



HRK LUNIS
Vermögensverwaltung

2025 Konjunktur- und Börsenausblick

Wenn **Vermögensverwaltung**
in höchster Qualität gelebt wird.

[hrklunis.de](https://www.hrklunis.de)



THEMEN

Editorial	3
Spannende Szenarien, unsichere Prognosen	3
Rückblick 2024	4
Ein weiteres, überraschend starkes Börsenjahr	4 - 7
China weiterhin mit Problemen	7 - 8
Gold glänzt auf breiter Front	8
Bitcoin über 100.000 US-Dollar	8
Ausblick 2025	9
Volkswirtschaftliches Umfeld	9
Die USA bleiben der Motor der Weltwirtschaft	9 - 10
Europa kämpft weiter mit Problemen	10
Trumps Agenda im Fokus	10 - 12
Die Gefahr eines Handelskriegs	12 - 13
Europa hat viel Potenzial	13 - 14
Aktien	15
Wachstum verstetigt sich	15 - 16
KI führt zu mehr Effizienz	16 - 18
Europas Aktien sind relativ günstig	18
Anleihen	19
Geringeres Inflationsrisiko in Europa	20 - 21
Anleihen von Unternehmen relativ teuer	21 - 23
Rohstoffe	24
Zentralbanken kaufen Gold	24 - 25
Große Nachfrage aus China	25 - 26
Intakter Goldtrend	26
Private Equity	27
Gute Aussichten für Private Equity	27
Fazit	28
Gute Perspektiven	28
Wenig Spielraum bei Bewertungen	28 - 29

EDITORIAL

Spannende Szenarien, unsichere Prognosen

In unserem Jahresausblick 2025 wagen die Experten unseres Investment Office einen Ausblick auf das neue Börsenjahr.



Michael Reuss,
Vorstand



Sven Langenhan,
Leiter Investment Office

Liebe Leserin, lieber Leser,

auch wenn insbesondere große Teile der Finanzindustrie einen anderen Eindruck erwecken möchten, ist und bleibt das Bonmot „Prognosen sind schwierig, vor allem wenn sie die Zukunft betreffen“ eine zutreffende Beschreibung der Realität. Dies umso mehr, wenn solche Prognosen sich auf hochgradig komplexe Sachverhalte wie beispielsweise die globale Volkswirtschaft und geopolitische Entwicklungen beziehen. Und als wenn das nicht schon herausfordernd genug wä-

re, auch noch konkrete Zeiträume wie ein Kalenderjahr als Basis haben. Es ist also nicht verwunderlich, dass in der Regel schon nach wenigen Wochen in einem neuen Jahr sowohl nahezu alle volkswirtschaftlichen Einschätzungen als auch die darauf basierenden Kapitalmarktprognosen überholt sind.

Daher halten wir uns mit solchen vermeintlich wissenschaftlich fundierten „Stichtagsratereien“ zurück und akzeptieren, dass man die Zukunft nicht

vorhersagen kann. Wir verstehen aber, dass solch ein Jahreswechsel einen guten Anlass darstellt, das vergangene Jahr kurz und prägnant Revue passieren zu lassen und sich auf das, was im neuen Jahr (und darüber hinaus!) kommen könnte, vorzubereiten.

Basierend auf einem Rückblick und der Beschreibung der Ausgangslage lassen wir Sie auf den folgenden Seiten an unseren Gedanken zu darauf aufbauenden Szenarien sowohl im übergeordneten makroökonomischen und geopolitischen Bereich als auch den einzelnen Kapitalmarktsegmenten teilhaben. Erstmals finden Sie in dieser Ausgabe auch einen expliziten Beitrag zum Private Equity-Segment, welches die Investitionsmöglichkeiten in liquide Anlageklassen sinnvoll ergänzt und zu einer noch besseren Diversifikation von langfristig aufgestellten Portfolios beitragen kann.

Wir bedanken uns für Ihre langjährige Treue und Ihrem Interesse an den Kapitalmarkteinschätzungen der HRK LUNIS AG, wünschen Ihnen eine spannende Lektüre und eine weiterhin erfolgreiche, gemeinsame Kapitalanlage im Jahr 2025 und weit darüber hinaus.



Rückblick 2024

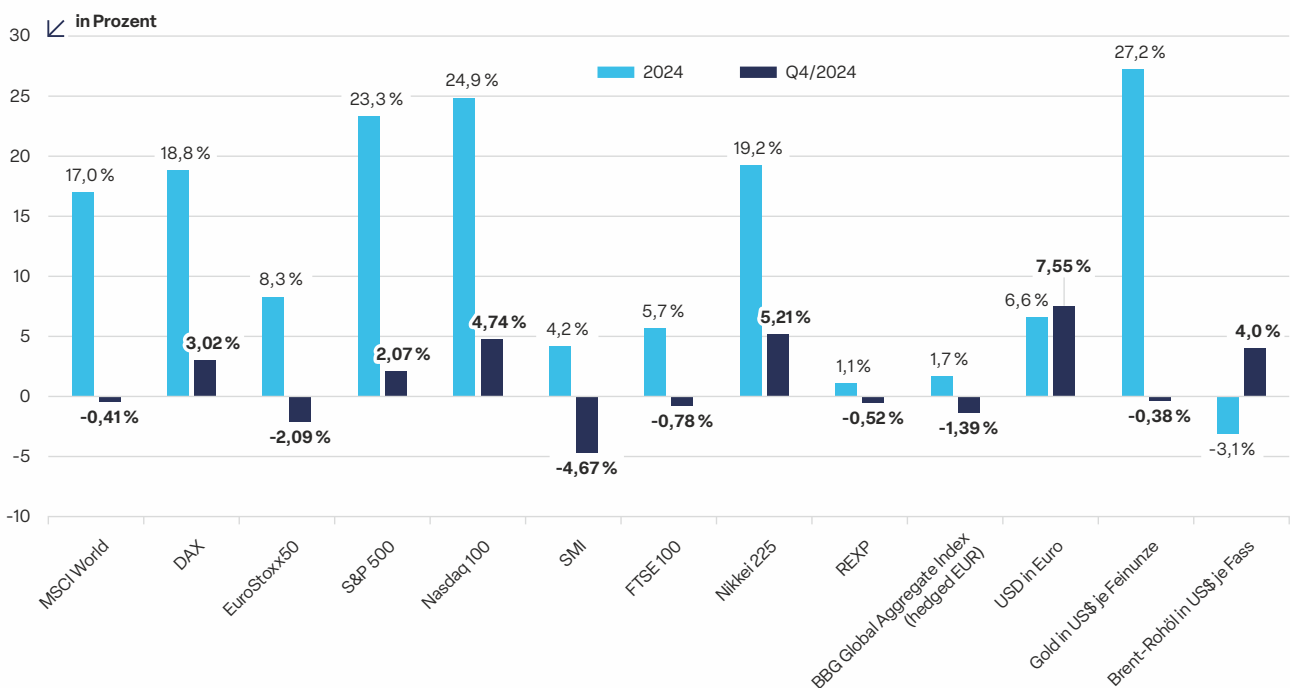
Ein weiteres, überraschend starkes Börsenjahr

Wer hätte das vor einem Jahr gedacht? Zum Jahresbeginn 2024 waren die meisten Auguren der großen Investmenthäuser zwar einigermaßen optimistisch, hinsichtlich der Prognose, was das Börsenjahr 2024 bringen würde. Doch mit solch einem fulminanten Jahr, wie wir es in den vergangenen zwölf Monaten erlebt haben, hat-

ten die wenigsten gerechnet. Und um ehrlich zu sein: Wir auch nicht. In unserem Ausblick für 2024 gingen wir davon aus, dass sich die Märkte moderat nach oben bewegen werden. Mit dieser Einschätzung befanden wir uns in guter Gesellschaft, das Gros der Investmenthäuser ging von überschaubar positiven Renditen aus. Doch wie heißt es so schön: Erstens kommt es anders, und zweitens, als man denkt. Denn rückblickend lässt sich feststellen: Das Kapitalmarktjahr 2024 war ein herausragendes. Fast wie am Schnür-

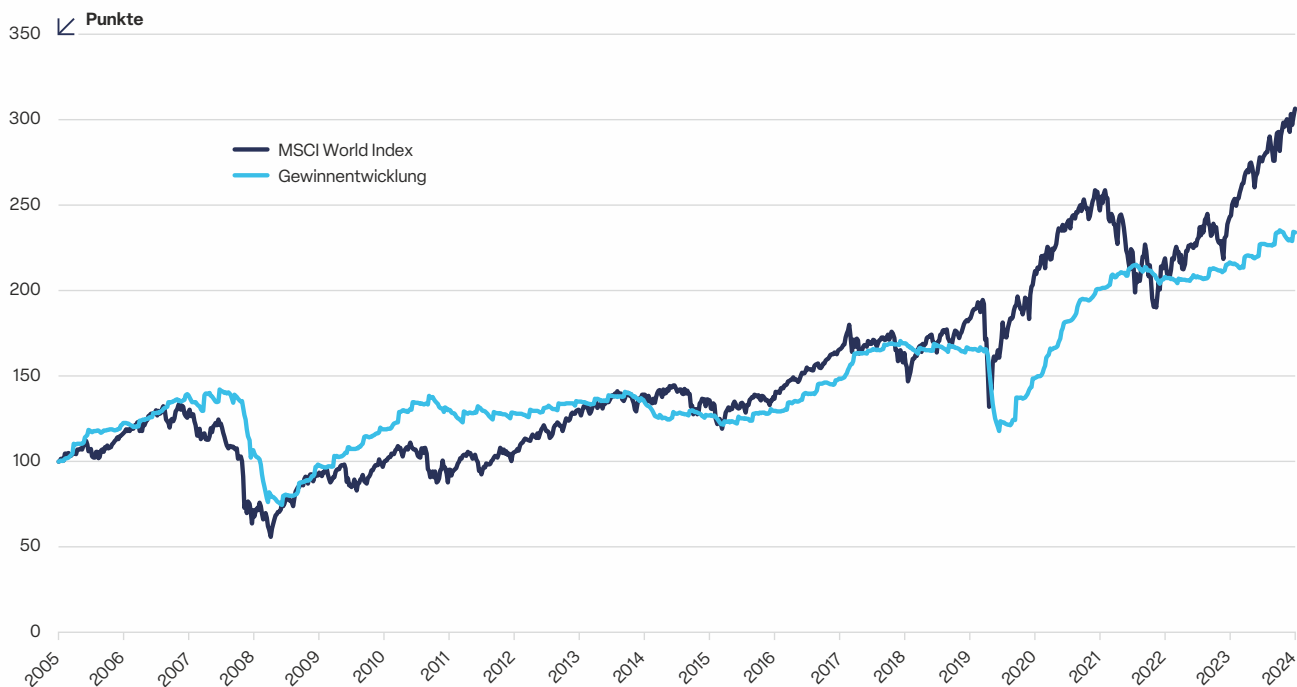
chen gezogen legten die Aktienmärkte stetig zu. Lediglich Anfang August sowie Ende Oktober gab es kurze heftige Rücksetzer, die aber rasch wieder aufgeholt wurden. Summa summarum legte der MSCI World Index, der den globalen Aktienmarkt mit knapp 1.500 enthaltenen börsennotierten Gesellschaften umfasst, um 17,0 % zu. Der S&P 500 als wichtigstes Aktienbarometer der USA kletterte um 23,3 %, der US-Technologieindex Nasdaq 100 sogar um 24,9 %. Und auch der DAX zeigte sich von seiner besten Seite. Er stieg

Börsenentwicklung im Überblick



Quelle: Bloomberg

MSCI World Index vs. Gewinnentwicklung



Quelle: Bloomberg

um 18,8 %, angeführt von Siemens Energy, Rheinmetall und SAP. Auch andere Assetklassen konnten enorm zulegen. Gold verteuerte sich um 27,2 %, die Kryptowährung Bitcoin kletterte binnen zwölf Monaten um 121,5 % nach oben. Und auch auf der Anleihe Seite waren gute Renditen zu erwirtschaften (siehe Grafik auf Seite 4).

Dass sich die Kapitalmärkte in einer derart guten Verfassung zeigten, hat mehrere Gründe. Zum Jahresende war es vor allem die überraschend deutliche, neuerliche Wahl Donald Trumps zum 47. Präsidenten der USA und der Umstand, dass die Republikaner auch die

”

Die Aktienmärkte feiern die Wahl Trumps

Mehrheit im Kongress erreichten. Trump und seinen Gefolgsleuten eröffnen sich damit gute Chancen, einen Großteil ihrer Agenda umsetzen zu können. Die Vorhaben sind umfassend: Deregulierung vieler Märkte, Abbau von Bürokratie, Reduzierung der Eingriffsmöglichkeiten des Washingtoner Staatsapparats, Beendigung der Unabhängigkeit der US-Notenbank Fed, stark verringerte Ausgaben im Inneren und Äußeren sowie Schutz der heimischen Wirtschaft durch die Einführung neuer Zölle – um nur einige wichtige zu nennen. Ob sich diese Vorhaben alle durchsetzen lassen und ob sie überhaupt förderlich sind für die USA im Allgemeinen und für die Wirtschaft im Besonderen ist noch längst nicht ausgemacht. So stößt Elon Musk, der für Trump den Staatshaushalt durchforschten und zwei Billionen US-Dollar einsparen soll, schon jetzt an seine Gren-

zen – zumal Musk keinen Status als Minister hat, sondern letztlich nur in beratender Funktion tätig ist. Und dennoch: An den Aktienmärkten wurde Trumps Wahl gefeiert, insbesondere Finanzwerte, Ölk Aktien und diverse Techtitel gewannen bis Jahresende kräftig hinzu.

Der zweite Grund für die starke Entwicklung der Aktienmärkte war die erstaunlich gute Entwicklung der US-Wirtschaft als Motor der Weltökonomie. Vor zwölf Monaten wurde rauf- und runterdiskutiert, ob die US-Wirtschaft in eine echte Rezession schlittern oder es doch in ein „soft landing“ schaffen würde. Dementsprechend konzentrierte sich die Debatte darauf, wie viele Zinssenkungen die Fed beschließen müsse, um die US-Wirtschaft zu stützen. Es schien ausgemachte Sache, dass es zu mindestens



sechs Zinssenkungen im Jahr 2024 kommen werde, beginnend im März. Doch die Realität sah anders aus. Auch wenn es immer wieder Anzeichen gab (und gibt), dass der amerikanischen Konjunktur allmählich die Puste ausgeht, zeigte sie sich viel robuster als erwartet. Mit der Folge, dass die Inflation nicht so stark sank wie prognostiziert und die Fed keinen Grund sah, (zu) früh die Zinsen zu senken. Erst am 1. September führte die Fed ihre lang erwartete Zinssenkung durch – die erste seit März 2020 – und senkte die Zinsen um 50 Basispunkte. Weitere Senkungen folgten im November und Dezember, womit der Zielkorridor für den Leitzins bei 4,25 % bis 4,5 % liegt.

