



Konjunktur und Strategie

12. Dezember 2024

Ausblick 2025 (III): Aktienmärkte trotz den politischen Risiken

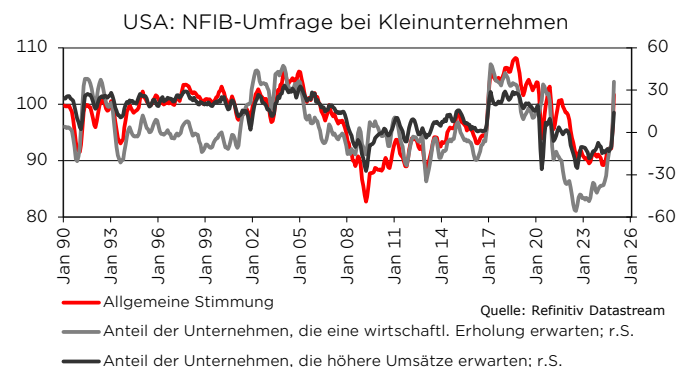
Die internationalen Aktienmärkte blicken auf ein weiteres gutes Jahr zurück. Trotz diverser Belastungsfaktoren, insbesondere von geopolitischer Seite, aber auch aufgrund der schwachen konjunkturellen Dynamik in Europa und China, legten die meisten Aktienindizes zum Teil deutlich zu. Zu den größten Gewinnern zählten einmal mehr die US-Aktienmärkte. In Europa zeigte sich dagegen ein heterogeneres Bild. Während sich der deutsche DAX überraschend gut entwickelte, gehörten französische Aktien zu den großen Verlierern. Der Ausblick auf das Jahr 2025 wird von den konjunkturellen Herausforderungen und insbesondere von der Rückkehr Donald Trumps ins Weiße Haus geprägt sein.

<https://www.youtube.com/mmwarburgco>

US-Konjunktur als Stütze für die Weltwirtschaft

Nachdem die USA im Jahr 2024 eine Rezession vermeiden konnten und sogar überraschend stark gewachsen sind, erwarten wir auch für 2025 ein solides Wirtschaftswachstum von rund 2,6 Prozent. Damit avancieren die USA wieder zur Wachstumslokomotive der Weltwirtschaft, nachdem China diese Rolle immer weniger ausfüllen kann. Hintergrund der soliden Entwicklung in den USA ist zum einen der private Konsum, der von einem stabilen Arbeitsmarkt und steigenden Reallöhnen profitiert. Zum anderen haben die Amerikaner ihren Standortvorteil durch eine sichere und günstige Energieversorgung, umfangreiche Subventionsprogramme und nicht zuletzt durch ein innovatives und unternehmerfreundliches Umfeld ausgebaut und damit neue Industriebetriebe

angezogen. Die „America First“-Politik des designierten US-Präsidenten Trump könnte mit Steuersenkungen und Deregulierung das i-Tüpfelchen setzen, denn erstmals seit langem blicken auch kleine und mittlere US-Unternehmen wieder zuversichtlicher in die Zukunft.



Herausforderungen in Europa nehmen zu

Die europäische Konjunktur dürfte dagegen unter einem US-Präsidenten Trump zusätzlich leiden, da die Einführung neuer US-Importzölle auf europäische Waren die Exporte belasten wird. Da Europa, insbesondere Deutschland, zudem mit strukturellen Problemen zu kämpfen hat, wird die Wirtschaft 2025 ein weiteres Jahr schwach bleiben. Zwar werden weiter rückläufige Inflationsraten, insbesondere bei den Dienstleistungen, und steigende Realeinkommen den Konsum stützen, aber fehlende Impulse von der Weltwirtschaft verhindern vorerst eine stärkere Erholung.

Da sich auch die konjunkturelle Dynamik in den Schwellenländern, vor allem in China, nicht wesentlich verbessern wird, werden es die europäischen Unternehmen im kommenden Jahr schwer haben, ihre Umsätze und Gewinne deutlich zu steigern. Rückenwind erhalten sie allerdings von der Europäischen Zentralbank, da sich die

Konjunktur und Strategie

Refinanzierungsbedingungen durch weitere Zinssenkungen verbessern. Zudem könnte ein stärkerer US-Dollar Unternehmen mit höheren Umsatzanteilen in den USA zugutekommen.

Tech-Sektor bleibt ein Wachstumsmotor

Wir gehen davon aus, dass das durchschnittliche Gewinnwachstum der europäischen Unternehmen bis 2025 im mittleren einstelligen Prozentbereich liegen wird. Die Spanne wird jedoch sehr groß sein, da viele Unternehmen stark unter der neuen US-Handelspolitik leiden werden, während Firmen, die mehr in den USA produzieren, sogar davon profitieren könnten.

