavis, een exploitant van zonne- en windparken, wordt als begunstigde van overheidscontracten genoemd.

Het kan ook lonen om naar overnameprooien te kijken. 'Nu de waarderingen voor kleine Duitse nichebedrijven dermate laag zijn, liggen investeringsgroepen op de loer', zegt Tolk. Hij noemt onder meer de weggezakte chipspeler Aixtron, de chemie-distributeur Brenntag en het autotestingbedrijf Bertrand als mogelijke prooien.

Ook rond Gerresheimer, de leverancier van de analisten in de Duitse midcapindex (zie tabel), circelen huwelijkskandidaten. Onder meer Bain Capital, KKR, Warburg Pincus en EQJ hebben al interesse getoond in de producent van cosmetica verpakkingen. De lagere regionen van de Duitse beurs zit bomvol verborgen waarde, besluit Tolk. 'De jongste jaren is er veel geld naar de VS gevloeid en naar grote aandelen. Nu gaat de rotatie weer naar Europa. Maar de tweede rotatie, van groot naar klein, moet nog gebeuren. Als dat gebeurt, zijn kleinere Duitse aandelen een fantastisch jachtgebied.'

# 18

**Sinds Nieuwjaar heeft de Duitse DAX-index al 18 keer een record aangetikt.**