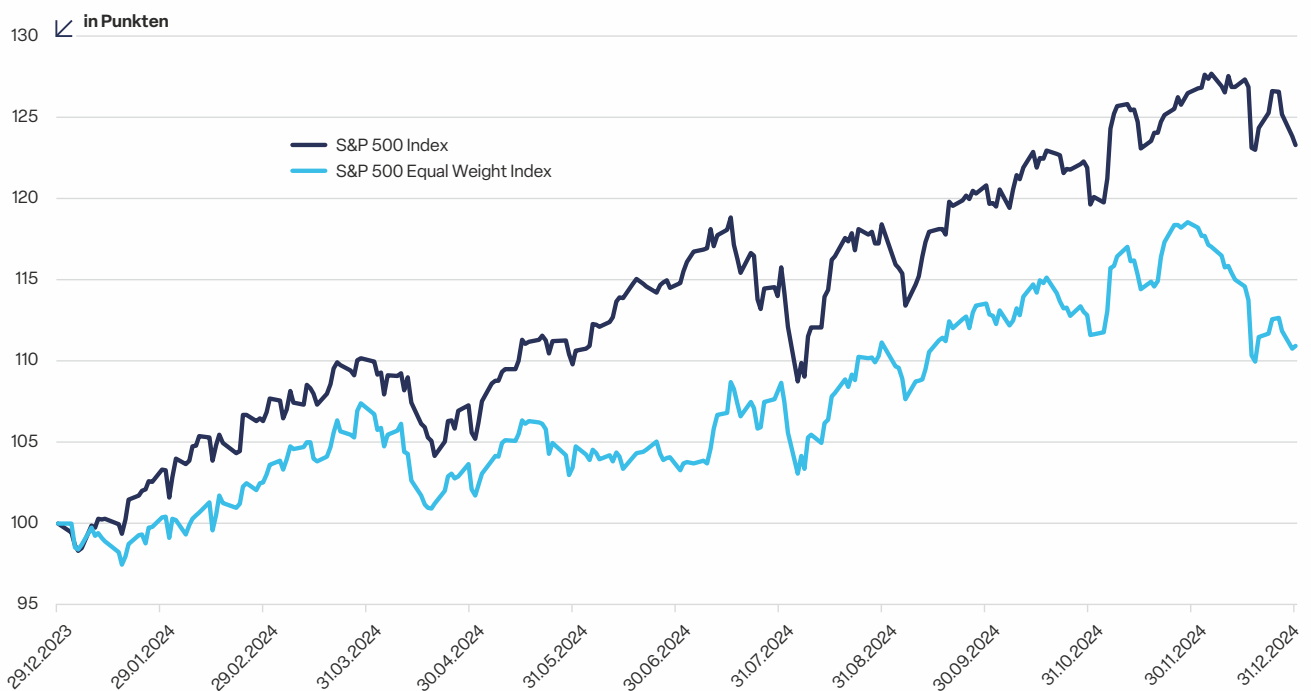
Blickt man etwas näher auf die Aktienmärkte, dann zeigten sich ab Jahresmitte interessante Entwicklungen. In der ersten Jahreshälfte dominierten,

wie schon 2023, die großen Techtitel. In den USA, aber auch in Europa, wurde bis Sommer die Indexperformance erneut von den Unternehmen mit der höchsten Marktkapitalisierung getragen. So waren von Januar bis Ende Juni die sogenannten „Magnificent 7“ (Microsoft, Apple, Nvidia, Tesla, Amazon, Alphabet und Meta) für rund 62 % der Jahresperformance des S&P 500 verantwortlich. In Europa dominierte die Gruppe der sogenannten GRANOLAS (GSK, Roche, ASML, Novo Nordisk, Nestlé, Novartis, L’Oréal, LVMH, AstraZeneca, Sanofi und SAP) das Marktgeschehen und trugen zu 36 % der Jahresperformance des STOXX Europe 600 bei. Die Dominanz der US-Börsenschwergewichte zeigt sich auch in der Gegenüberstellung des klassischen, nach Marktkapitalisierung gewichteten S&P 500-Index zum gleichgewichteten S&P 500. Während

ersterer in der ersten Jahreshälfte um 14,5 % nach oben kletterte, konnte der gleichgewichtete Index nur um 4 % zulegen. Eklatant war die Schwäche der Nebenwerte. So kam der US-Small-Cap-Index Russell 2000 im ersten Halbjahr lediglich auf ein Kursplus von 1,0 %. Gegenüber dem S&P 500-Index war dies die größte Underperformance seit 1998. Auch in Europa entwickelten sich Small-Cap-Aktien schlechter, wobei die Diskrepanz nicht ganz so stark ist. Die Divergenz lässt sich teilweise dadurch erklären, dass die Gewinne kleinerer Unternehmen anfälliger für steigende bzw. hohe Zinsen sind (kürzere Laufzeiten bei den Anleihen und ein höherer Anteil von variabel verzinsten Schulden).

Zu Beginn des zweiten Halbjahrs änderte sich das Bild mit einer deutlich zu erkennenden Sektorrotation. Jene Tei-

Entwicklung des S&P 500 im Vergleich zum gleichgewichteten S&P 500-Index im Jahr 2024



Quelle: Bloomberg

”

Börsenschock Anfang August sorgte für heftige Verluste

le des Aktienmarktes, die zuvor am stärksten unter dem Zinserhöhungszyklus 2022-2023 gelitten hatten, also vor allem kleinere Gesellschaften, schnitten plötzlich überdurchschnittlich gut ab. So stieg in den USA der S&P 500 Equal Weight Index um +9,6 %, gefolgt vom Small-Cap-Index Russell 2000 (+9,3 %), während Wachstumsaktien tendenziell seitwärts tendierten. Die weiterhin gute Aktienperformance wurde also mit einem Mal von einer viel breiteren Basis getragen als in den Monaten davor. Oder anders ausgedrückt: Die enorme Outperformance der „Magnificent 7“ hatte vorerst ihr Ende gefunden. Mit der Wahl Donald Trumps gewannen die großen Techtitel zum Jahresende allerdings wieder die Oberhand.

Für das größte Schockerlebnis an den Kapitalmärkten im Jahr 2024 sorgten Anfang August massive Kursverluste an den weltweiten Börsen. Einer der wichtigsten Gründe waren überraschend schwache Arbeitsmarktdaten in den USA. Plötzlich keimte die Sorge vor einer von den USA ausgehenden globalen Rezession auf. Zu dieser ver-

unsicherten Stimmungslage unter den Anlegern gesellte sich der Crash am japanischen Aktienmarkt. Auslöser war eine Aufwertung des Yen gegenüber dem US-Dollar von 10 % binnen drei Wochen, die zu einer massiven Auflösung des Yen-Carry-Trades führte. Ein Carry Trade bedeutet, dass ein Investor von einem Land mit niedrigen Zinsen (in diesem Fall Japan) Geld leiht und dieses Geld in Vermögenswerte mit einer höheren erwarteten Rendite (zum Beispiel US-Technologieaktien oder US-Staatsanleihen) anlegt. Yen-finanzierte Carry Trades zählen zu den beliebtesten, da Anleger bislang darauf wetteten, dass die japanischen Zinsen extrem niedrig bleiben und der Yen nicht aufwerten würde. Als nun die Bank von Japan die Zinsen überraschend zweimal in Folge erhöhte und zudem weitere Zinserhöhungen nicht ausschloss, verteuerte sich der Yen gegenüber dem USD und anderen Währungen rasch. Dadurch stiegen die Yen-Schulden aus Sicht der Landeswährung der Investoren des Carry-

Trades. Global agierende Investoren sahen sich gezwungen, Vermögenswerte zu verkaufen, damit sie ihre Yen-Schulden begleichen können. Dazu gehörten in erster Linie auch Aktien. Die Folge war eine sich selbst verstärkende Spirale aus Kursverlusten, einer weiteren Aufwertung des Yen und weiteren Asset-Verkäufen. Binnen drei Tagen brach der Nikkei225 um 20 % ein, der S&P 500 um 8 %. Als sich nach wenigen Tagen herausstellte, dass die Kursverluste in erster Linie auf die Auflösung von Yen-Carry-Trades basierten, beruhigten sich die Märkte und Schnäppchenjäger gingen auf die Pirsch. Das Resultat: Binnen acht Tagen machten Nikkei und S&P 500 ihre Verluste wieder wett.

China weiterhin mit Problemen

Der Einfluss Chinas auf die globalen Märkte blieb ein zentrales Thema. Das



Nach Zinserhöhungen in Japan verteuerte sich der Yen.

© Shisu_ka - stock.adobe.com



Land kämpfte auch 2024 mit einer anhaltenden Immobilienkrise, schwacher Inlandsnachfrage und rückläufigen Exporten. Im ersten Halbjahr belasteten diese Faktoren die Weltwirtschaft und sorgten für Unsicherheiten, insbesondere in rohstoffexportierenden Ländern und bei Unternehmen, die stark vom chinesischen Markt abhängig sind. Im dritten Quartal reagierte die chinesische Regierung entschlossen mit Konjunkturpaketen, um das Wirtschaftswachstum zu stützen. Am 24. September kündigte die Zentralbank zusammen mit der chinesischen Regierung ein umfassendes Konjunkturpaket an, das darauf abzielt, das Wirtschaftswachstum in China zu fördern und das angestrebte Wachstumsziel von etwa 5 % für 2024 zu erreichen. Das Paket umfasste mehrere Maßnahmen. So wurden die Mindestreserven für Banken um 0,5 Prozentpunkte gesenkt. Dies ermöglicht es Banken, mehr Liquidität zur Verfügung zu stellen. Um den Immobilienmarkt zu unterstützen, wurden die Zinsen für Im-

mobilienkredite um 0,5 % p.a. gesenkt. Zudem wurde die Mindestanzahlung für ein zweites Wohnbaudarlehen von 25 auf 15 % reduziert. Darüber hinaus senkte die Bank of China den Referenzzinssatz um 0,2 %. Dies bedeutete die größte Zinssenkung der vergangenen vier Jahre. Im Zuge dieses Pakets schossen Chinas Aktienmärkte nach oben, zumal die Regierung eine weitere Lockerung der Geldpolitik zum Jahresende in Aussicht stellte. Der CSI-300-Index legte binnen fünf Tagen um 25 % zu, der MSCI China zeigte eine der stärksten wöchentlichen Renditen der letzten 25 Jahre. Seitdem pendelt der chinesische Aktienmarkt seitwärts. Die Hoffnung auf weitere Konjunkturmaßnahmen erfüllte sich bis zum Jahresende nicht.

Gold glänzt auf breiter Front

Unter den Rohstoffen gehörte erstaunlicherweise Gold zu den besten Investments im vergangenen Jahr. Das Edelmetall stieg um mehr als 27 % und erlebte damit ein historisch gutes Jahr. Zinssenkungsoptimismus, starke Käufe vor allem durch staatsnahe Institutionen und eine robuste Nachfrage aus Asien waren die Ursache. Hinzu kam die Nachfrage nach sicheren Häfen aufgrund geopolitischer Spannungen und die Unsicherheit vor der US-Wahl im November (siehe auch Seite 24).

Bitcoin über 100.000 US-Dollar

Auch der Bitcoin hat ein prächtiges Jahr erlebt. Seit Jahresbeginn ist der Kurs um 121,5 % gestiegen. Insbeson-

dere zum Jahresende legte die Kryptowährung den Turbo ein und stieg auf über 100.000 US-Dollar. Ein Schlüsselfaktor für die starke Performance war die Einführung der neuen Bitcoin-ETFs im Januar. In diese Produkte flossen schnell mehrere zehn Milliarden US-Dollar an Kapital. Der größte Bitcoin-ETF, der iShares Bitcoin Trust, verfügt mittlerweile über 53 Mrd. USD an verwaltetem Vermögen und die Zuflüsse halten nach Angaben der Londoner Investmentboutique Fairside Investors weiter an. Dies deutet darauf hin, dass entgegen früheren Anstiegen, die eher wie kurzlebige spekulative Hypes wirkten, der enorme Kurszuwachs vom vergangenen Jahr auf einer breiteren Basis fußt, die nicht nur von Privatanlegern getragen wird, sondern auch von großen institutionellen Investoren, die ETFs zur Diversifizierung ihrer Portfolios nutzen.

Der zweite Grund sind die kryptofreundlichen Pläne der künftigen Trump-Regierung. Bereits im Sommer tauchte Bitcoin plötzlich als Wahlkampfthema auf, seitdem betonte Donald Trump mehrfach seine Unterstützung für Bitcoin & Co. So will er unter anderem einen kryptofreundlichen Kandidaten für die Leitung der US-Börsenaufsicht SEC nominieren. Zudem plant er, die neue Position eines „KI- und Krypto-Beauftragten“ im Weißen Haus zu schaffen, um wichtige Entwicklungen in der Digitalwährungsbranche im Blick zu behalten. Und schließlich wird laut über die Einrichtung einer nationalen strategischen Bitcoin-Reserve nachgedacht. Aktuelle Pläne sehen vor, dass die US-Regierung in den nächsten fünf Jahren jährlich 200.000 Bitcoins kauft. Am Ende dieses Zeitraums würden die USA 5 % des weltweiten Bitcoin-Angebots besitzen.

”

Chinas Regierung versucht, die Wirtschaft anzukurbeln

Ausblick 2025

Volkswirtschaftliches Umfeld

Die USA bleiben der Motor der Weltwirtschaft

Neben den nach wie vor spürbaren Nachwehen der COVID-Pandemie sowie den diversen geopolitischen Brandherden steht die Welt vor allem noch im Bann der US-Wahl und was die erneute Amtszeit Donald Trumps bedeuten könnte. Die Vereinigten Staaten bleiben nicht nur die ultimative Lokomotive der Weltwirtschaft, sondern

auch der wichtigste (Vor-)Tänzer auf dem globalen Politparkett. Die entschiedene und den Rest der Welt in den Schatten stellende US-Fiskalpolitik, welche in der Krise sowohl die Verbraucher als auch die Wirtschaft massiv unterstützt hat, ist ursächlich für das deutliche Entteilen der US-Konjunktur vom Rest der entwickelten Welt. In Verbindung mit der guten wirtschaftlichen Ausgangsbasis der politisch und militärisch unumstrittenen Supermacht sowie einem insgesamt geradlinig verfolgten politischen Weg,

hat dies zu einer globalen Divergenz geführt. Zwar gibt es in den USA unter der Oberfläche ebenfalls zahlreiche Verlierer der strukturellen Umbrüche nach der COVID-Pandemie und der (zu) lange Zeit aus dem Ruder gelaufenen Inflation. In der Gesamtschau werden Schwächen beispielsweise im verarbeitenden Gewerbe sowie bei Haushalten im untersten Einkommens- und Vermögenssegment jedoch durch den anhaltenden Boom im Dienstleistungssektor sowie der Goldgräberstimmung bei der Weiterentwicklung und dem



Goldgräberstimmung bei KI: Künstliche Intelligenz ist im Alltag angekommen.