Deutlich zuversichtlicher sind wir hingegen für die Gewinne der US-Unternehmen. Eine solide konjunkturelle Entwicklung, Deregulierung und Steuersenkungen sollen eine stabile Basis für ein durchschnittliches Gewinnwachstum der US-Unternehmen von rund 15 Prozent bilden. Während in den vergangenen Jahren vor allem die US-Technologiekonzerne für Wachstum sorgten, halten wir 2025 eine deutlich ausgewogenere Entwicklung durch eine Vielzahl von Unternehmen aus unterschiedlichen Branchen für wahrscheinlich. Gleichzeitig dürfte der Wachstumsmotor der US-Technologiekonzerne weiter auf Hochtouren laufen, da viele positive Gewinntreiber im Bereich der Megatrends angesiedelt sind. Dies gilt insbesondere für den Bereich der Künstlichen Intelligenz, der unseres Erachtens erst am Anfang der Ausschöpfung seines positiven Potenzials steht.

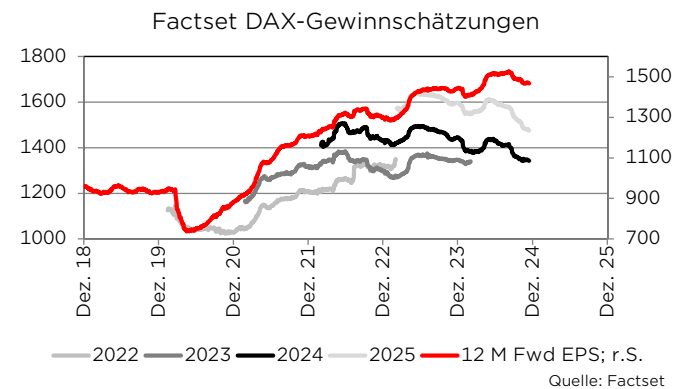
Überblick über die US-Aktienmärkte (Quelle: Factset)

	Gewinnwachstum			Gewinnrevisionen		KGV	Kennzahlen PB	Div.rend
	2024	2025	2026	-1M 24	-1M 25			
Cons Discr.	15,3%	12,3%	14,1%	0,16	0,25	30,2	8,3	0,6
Cons Staples	1,3%	5,5%	8,4%	-0,26	-0,35	22,4	6,0	2,4
Energy	-18,6%	6,6%	16,8%	0,14	-0,12	14,0	2,0	3,4
Financials	16,9%	8,4%	12,2%	0,06	0,57	17,0	2,2	1,6
Health Care	5,2%	20,7%	10,6%	-0,44	-0,03	17,9	4,5	1,7
Industrials	-0,3%	18,5%	14,5%	-0,34	-0,45	23,1	5,9	1,4
Inform Techn	17,9%	22,7%	16,5%	0,57	1,74	29,7	10,5	0,6
Materials	-8,8%	19,1%	13,5%	-0,96	-1,78	19,7	2,8	1,9
Comm Serv	23,8%	15,1%	12,7%	-0,45	0,23	19,4	4,2	0,9
Utilities	9,6%	8,6%	8,0%	0,18	0,09	17,9	2,1	3,1
Real Estate	1,0%	3,8%	7,0%	1,03	0,61	18,4	3,2	3,6
S&P500	9,7%	14,8%	13,2%	0,01	0,46	22,3	4,7	1,3
Dow Jones	8,2%	14,4%	11,7%	-0,36	0,19	20,5	5,1	1,7
Nasdaq Comp	20,4%	25,4%	18,5%	0,01	0,81	28,7	6,1	0,7
Nasdaq Biotech	-20,3%	85,0%	40,3%	0,97	-0,41	38,1	3,5	1,4
Philadelphia SOX	8,3%	38,1%	22,2%	1,17	3,46	28,6	8,7	0,6
Nasdaq 100	15,8%	20,9%	16,5%	0,18	0,99	28,5	8,1	0,6
Russell 2000	-11,2%	42,7%	30,3%	-8,29	-3,04	26,2	1,6	1,5
S&P 600	-3,1%	17,9%	18,7%	-2,15	-0,62	16,8	1,3	1,8
S&P 400	-3,3%	13,3%	14,9%	-0,24	-0,28	16,8	2,3	1,4