© killykoon | Generiert mit KI – stock.adobe.com

”

Starker Dienstleistungssektor federt andere Schwächen ab



Einsatz von Künstlicher Intelligenz überkompensiert. Darauf baut nun eine zusätzliche wirtschaftliche Euphorie durch die – in Teilen – großspurigen Ankündigungen Trumps auf, was bereits vorliegende positive Sentiments zum Beispiel im Dienstleistungssektor weiter befeuert und andere, zuvor nicht ganz so positive Stimmungslagen wie bei kleinen und mittleren Unternehmen, dem verarbeitenden Gewerbe und den finanziellen Aussichten der durchschnittlichen Haushalte, beflügelt haben. Selbst deutlich höhere Zinsen konnten bisher weder die Verbraucher in die Knie zwingen noch die Wirtschaft in die von vielen für 2024 erwartete Rezession reißen.

Europa kämpft weiter mit Problemen

Europa dahingegen ächzt weiterhin unter hausgemachten strukturellen Pro-

blemen, den Folgen der Inflation und einem Krieg direkt vor der Haustür. Auch wenn die politisch Verantwortlichen gerne die vorgenannten Sonderfaktoren als Ausrede vorhalten, hat sich Deutschland größtenteils selbstverschuldet zurück in die Position des „kranken Mannes von Europa“ manövriert. Frankreich als zweite (vormals) starke und damit wichtige Kraft in Europa fällt durch politische Querelen ebenfalls quasi aus, so dass eine faktische Führungslosigkeit ausge-rechnet in einer Situation entsteht, in der entschiedenes und geradliniges Handeln unerlässlich wäre. Die anstehenden Neuwahlen in Deutschland und die kürzlich erzwungene Neuordnung der Regierung in Frankreich bieten Chancen auf Besserung. Angesichts der aktuellen Umfragen und Entwicklungen scheint es aber mehr als fraglich, ob zeitnah mit stabilen politischen Rahmenbedingungen zu rechnen ist, welche den dringend benötigten Umbruch ermöglichen.

Auch China als – neben den USA – derzeit schwächelnde Lokomotive der Weltwirtschaft kämpft mit signifikanten strukturellen Problemen. Die nach wie vor grassierende Immobilienkrise wird auch mit den mittlerweile verkündeten umfangreichen fiskal- und geldpolitischen Maßnahmen nicht so einfach in den Griff zu bekommen sein. Zwar sollte man den Ideenreichtum, die Kreativität und den Fleiß der Chinesen nicht unterschätzen. Aber die Ausgangslage bleibt auch unter Berücksichtigung, dass regierungsseitig in 2025 notfalls die angekündigte geld- und fiskalpolitische „Bazooka“ ausgepackt wird, sehr herausfordernd.

Trumps Agenda im Fokus

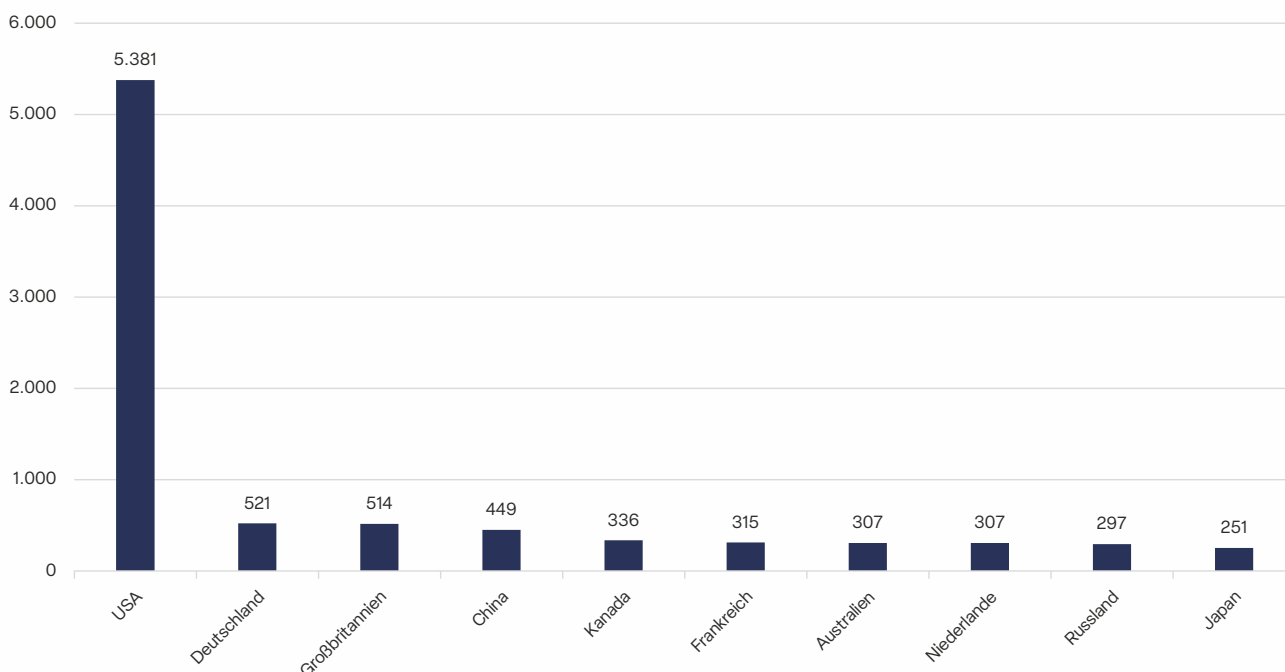
All dies bedeutet, dass große Teile der Welt(wirtschaft) bis auf Weiteres sehr stark von den Entwicklungen in den USA abhängig bleiben werden. Was schlussendlich auch erklärt, warum „Trump hin und Trump her“ seit Wochen die Schlagzeilen und die Kapital-marktentwicklungen dominiert. Seine Pläne sind ambitioniert und im Zusammenspiel hochkomplex, oder in Teilen sogar widersprüchlich. Bisher überwiegen insbesondere in den USA selbst die möglichen positiven Effekte seiner künftigen Politik. Diese dürften mit hoher Wahrscheinlichkeit die heimische Wirtschaft durch die Erwartung niedriger oder sogar sinkender Steuern, verstärktem Protektionismus und dem Abbau bürokratischer Hürden weiter unterstützen. Selbst wenn die aktuell sehr gut laufenden Wirtschaftsbereiche zu schwächeln begännen, könnte dies durch eine Verbesserung in anderen Branchen aufge-



Deutschland ist der „kranke Mann Europas“.

© frank peters – stock.adobe.com

Anzahl der Rechenzentren weltweit



Quellen: Statista, Cloudscene, Apollo Chief Economist

fangen werden. Zumal der Digitalisierungsprozess als die nächste bzw. bereits laufende große wirtschaftliche Revolution aus verschiedenen Gründen nicht aufzuhalten sein wird. Ohne signifikante Effizienzgewinne, welche durch die zunehmende Automation ermöglicht werden, können die anstehenden Herausforderungen unserer gesellschaftlichen Entwicklungen nicht ansatzweise bewältigt werden. An KI, Automation und Robotik hängen wesentlich mehr als „nur“ intelligente Chips beispielsweise von NVIDIA. Ein massiv steigender Energiebedarf, der auch noch möglichst nachhaltig bereitgestellt werden soll bzw. muss, sowie effiziente Kühlungstechniken seien an dieser Stelle beispielhaft genannt. Daraus erwächst für die Zukunft in einer langen Wertschöpfungskette – und nicht begrenzt auf das neue Kalenderjahr – ein enormes Wachstum-

spotenzial. Die USA sind hier (mal wieder) Vorreiter, aber auch im Rest der Welt bestehen Chancen, daran zu partizipieren, wenn vor allem die politischen Rahmenbedingungen sinnvoll angepasst werden.

Auch die ersten Anzeichen, dass es mithilfe von Donald Trump gelingen könnte, den Angriffskrieg Russlands auf die Ukraine zumindest im militärischen Sinne (vorerst) zu beenden sowie die restlichen geopolitischen Spannungen zu reduzieren, sorgen für eine gewisse Euphorie – nicht nur in den USA. Dabei gilt es jedoch zu beachten, dass die Vereinigten Staaten zwar mächtig sind und Donald Trump nachgewiesen hat, dass er mit Despoten Wege der Kommunikation und Moderation findet. Die wenigsten Diktatoren, Autokraten oder totalitären Regime verhalten sich jedoch immer ratio-

nal oder lassen sich von der Macht eines anderen beeindrucken. Zudem gibt es in den verschiedenen Konflikt-herden dieser Welt weitere Interessenslagen, die schnell eskalieren oder zu Umbrüchen führen können. Jüngs-

”

Geopolitische Risiken bleiben 2025 ein Thema

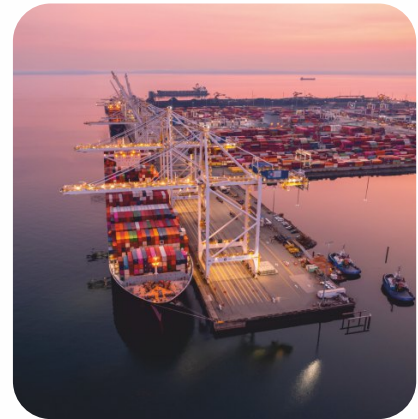


tes Beispiel ist Syrien, bei dem die zunächst gemeinsame Sache der Rebellen gegen Assad nach dessen Sturz keine gemeinsame Sache mehr ist. Geopolitische Risiken, welche erfahrungsgemäß immer auftreten können und nur schwer einschätzbar sind, verbleiben also tendenziell weiterhin auf erhöhtem Niveau.

Die Gefahr eines Handelskriegs

Die genannte Komplexität der Ziele und Pläne von Donald Trump bergen ein hohes Maß an Unsicherheit. Dabei könnte sich der „Dealmaker“ schnell verzetteln und im Zielkonflikt der diversen Themen für signifikante Kollateralschäden sorgen. Eine ungünstige Konstellation von überschwänglich einge-

führten Zöllen, Steuersenkungen und zu starker Begrenzung der Immigration könnte die Inflation in den USA noch einmal befeuern. Zumal diese zwar auf noch erträgliche Niveaus zurückgekommen ist, sich aber jüngst sowohl bei der Gesamt- als auch der Kerninflation (also ohne die schwankungsintensiveren Preise für Nahrungsmittel und Energie) sehr hartnäckig über dem Zielband der amerikanischen Zentralbank präsentiert. Wenn die von Trump gewünschten Abkommen nicht zu Stande kommen und er dadurch zum Beispiel bei Zöllen die Muskeln spielen lässt, dürfte das von den jeweiligen Handelspartnern wie Kanada, Mexiko, China und Europa nicht unbeantwortet bleiben. Daraus schlimmstenfalls resultierende Handelskriege kennen keine Gewinner. Das haben wir in der Vergangenheit – zuletzt unter Präsident Trump 1.0 – schmerzhaft lernen dür-



„

Verzettelt sich der Dealmaker Trump?

Ein Handelskrieg wäre für alle Beteiligten von Nachteil.

© m.mphoto, © Adam – stock.adobe.com

fen. In einem daraus resultierenden inflatorischen Umfeld könnte die Fed dazu gezwungen werden, den gerade erst eingeschlagenen Weg von Zinssenkungen nicht nur zu unterbrechen oder zu beenden, sondern mit neuerlichen Anhebungen zu reagieren.

Neben den bereits sichtbaren Marktkräften, welche die hohe und weiter steigende Verschuldung der USA kritisch beäugen und zu vergleichsweise hohen bzw. höheren Langfristzinsen führen könnten, würden überraschend steigende Leitzinsen für die solide US-Wirtschaft ein hohes Gefahrenpotenzial darstellen. Die Fed könnte in die Ecke getrieben werden, welches ihrer Ziele, Geldwertstabilität und maximale Beschäftigung (ergänzt um einen funktionierenden Finanzmarkt!) sie bereit wäre zu opfern. Zumal die Ausgangslage am US-Arbeitsmarkt zwar noch ge-

sund erscheint, jedoch Abschwächungstendenzen zu beobachten sind.

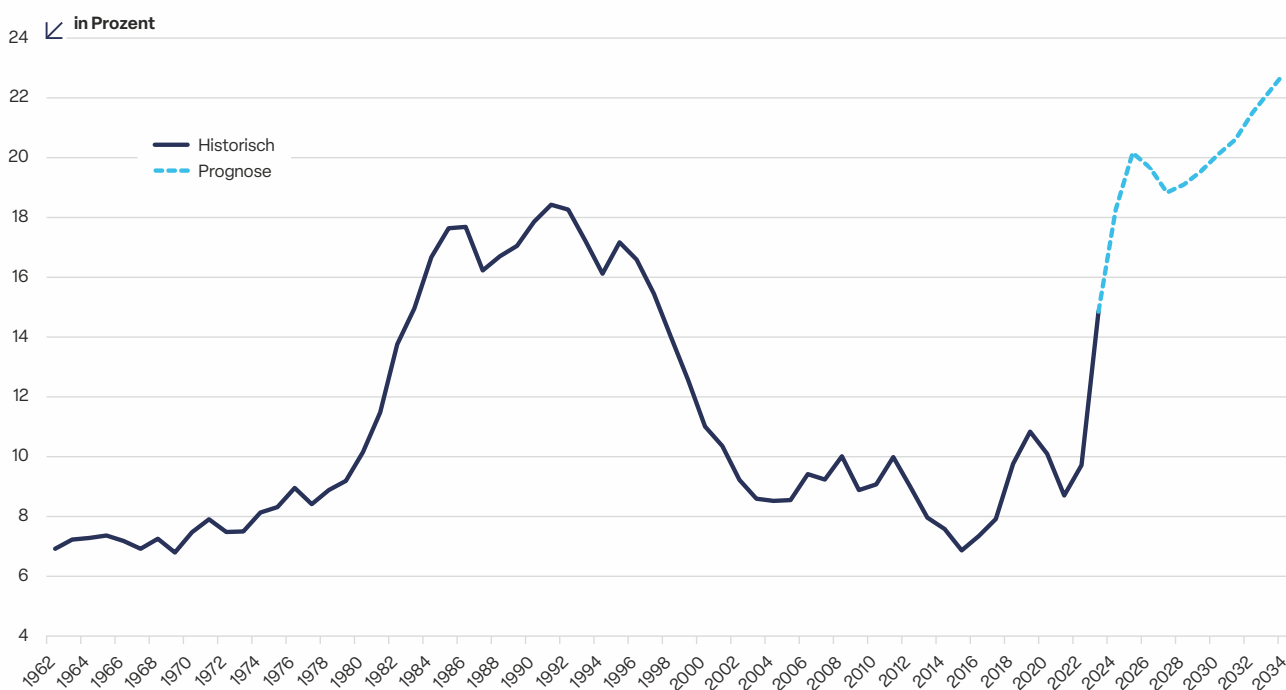
Bereits heute wenden die USA ca. 3 Milliarden US-Dollar pro Tag für die Begleichung der Zinsen für die öffentliche Verschuldung auf. Die Kombination aus wohl weiter steigender Verschuldung, daraus resultierenden (zu) hohen Zinsen und einer schlimmstenfalls noch dazu kommenden wirtschaftlichen Eintrübung hätte in der Ultima Ratio Konsequenzen, die in der aktuellen Weltordnung unvorstellbar sind. Daher dürfte in einem solchen Fall erneut die Kreativität der Zentralbanken gefragt sein – und mit hoher Wahrscheinlichkeit auch eingesetzt werden, um einerseits die hohe Staatsverschuldung weiter tragbar zu machen und andererseits das Finanzsystem vor einem möglichen Kollaps zu bewahren. Die in der Zwischenzeit

nahezu in Vergessenheit geratene „kleine“ US-Regionalbankenkrise im Jahr 2023 hat dies bereits eindrucksvoll belegt.

Europa hat viel Potenzial

Im Rest der Welt, maßgeblich in China und Europa, sind die Voraussetzungen wie bereits angedeutet andere. Zwar wächst China noch immer, aber deutlich langsamer als zuvor und eigentlich benötigt. Der Binnenkonsum schwächt, viele Menschen sind aufgrund der Immobilienkrise verunsichert und der Export hat mächtig mit den schwachen Wirtschaftsentwicklungen in wichtigen Abnehmerregionen wie bspw. Europa zu kämpfen. Die Aussicht auf weitere Handelsbeschrän-

US-Nettozinsausgaben in % des gesamten Steueraufkommens

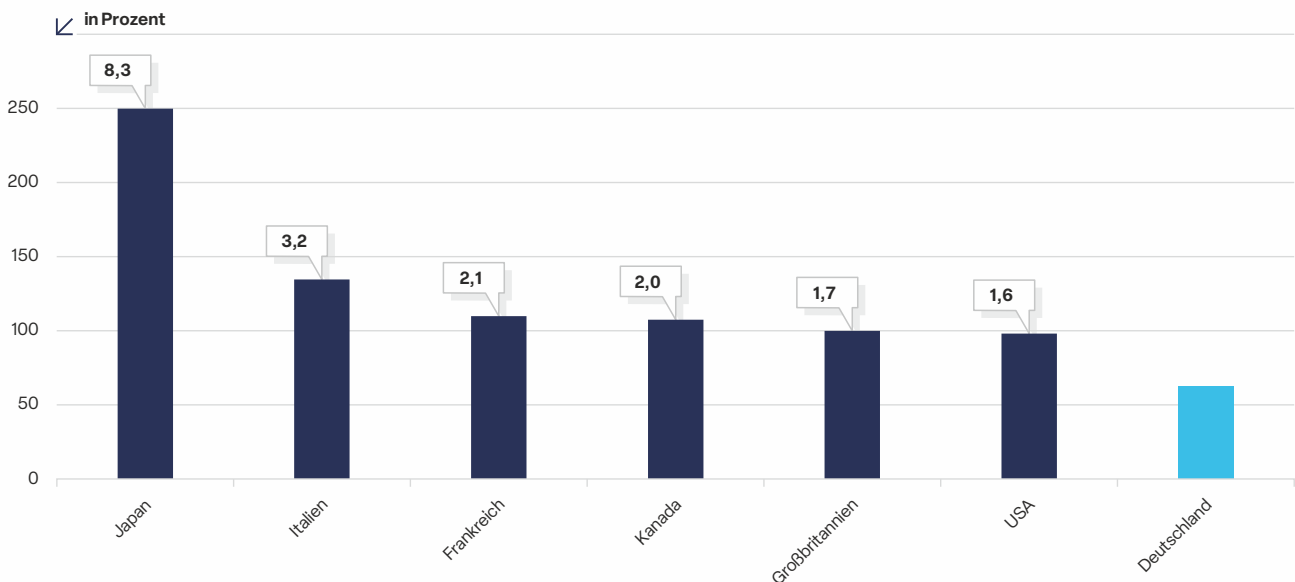


Quelle: CBO



Bruttostaatsverschuldung in % des BIP, 2023

Die Kästchen zeigen das jeweilige Ausgabe- bzw. Investitionspotenzial Deutschlands in Billionen USD, wenn es das Verschuldungsniveau auf die aktuellen Niveaus der jeweiligen Vergleichsländer erhöhen würde.



Quelle: Bloomberg

kungen und massive Mehrbelastungen durch Zölle trüben einerseits die Perspektiven und Stimmungslagen ein. Andererseits untermauern sie die Handlungsnotwendigkeiten und können zu einem entschiedenen Vorgehen des chinesischen Politbüros führen. Neue Handelspartner und Preisanpassungen sowie gezielte Währungsabwertungen könnten nur drei von vielen weiteren Möglichkeiten sein, die auch Europa im Außenhandel unterstützen könnten.

Ohnehin hat Europa kein so hohes inflatorisches Risiko wie die USA. Vor allem die deutlich schlechtere wirtschaftliche Ausgangslage in Verbindung mit der Aussicht, dass Importpreise aus Ländern mit zukünftig höheren US-Zöllen fallen könnten, weil diese neue Märkte suchen, birgt sogar gewisse deflatorische Risiken. Aus die-

sem Grund erscheint es sehr wahrscheinlich, dass die EZB bis auf weiteres den eingeleiteten Zinssenkungszyklus beibehält. Nicht abzuschätzen ist allerdings, welchen Einfluss sowohl eskalierende Handelskriege als auch eine mögliche Rückkehr hoher Inflation in den USA hätte. Zumal uns in weiten Teilen Europas – insbesondere in Deutschland – noch immer hohe Energiepreise sowie deutlich steigende Versicherungskosten plagen, was die Inflation im Aggregat deutlich höher hält, als in der Breite der unterliegenden Warenkörbe zu beobachten.

Eine gute Botschaft ist, dass Europa ein ausgeprägtes Wachstumspotenzial hat, wenn die richtigen Strukturen geschaffen werden. So unschön die „Make America Great Again“-Kampagne von Trump in vielerlei Hinsicht für Europa erscheinen mag. Eine wei-

terhin starke US-Wirtschaft ist für ein dahin dümpelndes Europa äußerst wichtig, um sich ohne weitere mögliche Krisenherde berappeln zu können. Alleine Deutschland als benötigte Führungskraft in Europa hat ein signifikantes fiskalpolitisches Investitionspotenzial, welches idealerweise in die richtigen Kanäle gelenkt werden könnte (siehe Grafik oben). Wenn dieses mit dringend benötigtem Bürokratieabbau und sinnvoller Förderung der unbestritten großen Innovationskraft im deutschen Mittelstand einherginge, könnten Deutschland und im Schlepptau Europa zu neuem Leben erwachen. Dies dürfte im Jahr 2025 aber allenfalls seinen Anfang finden. Zu groß sind die inzwischen aufgelaufenen Herausforderungen und zu gering die Wahrscheinlichkeit für echten politischen Auf- und Umbruch, als dass dies unmittelbar und schnell passieren könnte.

AUSBLICK 2025

Aktien

Während der US-Index S&P 500 im Jahr 2024 eine Rendite von 25,0 % erzielte (in USD, inkl. Dividenden), erreichte der europäische Index STOXX Europe 600 lediglich 9,6 %. Eine überraschend starke Wirtschaft in den USA, der eingeleitete Zinssenkungspfad der US-Zentralbank, Fortschritte beim Thema Künstliche Intelligenz und der Wahlerfolg der Republikaner unter Trump sorgten für einen der stärksten Wertzuwächse der letzten 100 Jahre für den S&P 500-Index. Ein steigender Dollar bescherte zusätzliche Währungsgewinne gegenüber dem Euro. Der gleichgewichtete S&P 500-Index (Equal Weight Index) erreichte auf-

grund der entsprechend niedrigeren Gewichtungen der großen Technologiewerte („Magnificent 7“) eine niedrigere aber dennoch gute Rendite von 13,0 % (in USD, inkl. Dividenden).

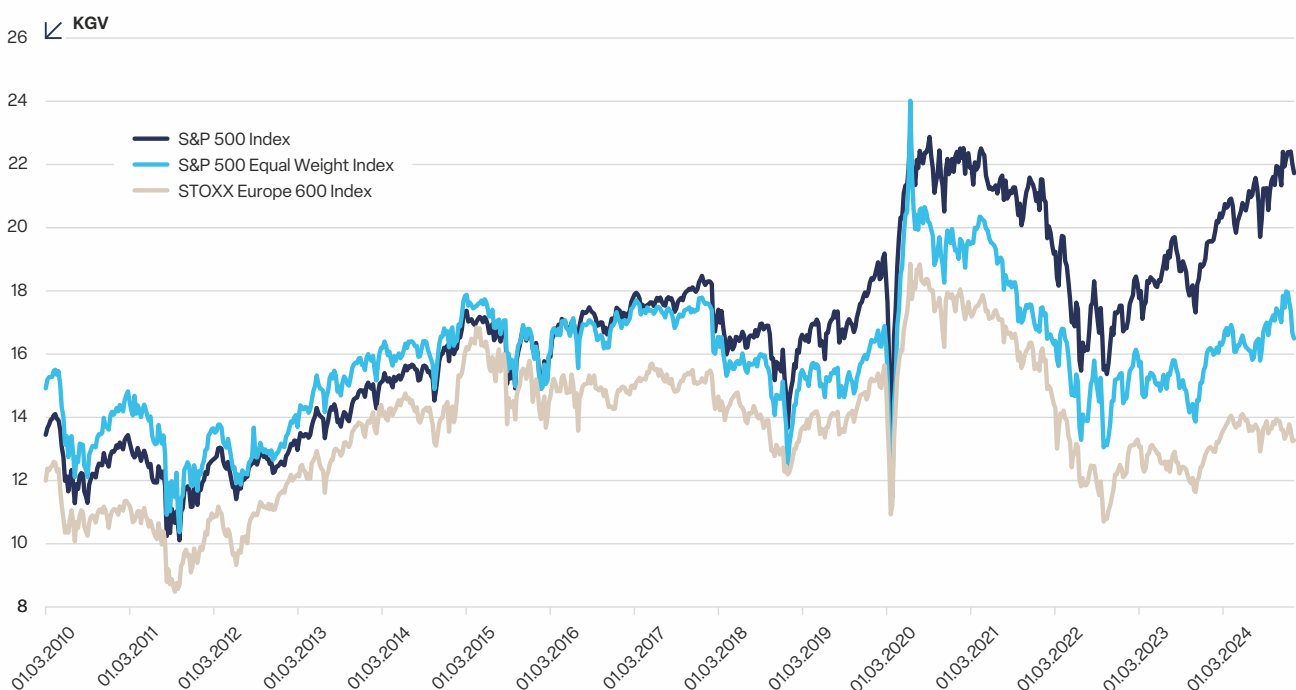
In Europa hatte auch die EZB den Zinssenkungspfad eingeschlagen. Aber neben einem Äquivalent zu den großen amerikanischen Technologiewerten fehlte auf dem alten Kontinent die wirtschaftliche Dynamik. Daher konnte der STOXX Europe 600-Index mit seiner Rendite nicht an den gleichgewichteten S&P 500-Index heranreichen. Die Bewertungsschere zwischen den beiden US-Indizes und dem

STOXX Europe 600-Index weitete sich weiter aus (siehe Grafik). Auf Basis der Gewinnschätzungen für die nächsten zwölf Monate liegt die Bewertung des S&P 500-Index bei 21,7, des gleichgewichteten S&P 500-Index bei 16,5 und des STOXX Europe 600 bei 13,3. Die Bewertungen werden immer auch durch das zugrundeliegende Wachstum der Gewinne determiniert.

Wachstum verstetigt sich

Nach der Pandemie kam es zu einer

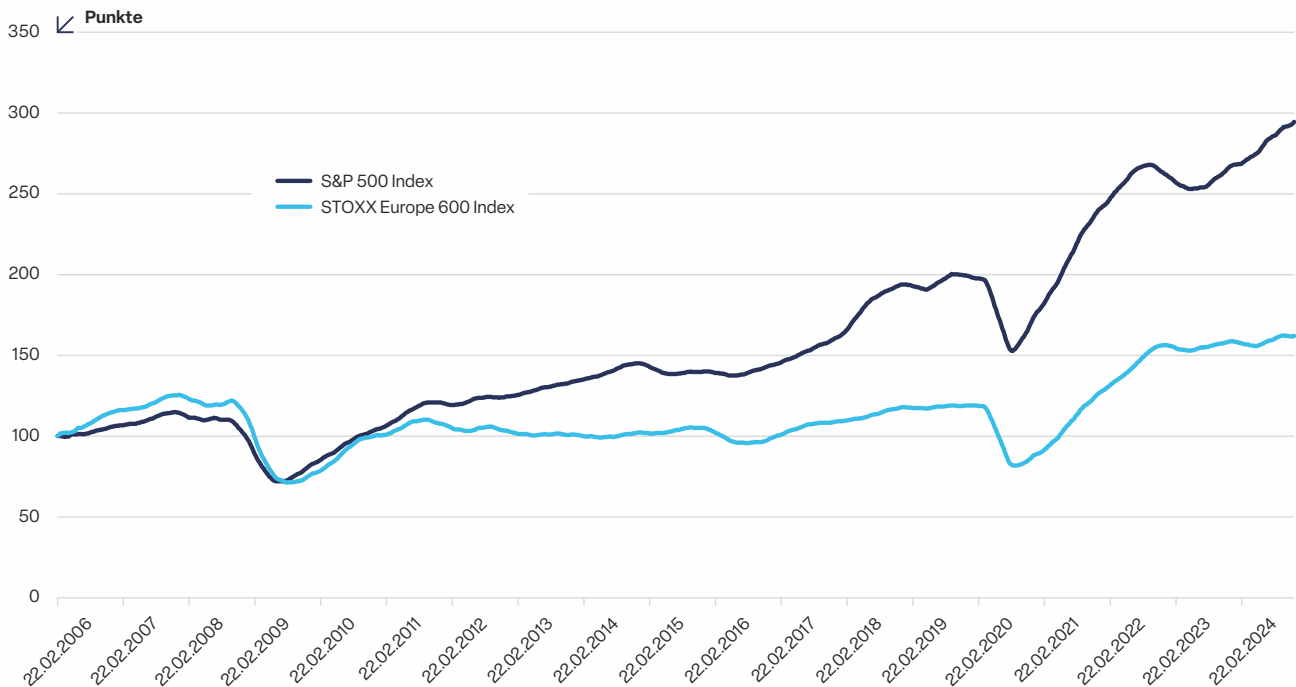
Vorwärts-KGV



Quelle: Bloomberg



Gewinnentwicklung



Quelle: Bloomberg

starken Erholung in den USA und Europa. Die Unternehmen des S&P 500 legten nach dem Post-Covid-Wachstumsschub Ende 2022 eine neunmonatige „Verschnaufpause“ ein, bevor sich das Wachstum bis zum heutigen Tage dynamisch fortsetzte. Das Wachstum der europäischen Unternehmen des STOXX Europe 600 stagniert hingegen seitdem.