Aktienindizes erreichen neue Rekordständen in 2025

Für die 40 DAX-Unternehmen prognostizieren wir für das Jahresende 2025 einen Stand von 21.000 Punkten. Die Gewinnerwartungen der Unternehmensanalysten, die für 2025 ein Plus von zehn Prozent und für 2026 von knapp 14 Prozent prognostizieren, halten wir erneut für zu optimistisch. Angesichts der schwierigen konjunkturellen Lage in Deutschland, Europa und in China sowie

der Tatsache, dass die Preise nicht mehr so leicht angehoben werden können, stagnierten die DAX-Gewinne in den vergangenen zwei Jahren. Und das, obwohl rund 25 Prozent der Umsätze in den USA erzielt werden. Wir gehen daher davon aus, dass die Unternehmen ihre Gewinne im kommenden Jahr leicht und 2026 wieder etwas stärker steigern können. Zudem gehen wir von einem unveränderten Bewertungsniveau des DAX aus, das derzeit mit einem KGV von 13,9 auf Basis der für die nächsten 12 Monate erwarteten Gewinne etwas über dem historischen Durchschnitt liegt. Unter ähnlichen Annahmen erwarten wir für den EuroStoxx50 einen Wert von 5.100 Punkten und für den Stoxx50 einen Wert von 4.600 Punkten zum Jahresende 2025. Höhere Kursziele wären z.B. bei einem höheren Bewertungsmultiplikator möglich, allerdings ist die Entwicklung der Bewertungen kaum prognostizierbar. Allein seit dem Jahr 2000 schwankte das DAX-KGV zwischen neun und achtzehn.



Da der US-Aktienmarkt mit den besten Fundamentaldaten der großen Volkswirtschaften in das Jahr 2025 gehen wird, erwarten wir auch hier ein neues Rekordhoch und einen S&P 500 Ende 2025 bei 6.600 Punkten. Auch wenn der S&P 500 mit einem KGV von 22,3 auf Basis der für 2025 erwarteten Gewinne bereits einen deutlichen Bewertungsaufschlag gegenüber seiner eigenen Historie, aber insbesondere auch gegenüber seinen europäischen Pendanten aufweist, ist dies aus unserer Sicht durch ein zweistelliges Gewinnwachstum der Unternehmen in 2025 und auch in 2026 gerechtfertigt. Nach einem Gewinnwachstum von rund zehn Prozent in diesem Jahr erwarten die Analysten Steigerungsraten von 15 bzw. 13 Prozent in den Jahren 2025 und 2026. Auch dies ist ambitioniert, aber aufgrund der wirtschaftspolitischen Ausrichtung in den USA aus unserer Sicht erreichbar. Insofern gehen wir davon aus, dass Investoren auch in den kommenden Jahren in den USA mehr verdienen werden als in Europa. Insbesondere auch deshalb, weil wir mit einer weiteren Aufwertung des US-Dollars rechnen und

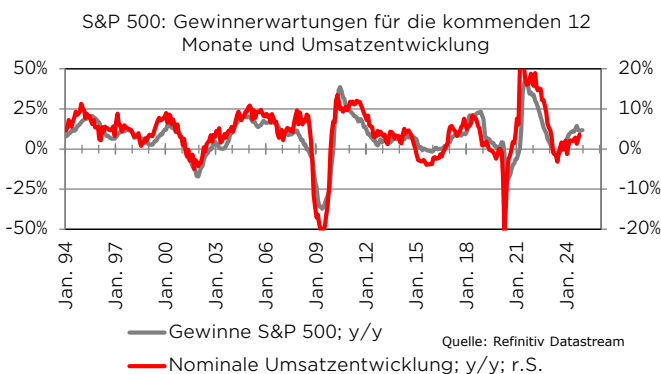
Euro-Investoren damit einen zusätzlichen Währungsge-
winn erzielen sollten.

Trump 2.0 als größtes Risiko und größte Chance zugleich

Mit dem Amtsantritt von Donald Trump am 20. Januar
2025 dürfte eines sicher sein: Trumps Politik des „Ame-
rica First“ wird Spuren in der Welt hinterlassen. Seine
Abkehr von der globalen liberalen Weltordnung während
seiner ersten Amtszeit hin zu Isolationismus und Protek-
tionismus wird zweifellos auch die neue Amtszeit prä-
gen. Angesichts der großen Unsicherheiten, die seine Poli-
tik mit sich bringen wird, ist es aus heutiger Sicht
schwierig, die geopolitischen und wirtschaftlichen Ent-
wicklungen vorherzusagen. Es darf jedoch nicht überse-
hen werden, dass seine künftige Politik auch Chancen
bietet.