Neben dem Wachstum der zugrundeliegenden Volkswirtschaften sind in Bezug auf die Indizes auch die sektoralen Unterschiede hervorzuheben. Der S&P 500 wird stark von den bekannten großen Technologieunternehmen dominiert. Entsprechend hoch sind auch die Wachstumsraten. Im STOXX Europe 600 findet sich dagegen mehr „Old Economy“, zyklische Sektoren wie bspw. Industriewerte haben ein höheres Gewicht. Die Grafik zeigt die unter-

schiedliche Gewinnentwicklung der Unternehmen in den beiden Indizes.

Wenn man über die Bewertungsschere und Wachstumsperspektiven nachdenkt, dann ist Trumps angekündigte protektionistische Wirtschaftspolitik von hoher Relevanz. Bereits während seiner ersten Regierungszeit zeigte der „Handelskrieg“ deutliche Auswirkungen, vor allem auch auf so exportorientierte Volkswirtschaften wie die deutsche. Eine neuerliche protektionistische US-Wirtschaftspolitik wird der ohnehin angeschlagenen europäischen Wirtschaft wahrscheinlich deutlichen Gegenwind beschern. Für die global agierenden Technologiegiganten der USA dürften die Folgen der protektionistischen Bestrebungen vernachlässigbar sein. Für kleinere Unternehmen mit einem hohen Umsatz- und Wertschöpfungsanteil in den USA

kann Protektionismus einen positiven Impuls darstellen. Fraglich ist, wie viel dieser Trumpschen Drohkulisse realisiert wird und wie viel nur dazu dient, die verschiedensten Zugeständnisse anderer Staaten zu erwirken. So bemüht sich Mexikos Regierung bereits deutlich stärker, den Drogenschmuggel sowie die illegale Migration einzudämmen.

KI führt zu mehr Effizienz

Modelle zur Prognose von langfristigen Aktienmarktrenditen implizieren für den US-Markt nur eine niedrige einstellige Rendite. Dies liegt an der historisch eher hohen Bewertung. Potenzielle Produktivitätsgewinne aufgrund von Künstlicher Intelligenz werden in

diesen Modellen jedoch nicht berücksichtigt. Vor diesem Hintergrund kann man diese Renditeprognosen in Frage stellen. Einen positiven Katalysator für Europa könnte ein Frieden zwischen Russland und der Ukraine darstellen, da dann die Energiepreise sinken sollten. Summa summarum favorisieren wir zunächst eine US-fokussierte Allokation, verfolgen jedoch aufmerksam

potenzielle Katalysatoren für die europäischen Volkswirtschaften.

Betrachten wir in Folge die Bewertungen der einzelnen Branchen im S&P 500 im historischen Kontext. Die Grafik zeigt die Bewertungsspannen über die letzten zehn Jahre, den Median, den aktuellen Wert sowie die Abweichungen vom Median in Prozent. Relativ hoch bewertet ist die Branche Informationstechnologie. Während viele Unternehmen noch eruieren, wie sie KI am besten nutzen können, müssen Softwareunternehmen abwägen, wie sie zum einen Marktanteile gewinnen und zum anderen ihre Investitionen monetarisieren können. Die erhöhte Bewertung bremst zunächst die Chance auf starke Kursgewinne. Vor dem Hintergrund möglicher Effizienzgewinne

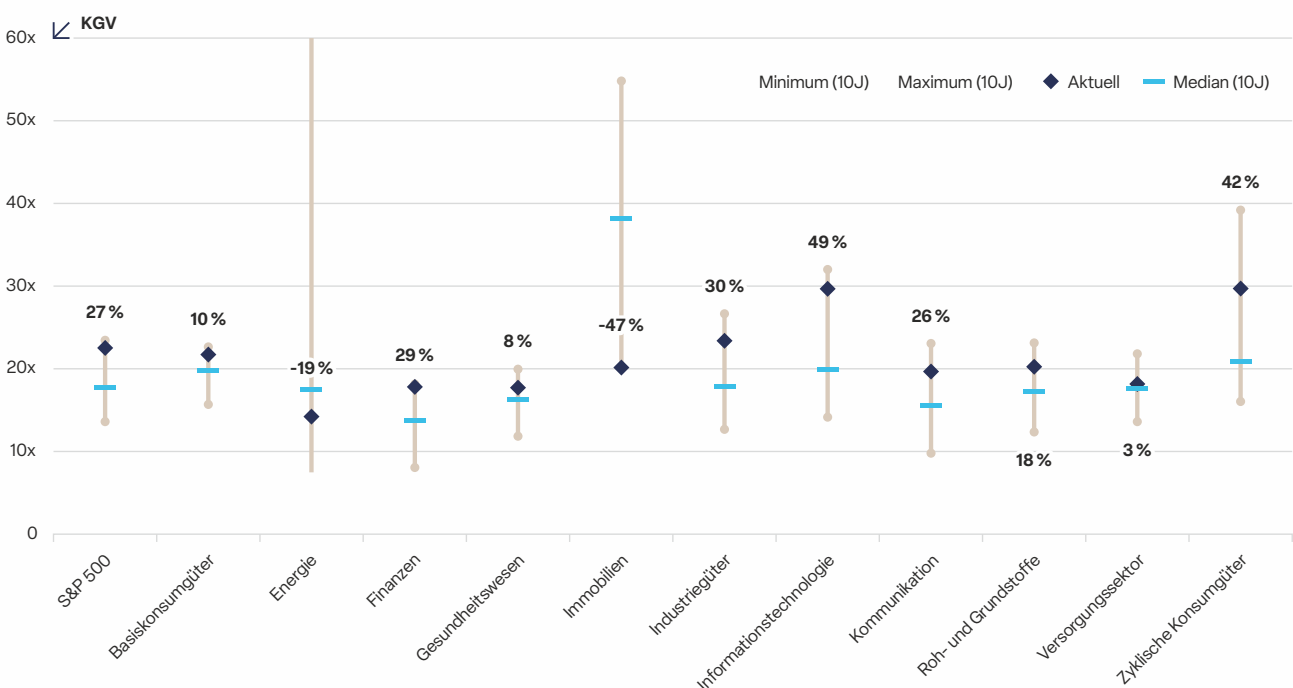
durch den Einsatz von KI lohnt es sich jedoch, Erfolgsmeldungen von Unternehmen aufmerksam zu verfolgen, denn diese werden oftmals mit einer positiven Kursentwicklung belohnt.

Auf einem Zehn-Jahres-Hoch bewertet ist der Finanzsektor. Grund sind die erwartete Deregulierung und mögliche Steuersenkungen durch die Regierung Trump. Die Börsenweisheit „Buy the rumor, sell the news“ könnte auch hier zutreffen. Auffällig ist der Sektor Energie. Die breite Bewertungsspanne liegt daran, dass die Profitabilität von Öl- und Gasunternehmen stark schwankt. Trump steht auch hier für Deregulierung. Außerdem möchte er die US-Energieproduktion ankurbeln, um noch unabhängiger vom Ausland zu werden. Aktuell haben diese Unternehmen ver-

IT-Unternehmen sind relativ hoch bewertet

S&P 500 Vorwärts-KGV nach Sektor

Die beige Balken zeigen die Bewertungsspanne in den vergangenen zehn Jahren. Die Prozentangaben geben an, wie weit das aktuelle KGV (blaue Raute) vom 10-Jahres-Median (Querbalken) entfernt ist.

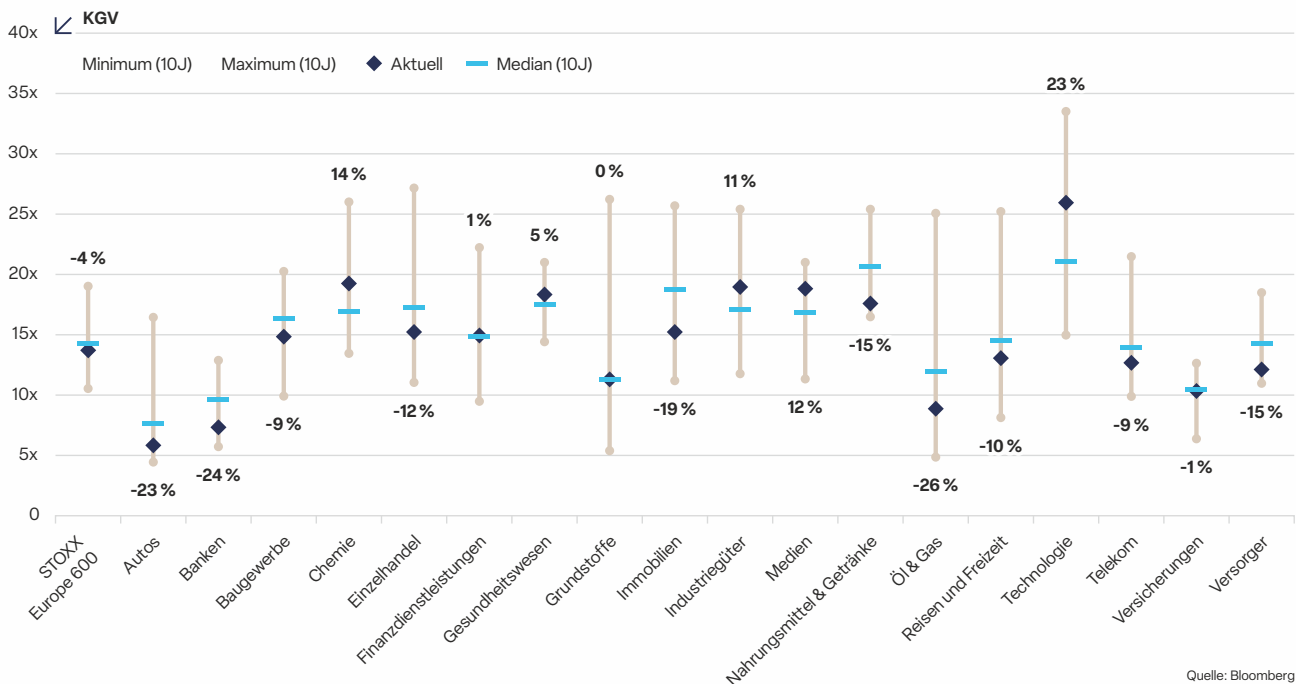


Quelle: Bloomberg



STOXX Europe 600 Vorwärts-KGV nach Sektor

Die beige Balken zeigen die Bewertungsspanne in den vergangenen zehn Jahren. Die Prozentangaben geben an, wie weit das aktuelle KGV (blaue Raute) vom 10-Jahres-Median (Querbalken) entfernt ist.



gleichsweise starke Bilanzen und eine gute Profitabilität. Die zuletzt fallenden Energiepreise führten jedoch zu Kursrückgängen. Die Bewertung liegt unterhalb des Zehn-Jahres-Medians. Daher ist diese Branche aus unserer Sicht interessant. Der Immobiliensektor ist auf einem Zehn-Jahres-Tief bewertet und sollte von fallenden Zinsen profitieren.

Europas Aktien sind relativ günstig

Betrachtet man die Sektoren des STOXX Europe 600 (welche etwas anders kategorisiert sind), so fällt auch hier die erhöhte Bewertung des Sektors Technologie auf. Nicht nur die Spekulation auf Künstliche Intelligenz, sondern auch das Wachstum, welches in

den meisten Sektoren weit weniger dynamisch ausfällt, als auch die oftmals geringe Zyklizität machen den Sektor attraktiv. Bei den europäischen Aktien gilt es auf Einzeltitelebene zu beurteilen, ob und wie Trumps Protektionismus die Unternehmen beeinflusst. Sofern Produktionsstätten und Niederlassungen in den USA vorhanden sind, ist Resilienz zu erwarten. Im Vergleich zu den USA sind europäische Aktien deutlich günstiger bewertet, was ein chancenreiches Umfeld für Stockpicking bietet.

Wie bereits erwähnt, fokussieren wir uns bei der Suche auf Chancen zunächst auf die USA. Je nachdem wie sich Trumps Drehplan in der Realität letztlich abspielt, kann auch Europa noch interessant werden. Trump ist bekanntermaßen für Überraschungen gut. Wir fokussieren uns weiterhin

„ Ein unvoreingenommener Blick auf die Märkte ist wichtig

mehr auf eine gute Einzeltitelauswahl als auf Kapitalmarktprognosen. Bezüglich Kapitalmarktentwicklungen sehen wir es so: Je offener und unvoreingenommener man auf den Markt blickt, desto besser nimmt man ungefiltert Nuancen und Entwicklungen wahr, kann diese idealerweise richtig interpretieren und Chancen und Risiken korrekt bewerten. Mögliche Szenarien im Kopf zu haben ist gut – sich auf diese zu versteifen jedoch kontraproduktiv.

AUSBLICK 2025

Anleihen

Die Geldpolitik globaler Notenbanken und damit die Zinsmärkte waren 2024 zunehmend von Divergenzen geprägt. In den Vereinigten Staaten verringerte sich das Zinsniveau 10-jähriger US-Staatsanleihen im Jahresverlauf vom Hoch im zweiten Quartal bei rund 4,7 % auf nur 3,6 % im September. Ein wichtiger Grund hierfür war die lang ersehnte Zinssenkung durch die Fed im September. Als diese dann erfolgte, kletterte das Zinsniveau aber beinahe wieder auf das Jahreshoch und steht nun bei 4,6 %. Diese Bewegung war begleitet von einer neuen Einschätzung hinsichtlich künftiger Zinssenkungen durch die US-Notenbank. „Higher for

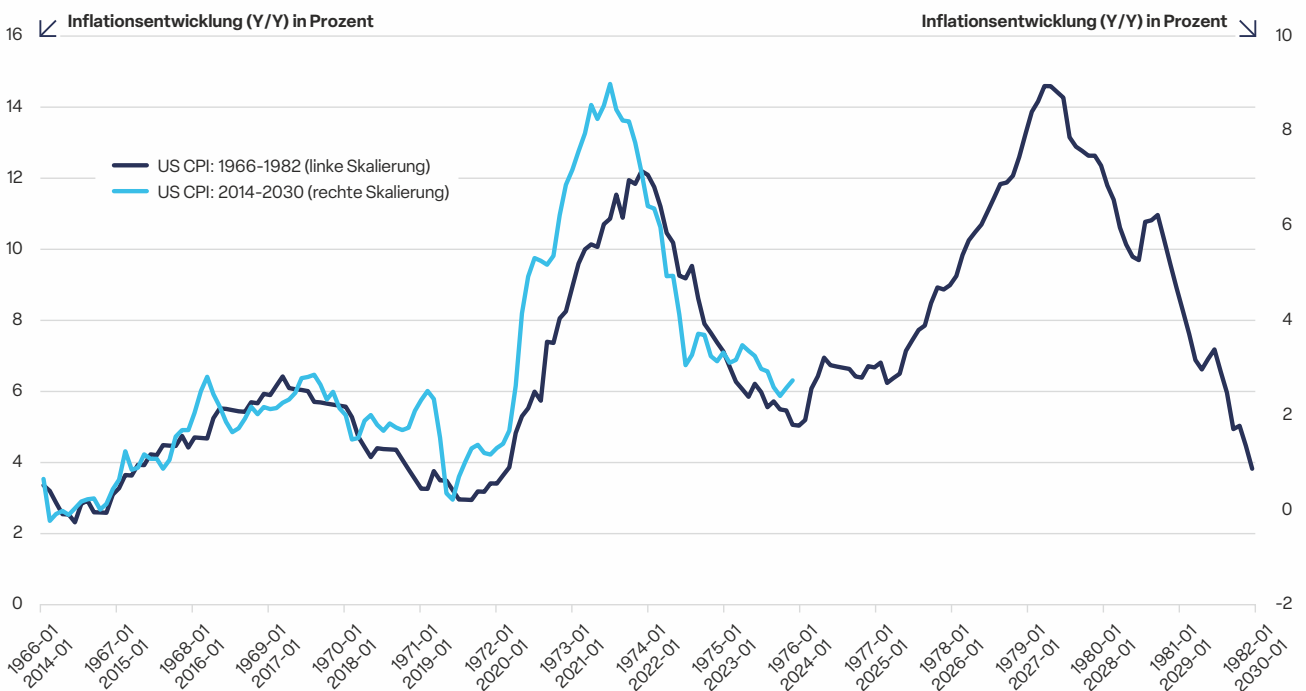
longer“ ist aktuell wieder die vorherrschende Erwartungshaltung, welche durch ein anhaltend starkes Wirtschaftswachstum und niedrige Arbeitslosenraten in den USA geprägt ist. Oder anders ausgedrückt: Die Märkte gehen aktuell wieder davon aus, dass sie sich wohl noch länger als ursprünglich gedacht mit erhöhten Zinsniveaus abfinden müssen.

Durch die Wahl Donald Trumps besteht die Gefahr, dass dessen absehbare expansive Fiskalpolitik durch eine strikter als gedachte Geldpolitik neutralisiert werden muss. Wenngleich der US-Leitzins – trotz robuster Konjunktur –

im deutlich restriktiven Bereich liegen dürfte, so könnten die wirtschaftspolitischen Aktionen der Trump-Administration dazu führen, dass die Zinsniveaus in den USA über den Jahresverlauf 2025 weniger stark sinken als von vielen Marktteilnehmern ursprünglich erwartet.

Vor dem Hintergrund einer expansiven Fiskalpolitik Trumps wird oft vor einem Wiederanstieg der Inflationsraten gewarnt – ähnlich jener Doppelspitze, die in den späten 1960er und frühen 1970er zu beobachten war (siehe Grafik). In diesem Kontext bleibt aber festzuhalten, dass die beiden Phasen we-

Inflationsentwicklung: Parallelen zwischen 1960/70er und 2010/20er



Quellen: Federal Reserve, eigene Berechnungen



sentliche Unterschiede aufweisen. Die „Große Inflation“ Ende der 1960er- und Anfang der 1970er-Jahre war das Produkt einer Vielzahl an Faktoren und

stark durch strukturelle Probleme geprägt. Dazu gehörten die hohe Energieabhängigkeit vom Ausland, starke Gewerkschaften, eine fehlerhafte Geldpolitik sowie hohe Staatsausgaben. Letztere kamen vor allem durch Präsident Johnsons „Great Society“-Gesetzgebung zustande, die umfangreiche Ausgabenprogramme für eine Vielzahl sozialer Initiativen initiierte – und das zu einer Zeit, als die Haushaltslage durch den Vietnamkrieg bereits enorm belastet war. Die „Große Inflation“ ist aber im Wesentlichen ein Resultat des Kollapses des Bretton-Woods-Systems, das die Nachkriegszeit maßgeblich geprägt hatte, aber 1971 ausgesetzt und 1973 letztlich abgeschafft wurde.

Diese Probleme wurden durch die wiederholten Energiekrisen vergrößert, die den Ölpreis in die Höhe trieben und das Wachstum in den USA beeinträchtigten. Die erste Ölkrise, die durch ein arabisches Ölembargo im Oktober

1973 ausgelöst wurde, führte zu einer Vervierfachung des Ölpreises. Im Zuge der iranischen Revolution 1979 stieg der Ölpreis dann noch einmal um das Dreifache. In einer Volkswirtschaft, die wesentlich stärker auf der Industrie – und damit auch auf Öl – basierte als dies heutzutage der Fall ist, wirkte dies stark wachstumshemmend und gleichzeitig inflationstreibend.

Geringeres Inflationsrisiko in Europa

In Europa war 2024 eine gegenteilige Tendenz zu beobachten. Wichtige Länder der Eurozone, allen voran Deutschland und Frankreich, schwächeln konjunkturell. Der erwartete Zinssenkungspfad hat sich seit September – im Unterschied zu den Vereinigten Staaten – konsequenterweise noch verfestigt. Ebenfalls im Unterschied zu

”

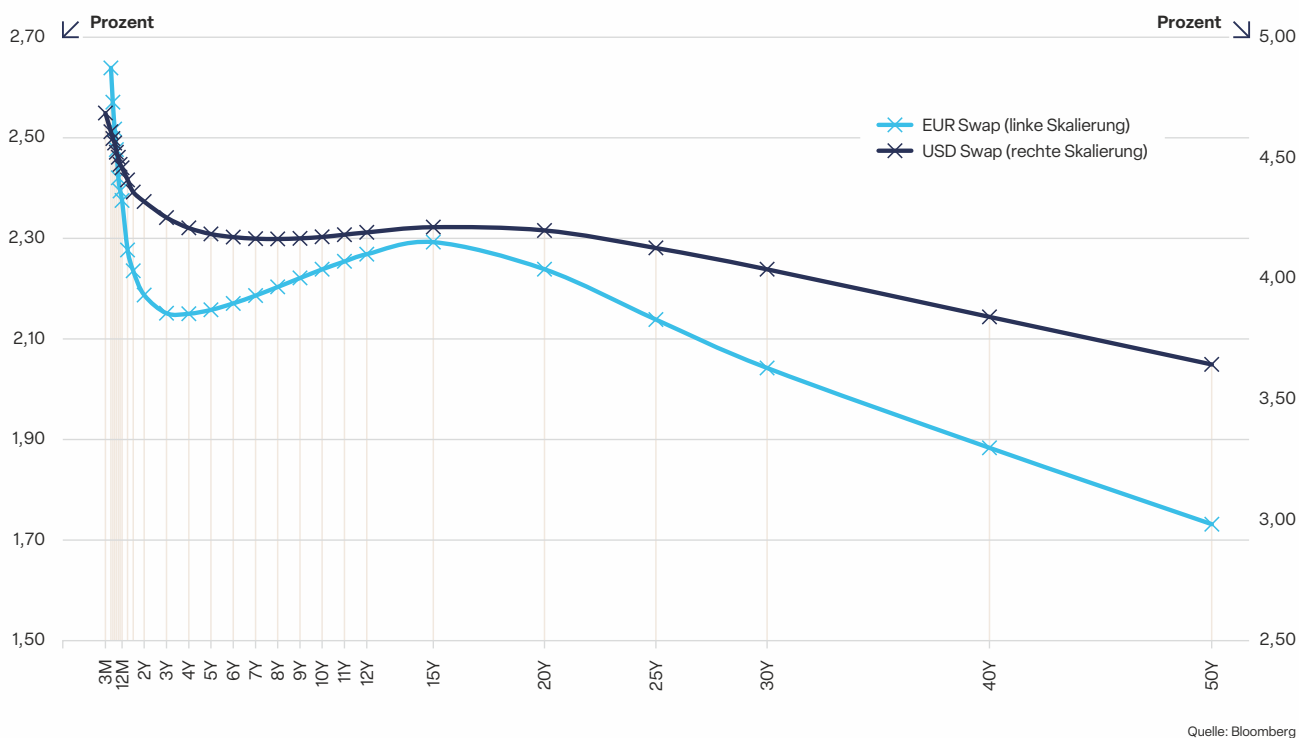
Inflation kann verschiedene Ursachen haben



Weitere Zinssenkungen durch die EZB sind zu erwarten.

© Michael – stock.adobe.com

Swap-Kurve: EUR und USD



den USA ist das Inflationsrisiko auf dem Alten Kontinent weitaus geringer. Insbesondere die hohe Exportabhängigkeit Europas von China, das konjunkturell gravierende Schwächen aufweist, dürfte sich als konjunktur- und inflationshemmend erweisen. In China besteht darüber hinaus die Gefahr, dass die dramatische Immobilienblase selbst bei einer langsamen und kontrollierten Bereinigung zu einer jahrelangen Deflation und Konsumschwäche führen wird, unter welcher allen voran Europa zu leiden haben wird. Eine weitere Senkung des Leitzinses durch die EZB erscheint daher unausweichlich. Das letzte Update der makroökonomischen Prognosen der EZB untermauert diese Einschätzung. Denn sowohl die Prognosen der Inflation als auch die BIP-Prognosen liegen unter den jeweiligen Werten vom September.

Die sich daraus ergebende geldpolitische Divergenz zwischen Europa und den Vereinigten Staaten dürfte also im Jahr 2025 anhalten. Davon wird auch der Wechselkurs des Euro zum US-Dollar beeinflusst, wie schon jetzt festzustellen ist. Eine weitere Abwertung des Euros ist nicht zu erwarten, außer es geschehen unerwartete Ereignisse.

Anleihen von Unternehmen relativ teuer

Der Start in das Kalenderjahr 2025 erfolgt bei den Kreditrisikoprämien auf Rekordtiefs. Mit 82 Basispunkten herrschten im USD-Investmentgrade-Bereich lediglich Ende 1996 (60 Basispunkte) und 1997 (70 Basispunkte)

niedrigere Risikoprämien vor. Auch bei in Euro denominierten Unternehmensanleihen sind hohe Bewertungsniveaus zu sehen. Mit knapp über 100 Basispunkten handelten Investmentgrade-Anleihen zwar in den zehn Jahren vor Ausbruch der globalen Finanzkrise (1996 bis 2006) auf niedrigeren Spreadniveaus. Seit 2007 fielen die Kreditrisikoprämien im europäischen Investmentgrade-Segment aber ausnahmslos höher aus. Zur Erinnerung: Kreditrisikoprämien (auch Credit Spreads genannt) bei Unternehmensanleihen bezeichnen den Zinsaufschlag, den ein Unternehmen gegenüber einer risikofreien Anleihe (z.B. Staatsanleihe) zahlen muss, um Investoren für das eingegangene Ausfallrisiko zu kompensieren. Je niedriger der Credit Spread ist, desto teurer ist der Bond im Vergleich zu einer sicheren Staatsanleihe.



”

Die
Ausfallquoten bei
Unternehmensanleihen
sind niedrig

US-Hochzinsanleihen sind extrem hoch bewertet.

© Andy Dean – stock.adobe.com

Im Hochzinsbereich erscheint die Überbewertung noch eklatanter. In US-Dollar denominierte Hochzinsanleihen rentieren mit einem Renditeaufschlag auf absolutem Rekordtief. Über die letzten 29 Jahre betrug der Risikoaufschlag in den USA 544 Basispunkte. Per Jahresultimo lag er nie niedriger als die aktuell vorherrschenden 292 Basispunkte. In Euro beträgt der Kreditrisikoaufschlag 311 und wurde nur dreimal geringfügig unterschritten; 278 im Jahr 2004, 227 im Jahr 2006 und 279 im Jahr 2017. Mit 593 Basispunkten lag der Durchschnitt seit 1997 aber auch in Europa deutlich höher.

Die aktuell vorherrschenden niedrigen Risikoprämien auf Unternehmensanleihen stellen mit Blick auf die Performance durchaus eine Herausforderung dar. Gleichzeitig darf aber nicht vergessen werden, dass die Ausfallquote

bei Unternehmensanleihen mit Investmentgradequalität im langfristigen Durchschnitt mit rund 0,1 % p.a. vernachlässigbar gering war. Wenngleich es also deutlich bessere Zeitpunkte mit höheren Kreditrisikoprämien und korrespondierend höheren Ertragserwartungen gab, so dürfte ein Investment in ein diversifiziertes Portfolio von Investmentgrade-Unternehmensanleihen mittelfristig eine Rendite über jener von Staatsanleihen erbringen. Die Zeit bis zur Fälligkeit kann (und wird vermutlich) allerdings von höher als üblicher Volatilität begleitet werden.

Nicht vergessen werden sollte in diesem Kontext außerdem, dass Unternehmensanleihen bedingt durch das vergleichsweise hohe, sich im restriktiven Bereich befindliche Zinsniveau mit einer auskömmlichen Gesamrendite ausgestattet sind, die ein Polster ge-

gen widrige Bewegungen darstellt. Die Rendite auf eine durchschnittliche Investmentgrade-Unternehmensanleihe müsste auf ein Jahr gesehen etwa um 0,6 %-Punkte ansteigen, um eine negative Rendite zu erzielen.