Selektion wird wichtig

Thematisch verspricht das Jahr 2025 an den Aktienmärk-
ten ein spannendes zu werden. Wahrscheinlich wird für
den Anlageerfolg eine gute Aktienselektion noch wichti-
ger sein als dies schon 2023 und 2024 der Fall war. Denn
während in vorherigen Jahren die Politik der Notenban-
ken, die Zinsentwicklung und die verfügbare Liquidität
die Hauptthemen für die Anlageentscheidungen beitrug-
en, werden diese wahrscheinlich im Januar 2025 mit der
Einführung der Trump-Administration durch die Fakto-
ren Politik und Nachrichten einzelner Unternehmen über-
lagert. Damit wird die Entwicklung der Aktienmärkte im
kommenden Jahr maßgeblich durch die politischen Ver-
hältnisse geprägt, die außerhalb der USA auf eine relativ
schwache Konjunktur treffen.



US-Finzen und Energie als Profiteure

Das Thema Künstliche Intelligenz und deren Integration
in Geschäftsprozesse wird auch im kommenden Jahr
nicht an Relevanz verlieren. Der Megatrend steht erst am
Anfang und hat das Potenzial, ganze Branchen nachhaltig

zu verändern. Daran dürfte auch die im kommenden Jahr
anhaltende Diskussion um die Macht der großen Techno-
logiekonzerne nichts ändern, denn auch die neue Trump-
Administration ist sich der Bedeutung der Konzerne für
die US-Wirtschaft und den US-Aktienmarkt bewusst.
Der Technologietrend strahlt aber auch auf andere Bran-
chen aus. So profitiert der Energiesektor vom steigenden
Energiebedarf, der durch die geplante Deregulierung von
Umweltauflagen bei der Öl- und Gasförderung zusätzlich
unterstützt wird. Dies bedeutet aber auch Nachteile für
Branchen und Unternehmen, die ihr Geschäftsmodell auf
den Klimawandel ausgerichtet haben. So wird es bei-
spielsweise der Megatrend der Jahre 2019 und 2020
„Clean Energy“ auch im Börsenjahr 2025 schwer haben,
zumal die ungelösten Probleme wie Volatilität der Ener-
gieerzeugung, kapitalintensive Investitionsphasen, Über-
kapazitäten und ruinöser Preiskampf bestehen bleiben.

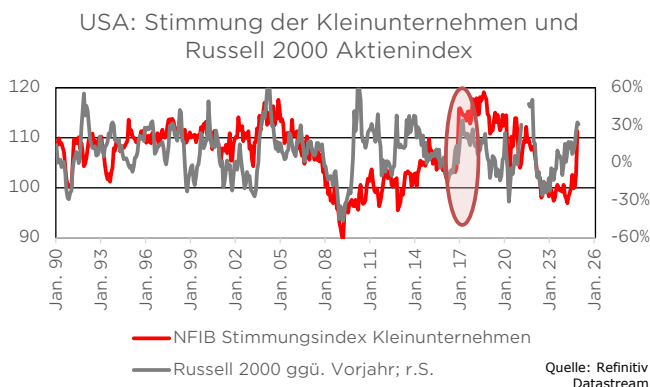
Auch der US-Finanzsektor dürfte im kommenden Jahr
positiv überraschen. Der Bankensektor könnte von der
Liberalisierung und Deregulierung profitieren, wenn-
gleich das im kommenden Jahr tendenziell niedrigere
Zinsniveau diesen Sektor eher unattraktiver erscheinen
lässt. Versicherungen sollten auch in den kommenden
Monaten eine positive Kursentwicklung aufweisen. Dies
basiert auf der vorhandenen Preissetzungsmacht sowie
dem im Vergleich zur vergangenen Niedrigzinsphase an-
haltend höheren Renditeniveau. Banken und Versiche-
rungen werden zusätzlich durch die erwartete steilere
Zinsstrukturkurve in Europa gestützt. Das Segment der
Finanzdienstleister sollte von der politisch bedingten hö-
heren Volatilität an den Finanzmärkten profitieren.

Im Industriesektor wird die aktive Titelselektion im kom-
menden Jahr einen entscheidenden Einfluss auf die Per-
formance des Portfolios haben. Positiv hervorzuheben
sind hier die Segmente Automatisierung, Stärkung der
Verteidigungsfähigkeit, effiziente Energieverteilung und
-nutzung. Das auf globale Warenströme ausgerichtete
Logistiksegment wird eher unter den zunehmenden Han-
delshemmnissen leiden, auch wenn vieles davon bereits
in den aktuellen Kursen eingepreist sein sollte.