Die Performanceaussichten von Hochzinsanleihen sind mit größeren Gefahren behaftet: Die langfristige Ausfallwahrscheinlichkeit von rund 4,5 % wird – selbst unter Einberechnung der durchschnittlichen Recovery-Rate von rund 40 % – durch Kreditrisikoprämien von rund 290 Basispunkten nur knapp kompensiert. In diesem Fall wären lediglich die Ausfälle ausgeglichen, sodass kein Verlust entsteht. Anleger, die in Hochzinsanleihen investieren, würden in diesem Fall für das Risiko nicht (ausreichend) kompensiert werden (siehe nachfolgende Grafik für eine Darstellung des Zusammenhangs

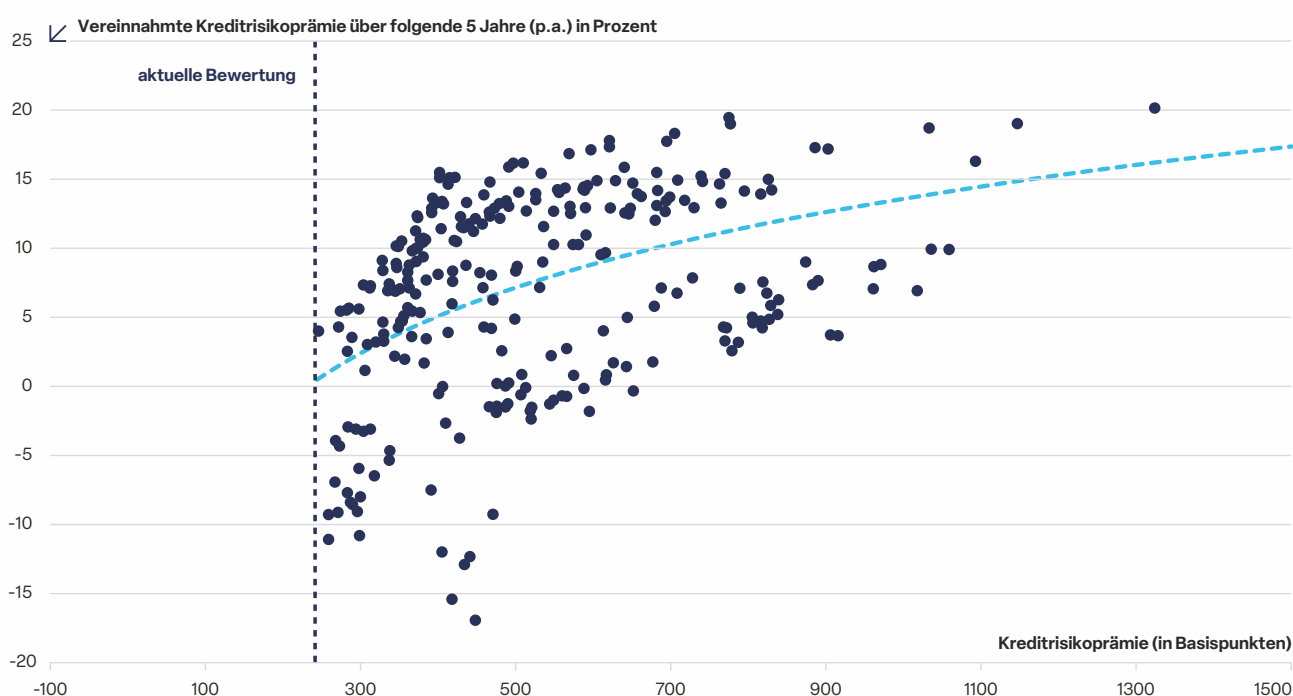
zwischen Anfangsrisikoprämien und (Überschuss-)Ertrag). Ex post wären in einem solchen Fall Investmentgrade-Anleihen mit historisch niedrigen, aber positiven Ertragsaussichten eindeutig zu bevorzugen.

Fazit: Wesentliche Teile des festverzinslichen Marktes sind nach traditionellen Bewertungsmethoden ambitioniert bewertet. Bei qualitativ hochwertigen Unternehmensanleihen liegen die Kreditrisikoprämien zwar weit unter dem historischen Durchschnitt. Allerdings kommt es hier sehr selten zu Zahlungsausfällen. Auf mittlere Sicht stellen Investmentgrade-Anleihen deshalb eine attraktive Investitionsgelegenheit dar, wenngleich mit höherer Volatilität gerechnet werden muss. Hierzu trägt auch das verhältnismäßig hohe Zinsniveau bei. Sowohl in Europa als auch den Vereinigten Staaten dürfte das

Zinsniveau nach wie vor im restriktiven Bereich liegen und sollte von den Notenbanken sukzessive reduziert werden. Bei Hochzinsanleihen liegt der aktuell vorherrschende Spread auf historischen Tiefständen, was eine äußerst positive konjunkturelle Entwicklung erforderlich macht. Negative Überraschungen dürften zu deutlichen Verlusten führen. Die Volatilität dürfte sich erhöhen.

Während passive Strategien im festverzinslichen Segment bedingt durch die beispiellose Einengung der Kreditrisikoprämien bis zuletzt gute Renditen erwirtschaften konnten, sollten aktive Strategien 2025 wieder vermehrt an Bedeutung hinzugewinnen. Wichtig ist bei solchen, dass sie jene Bereiche mit dem schlechtesten Chance-Risiko-Verhältnis meiden und Alpha in Nischen suchen können.

Hochzinsbewertung und anschließende Performance



Quellen: Intercontinental Exchange, eigene Berechnungen



AUSBLICK 2025

Rohstoffe

Rohstoffpreise zeigten in 2024 ein gemischtes Bild. Besonders im Fokus steht traditionell der Ölpreis. Trotz der erhöhten Spannungen im Nahen Osten verbilligte sich der Preis für ein Barrel WTI-Rohöl im abgelaufenen Kalenderjahr. Ende Dezember notierte er im Bereich der mehrjährigen Unterstützung von 65 bis 69 US-Dollar. Tatsächlich ist das globale Angebot mehr als ausreichend, um die Nachfrage zu decken. Dennoch dürfte die weltweite Nachfrage 2025 zunehmen, wenn auch nur leicht.

Unter den Agrarrohstoffen stiegen die Preise für Kaffee auf den höchsten

Stand seit den 1970er Jahren und Kakao erreichte in 2024 mehrfach neue Allzeithöchststände. Beide Entwicklungen sind durch niedrige Ernten zu begründen, was teilweise auch auf klimatische Einflüsse zurückgeführt wird. Bei den Industriemetallen stiegen die Preise von Aluminium, Zink und Kupfer.

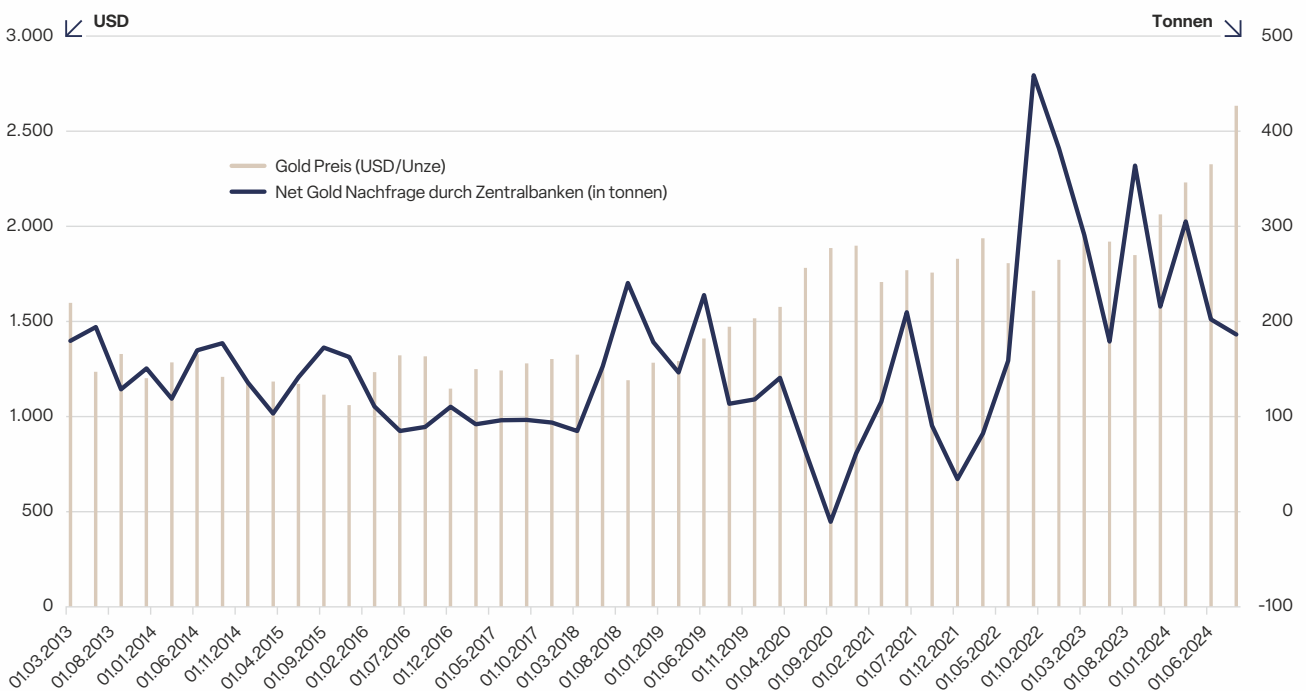
Zentralbanken kaufen Gold

Im Rallyemodus präsentierte sich der Goldpreis, der im abgelaufenen Jahr um 27,2 Prozent zulegte. Hauptursache

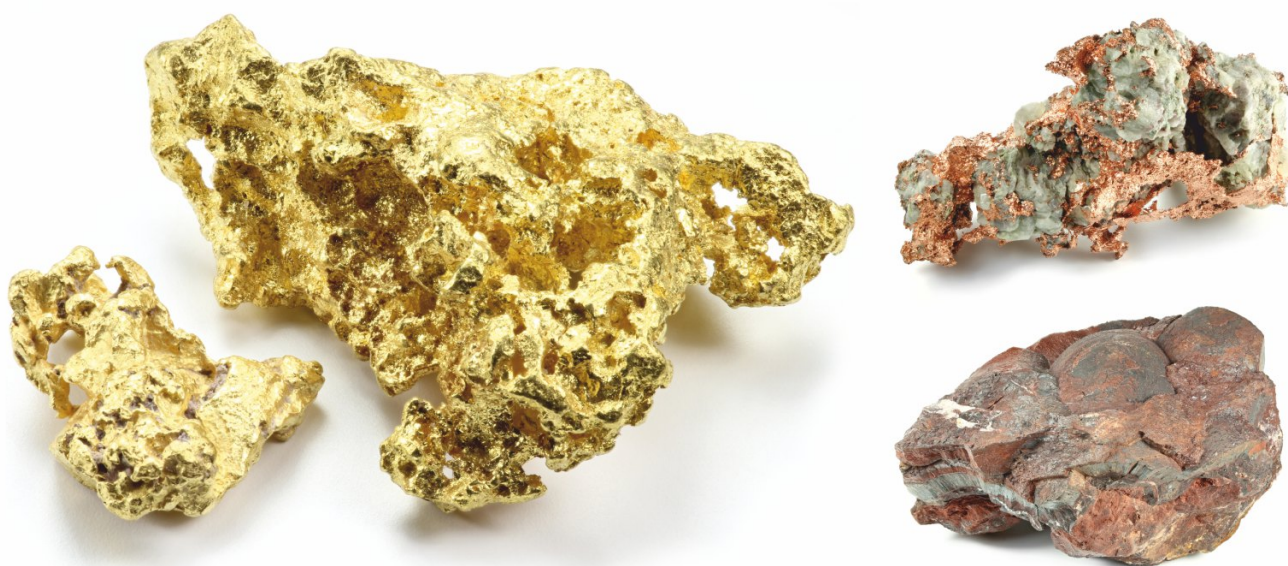
ist die Diversifikation der Währungsreserven vieler Zentralbanken, insbesondere aus den Schwellenländern, aber auch China. Diese wollen sich unabhängiger von den USA und dem US-Dollar machen. Zudem wurden in den vergangenen Monaten, ausgelöst durch die Zinssenkungen der Fed und EZB, steigende Zuflüsse in Gold-ETFs verzeichnet.

Oft im Schatten von Gold, stand Silber im Jahr 2024 dem großen Bruder in der Wertentwicklung in nichts nach. Silber profitiert von einer starken Nachfrage, vor allem aus dem industriellen Bereich. Inzwischen übersteigt die

Goldmarkt



Quelle: Bloomberg



Die einzelnen Rohstoffpreise entwickeln sich sehr unterschiedlich.

© Björn Wylezich – stock.adobe.com

Nachfrage nun schon das dritte Jahr in Folge die Produktion.

Große Nachfrage aus China

In 2025 dürfte für zyklische Rohstoffe wie Öl, Kupfer und Eisenerz der größte Einflussfaktor die versprochene Unterstützung der chinesischen Wirtschaft durch die Regierung und staatsnahe Unternehmen sein. Als Werkbank der Welt ist China zum größten Rohstoffkonsumenten aufgestiegen. Mit den neuen Konjunkturmaßnahmen sollen der angeschlagene Immobiliensektor

gerettet und der Konsum angeregt werden. Damit einher geht eine größere Nachfrage nach Rohstoffen. Auch Indien, mit einem seit Jahren starken Wirtschafts- und Bevölkerungswachstum, tritt zunehmend als Nachfragefaktor in Erscheinung, um die in vielen Bereichen unterentwickelte Infrastruktur anzupassen.

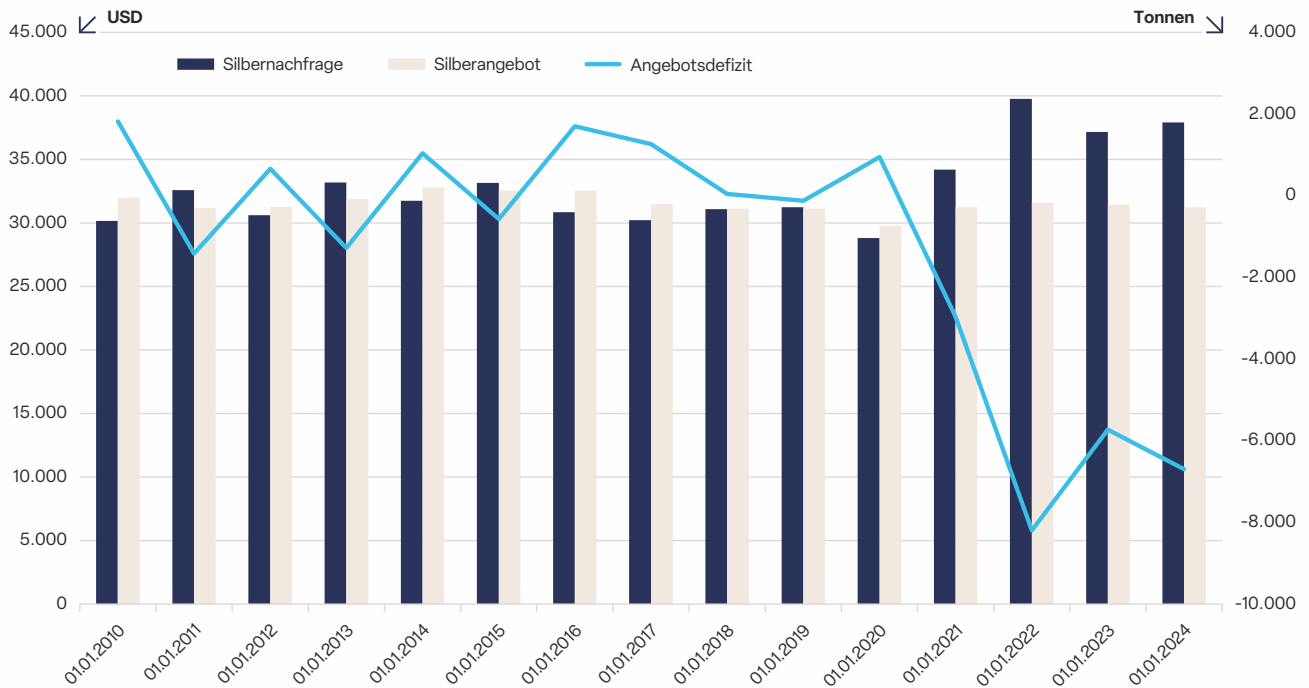
Die politisch gewollte Dekarbonisierung von großen Volkswirtschaften führt schon heute und auch für die nächsten Jahre zu einer hohen Nachfrage nach Kupfer. Da neues Angebot nur langsam auf den Markt kommt, ist die Perspektive für das Metall auch im Jahr 2025 weiterhin gut.

„

Auch der Silberpreis ist stark gestiegen



Silbermarkt



Quelle: Bloomberg

Eine besondere Situation zeichnet sich bei Silber ab. Das Edelmetall profitiert zum einen von der Entwicklung des Goldpreises, zum anderen gibt es eine hohe industrielle Nachfrage, vor allem

aus dem Bereich Photovoltaik. Dies führt dazu, dass sich das mehrjährige Angebotsdefizit ausweitet und den Preis stützt. Wir sehen durchaus die Chance, dass sich der Silberpreis im

neuen Jahr besser entwickelt als Gold.

Intakter Goldtrend

Die Goldkäufe der Zentralbanken dürften auch in 2025 hoch bleiben, ergänzt durch eine steigende Nachfrage von Investoren. Auch wenn der Goldpreis bereits eine starke Entwicklung hinter sich hat, so ist der Trend zunächst weiter intakt. Aufgrund der sehr starken Entwicklung der letzten Jahre muss aber zunehmend mit längeren Konsolidierungsphasen gerechnet werden.

Für die Agrarrohstoffe Kaffee und Kakao scheint sich eine Konsolidierung abzuzeichnen. Zu beachten ist, dass Rohstoffe im Allgemeinen meist hohen Schwankungen unterliegen und daher stark risikobehaftet sind.



Auch der Silberpreis entwickelt sich sehr positiv.

© Björn Wylezich – stock.adobe.com

AUSBLICK 2025

Private Equity

Der Private-Market-Sektor zeigte 2024 Anzeichen einer Stabilisierung. Bewertungsmultiplikatoren kamen zurück und erreichten ein gesundes Niveau. Dies trug dazu bei, dass die Unsicherheiten abnahmen und sich der Markt langsam wieder belebte. So stieg die Anzahl der Finanzierungsrunden im Vergleich zu 2023 leicht an, obwohl ein signifikanter Teil davon durch notwendige Kapitalaufnahmen getrieben war. Da viele Unternehmen auf dringend benötigtes Kapital angewiesen waren, gab es eine Vielzahl an Downrounds, also Finanzierungsrunden, die auf Basis einer niedrigeren Bewertung als die vorherige durchgeführt wurden.

Das Fundraising-Umfeld für Private-Equity- und Venture-Capital-Fonds blieb schwierig. Gründe hierfür sind weiterhin zurückhaltende Ausschüttungen und Überallokationen bei insti-

tutionellen Anlegern. Nach Angaben des Datendienstleisters PitchBook gingen die Fundraising-Aktivitäten im ersten Halbjahr 2024 um 18 % im Vergleich zum Vorjahreszeitraum zurück. In der zweiten Jahreshälfte wendete sich das Blatt. Viele Portfolios verzeichneten zum ersten Mal seit zwei Jahren wieder eine positive Neubewertung. Diese Entwicklung wurde durch die erneute Wahl von Donald Trump beschleunigt, die insbesondere im Technologiesektor für einen Aufschwung sorgte.

Gute Aussichten für Private Equity

Für das Jahr 2025 sind die Perspektiven im Bereich Private Equity gut. Die Unsicherheiten sind weitestgehend verfliegen und die gesunden Marktkon-

ditionen schaffen eine stabile Grundlage für Unternehmen und Investoren. Der Dealflow könnte 2025 weiter zunehmen, was auf eine wachsende Risikobereitschaft und verbesserte wirtschaftliche Bedingungen hinweist.

Ein entscheidender Faktor für die Private Markets bleibt die Entwicklung der Leitzinsen. Die US-Notenbank Fed hat signalisiert, dass die Zinsen im Jahr 2025 weiter sinken könnten. Dies würde Unternehmen zusätzlichen finanziellen Spielraum für Investitionen und Wachstum geben und den Kapitalmarkt weiter beleben.

Die Wahl Donald Trumps hat ebenfalls einen positiven Einfluss auf die US-Märkte, insbesondere durch die Öffnung von Staatsaufträgen für innovative Unternehmen. Dies könnte auch den IPO-Markt wiederbeleben, der seit 2022 nahezu zum Stillstand gekommen ist. Für das neue Jahr wird mit einer leichten Zunahme von Börsengängen gerechnet, da Unternehmen und Investoren von den positiven wirtschaftlichen Rahmenbedingungen profitieren.

Fazit: Mit einer Kombination aus stabilisierten Bewertungsmultiplikatoren, sinkenden Leitzinsen, der wirtschaftsfreundlichen Politik der Trump-Administration und verbesserten IPO-Aussichten stehen die Zeichen für die Private Markets auf Wachstum. Das Jahr 2025 könnte ein Wendepunkt für diese Asset-Klasse sein und neue Chancen für Investoren und Unternehmen gleichermaßen bieten.



Der IPO-Markt könnte sich 2025 wieder beleben.

© Funtap – stock.adobe.com



Fazit



Sven Langenhan,
Leiter Investment Office

Ein erneut außergewöhnlich gutes Börsenjahr liegt hinter uns. Nachdem 2023 den Anlegerinnen und Anlegern nach einem zuvor ernüchternden Jahr 2022 wieder viel Freude bereitet hatte, waren nicht wenige skeptisch ob der Perspektiven für 2024. Die viel zitierte und von einigen nahezu herbeigesehnte Rezession in den USA blieb aus und auch die diversen globalen Krisenherde konnten der Börsenstimmung keinen nachhaltigen Dämpfer zufügen. Erneut hat sich gezeigt, dass es oftmals erstens anders kommt und zweitens als man denkt. An dieser Stelle sei daher nochmals an das im Editorial zitierte Bonmot hinsichtlich der Güte von Zukunftsprognosen erinnert.

Gute Perspektiven

Nach vorne blickend gibt es unzählige Gründe, warum der ca. zwei Jahre andauernde Aktienboom ein jähes Ende

finden könnte. Auf der anderen Seite muss man konstatieren, dass viele Schreckgespenster sich nicht materialisiert haben und in die Zukunft gerichtet auch nicht müssen. Viele Investoren haben Teile der fulminanten Rally aufgrund einer zurückhaltenden Gesamtallokation verpasst. Auch wir hätten mit einer offensiveren Ausrichtung eine noch bessere Rendite erzielen können. Dennoch sind wir unter Berücksichtigung der Ausgangslage und der beim Anlagemanagement immer notwendigen vorausschauenden Handlungsweise mit den erzielten Ergebnissen in der Breite sehr zufrieden. Es gibt aber auch viele Marktteilnehmer, die aufgrund der Kombination von zu vorsichtiger Allokation oder übermäßigen Wetten auf eine US-Rezession gepaart mit ungünstiger Einzeltitelwahl (Stichworte „Magnificent 7“ oder „Big Tech“ allgemein) dem Markt deutlich hinterherhinken. Dies dürfte Rücksetzer, die aufgrund der hohen Bewertungen sowohl am Aktien- als auch dem Unternehmensanleihenmarkt etwas heftiger ausfallen könnten, begrenzen. Denn viele Investoren warten auf gute Einstiegsmöglichkeiten, so dass in einem nach wie vor liquiditätsstarken Investitionsumfeld ausreichend Kapital zur Verfügung steht. Zudem bietet die zunehmende Divergenz in den Märkten eine gute Chance für tatsächlich aktive Anleger. Die großen Indizes, allen voran der S&P 500, wurden schon das zweite Jahr in Folge von relativ wenigen Aktienwerten getragen. Was im Übrigen auch die heterogene wirtschaftliche Entwicklung in einzelnen Branchen der USA widerspiegelt. Die

Flut hat am Ende alle Boote (wie zum Beispiel die passiven Aktien-ETFs) gehoben. Wenn allerdings die Ebbe kommen sollte, wird man sehen, wer ohne Badehose im Wasser steht – um hier einmal die Investmentlegende Charlie Munger zu zitieren.

Wenig Spielraum bei Bewertungen

Im Umfeld der deutlich gestiegenen Bewertungen, also einer teils massiven Ausweitung der Gewinnmultiplikatoren, gibt es nur noch wenig Raum für mögliche Wachstumsenttäuschungen (siehe Grafik auf Seite 6, MSCI World Index Vorwärts KGV vs. 10-Jahres Weltrendite). Zumal ein wesentlicher Treiber dieser Bewertungsausweitungen, das jahrelange sehr niedrige Zinsniveau, nicht so schnell wie von vielen erwartet oder sogar für sehr lange Zeit gar nicht wiederkehren dürfte. Gleiches gilt für die Risikoaufschläge von Unternehmensanleihen, welche auf historisch sehr niedrigen Niveaus liegen und insbesondere im Bereich der risikoreicheren Hochzinsanleihen keinen angemessenen Puffer mehr bieten. Umso wichtiger wird es sein, bei jedem Einzelinvestment genau hinzuschauen und selektiv vorzugehen. Ein umsichtiger Anlagestil, bei dem man investiert bleibt, aber nicht euphorisch wird und etwas Pulver für das Nutzen sich bietender Opportunitäten trocken hält, ist weiterhin angebracht. Dabei sollten wir uns langfristig – also deutlich über das Jahr 2025 hinaus – be-

wusst sein, dass die kommenden Jahre tendenziell niedrigere Aktienmarktrenditen versprechen als die vergangenen Jahre. Mit einer zusätzlichen Ausweitung der Bewertungen, welche einen guten Teil der Wertentwicklung der letzten Dekade beigesteuert hat, sollte man nicht mehr rechnen. Vielmehr dürfte das Wertsteigerungs- und Ertragspotenzial wieder im Bereich der Gewinnentwicklung von den investierten weltweiten Unternehmen liegen (siehe Grafik auf Seite 5, MSCI World Index vs. Gewinnentwicklung). Also im Bereich von ca. 6 % pro Jahr, welches gleichwohl weiterhin nicht linear verteilt sein wird. Sollte sich das

Bewertungsniveau von Aktien über die Zeit etwas einengen, bietet das unterliegende Gewinnwachstum der Unternehmen ausreichend Puffer, um langfristig immer noch auskömmliche Renditen zu erzielen. Zumal sich Gewinnpotenziale innerhalb der Wirtschaft verschieben und das Gewinnwachstum der Gesamtwirtschaft das Ergebnis aus dem Durchschnitt sehr guter, aber auch weniger guter Unternehmensentwicklungen ist. Je heterogener sich die Wirtschaft entwickelt, desto mehr kann aktives Portfolio-Management finanziellen Mehrwert für Anlegerinnen und Anleger kreieren. Ergänzend bietet das im Vergleich

höhere Zinsniveau, welches bis auf weiteres auch oberhalb des Durchschnitts der letzten Dekade bleiben dürfte, für gemischte Portfolios einen nunmehr höheren Renditebeitrag.

”

**Aktives
Portfolio-Management
bleibt wichtig**

MSCI World Index Vorwärts-KGV vs. 10-Jahres „Weltrendite“



Quelle: Bloomberg

HRK LUNIS AG

HRK LUNIS Frankfurt

Friedrichstraße 31
60323 Frankfurt am Main

Telefon: +49 (0)69 66773835-0
E-Mail: frankfurt@hrklunis.de

HRK LUNIS Hamburg

Cölln-Haus / Brodschangen 3 - 5
20457 Hamburg

Himmelstraße 2
22299 Hamburg

Telefon: +49 (0)40 82217750-0
E-Mail: hamburg@hrklunis.de

HRK LUNIS Berlin

Lassenstraße 23
14193 Berlin

Telefon: +49 (0)30 72621512-0
E-Mail: berlin@hrklunis.de

HRK LUNIS Hannover

Ernst-August-Platz 10d
30159 Hannover

Telefon: +49 (0)511 9368970-0
E-Mail: hannover@hrklunis.de

HRK LUNIS Stuttgart

Panoramastraße 17
70174 Stuttgart

Telefon: +49 (0)711 2070207-0
E-Mail: stuttgart@hrklunis.de

HRK LUNIS München

Steinsdorfstraße 13
80538 München

Möhlstraße 9
81675 München

Telefon: +49 (0)89 216686-0
E-Mail: muenchen@hrklunis.de

HRK LUNIS Ingolstadt

Theodor-Heuss-Straße 53
85055 Ingolstadt

Telefon: +49 (0)89 216686-0
E-Mail: ingolstadt@hrklunis.de

HRK LUNIS Schonungen

Am Brauhaus 2
97453 Schonungen

Telefon: +49 (0)9727 90792-60
E-Mail: schonungen@hrklunis.de

Disclaimer

Bei dem vorliegenden Dokument handelt es sich um eine Marketing-Kommunikation der HRK LUNIS AG, Friedrichstraße 31, 60323 Frankfurt am Main, die zu reinen Informationszwecken dient und nicht den Anspruch auf vollständige Darstellung erhebt.

Sie stellt weder ein Angebot noch eine Empfehlung/Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzprodukten dar und ersetzt nicht die Beratung und Risikoaufklärung durch Ihren persönlichen Berater.

Individuelle Steuer- und/oder Rechtsfragen bitten wir Sie, bei Bedarf mit einem Angehörigen der steuer- und/oder rechtsberatenden Berufe zu besprechen.

Obwohl diese Unterlagen mit großer Sorgfalt erstellt wurden, kann die HRK LUNIS AG keine Haftung für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Zweckmäßigkeit des Inhalts übernehmen.

Die Haftung wegen Vorsatz und grober Fahrlässigkeit bleibt unberührt.

HRK LUNIS AG, Friedrichstraße 31, 60323 Frankfurt am Main.

Wenn **Vermögensverwaltung** in höchster Qualität gelebt wird.



HRK LUNIS AG

Friedrichstraße 31
60323 Frankfurt am Main

Telefon: +49 (0)69 66773835-0
E-Mail: info@hrklunis.de

<https://hrklunis.de>





HRK LUNIS
Vermögensverwaltung

Wenn **Vermögensverwaltung**
in höchster Qualität gelebt wird.