Europa birgt auch Chancen

Die von der Trump-Administration angekündigte Wirt-
schafts- und Handelspolitik sollte insbesondere die Wert-
entwicklung von US-Unternehmen unterstützen, sofern
Produktion und Absatz maßgeblich in den USA erfolgen.
Dies spricht in den USA für mittlere und kleinere Unter-
nehmen, deren Stimmung sich nach der US-Präsidenten-
schaftswahl deutlich aufgehellt hat. Wie schon in den

Jahren 2016 und 2017 sollte sich dies in einer guten Wertentwicklung von US-Small und Mid Cap Indizes niederschlagen. Außerhalb der USA dürften hingegen qualitativ hochwertige Unternehmen mit internationalem Geschäftsmodell profitieren, sofern sie eine hohe Wertschöpfung in den USA haben und damit nur gering von Zöllen betroffen sind. Kleine und mittlere Unternehmen dürften hingegen unter der anhaltend schwachen Wirtschaftslage leiden. Für ein Investment in dieses Aktienmarktsegment ist es daher noch zu früh.



Auf regionaler Ebene könnte Europa durch Substitutionseffekte gewinnen, wenn insbesondere Produkte aus China aufgrund unterschiedlich hoher Importzölle von den USA zugunsten europäischer Produkte substituiert werden. In diesem Fall könnten europäische Unternehmen Nutznießer eines sich ausweitenden Handelskonflikte zwischen den USA und China werden. Andererseits könnten diese Aspekte zu einer verstärkten Umlenkung von Warenströmen aus China nach Europa zu Lasten einzelner europäischer Industrien führen.

Chancen für europäische Unternehmen ergeben sich auch aus der unterschiedlichen Zinspolitik der Zentralbanken in den USA und Europa. Wie bereits im Ausblick zu den Anleihenmärkten erwähnt, dürften die Zinsen in Europa stärker sinken als in den USA. Die deshalb zu erwartende Aufwertung des US-Dollars könnte den Absatz europäischer Unternehmen überraschend stützen.

China hat auch ohne Handelskrieg einige hausgemachte Probleme. So fließt seit geraumer Zeit ein Großteil der Staatsausgaben in die Industrieproduktion und den Aufbau einer „Festungswirtschaft“ zur eigenen Absicherung im Systemkonflikt mit den USA. Mit der Wahl von Donald Trump zum Präsidenten und in Erwartung eines neuen Handelskrieges dürfte sich daran wenig ändern. Ausgaben für Soziales oder Konsum dürften weiterhin keine Priorität haben. Dies ist insofern problematisch, als das die anderen Absatzmärkte neben den USA auch im kommenden Jahr nur ein geringes Wirtschaftswachstum

aufweisen werden und die für den Export produzierten Güter nicht im erforderlichen Umfang konsumieren können. Gleichzeitig kommt auch in China der Binnenkonsum nicht in Schwung. Die Aktienmärkte von Schwellenländern wie Indien, die weniger exportabhängig sind und über einen stetig wachsenden Konsum verfügen, dürften sich daher besser entwickeln als China.

Ein ereignisreiches Börsenjahr steht bevor

Die von der Trump-Administration angekündigte Wirtschafts- und Handelspolitik sollte in Verbindung mit der relativ schwachen Konjunktur in Europa an den europäischen Aktienmärkten zunächst zu einer volatilen Seitwärtsbewegung führen, während die US-Aktienmärkte davon profitieren. In Europa werden sich insbesondere die Aktienkurse von Unternehmen, die im Wesentlichen in den USA bzw. im Dollar-Raum tätig sind, relativ positiv entwickeln. Dies könnte sich im Jahresverlauf umkehren, sofern festzustellen ist, dass die Auswirkungen der Politik auf die europäische Wirtschaftsentwicklung nicht so gravierend sind, wie befürchtet und die geplanten Zölle das Wirtschaftswachstum in den USA etwas einbremsen. Zusätzlich können starke Zinssenkungen in Europa weitere positive Impulse für die Exportwerte generieren.

Mit hoher Wahrscheinlichkeit wird die Entwicklung der Aktienmärkte im kommenden Jahr deutlich volatil sein als 2024. Die Auswirkungen der politischen Entscheidungen in den USA dürften sich auf Unternehmens-, Branchen- und Länderebene bemerkbar machen und über den Aktienmarkt hinaus auch andere Anlageklassen wie Zins- und Rohstoffmärkte beeinflussen. Volatilere Zeiten erfordern von den Anlegern deutlich stärkere Nerven und eine Konzentration auf die mittel- bis langfristige Anlagestrategie. Doch bieten solche Zeiten auch immer wieder interessante Chancen, die es 2025 zu nutzen gilt. Genau hierfür stehen wir gerne an Ihrer Seite.

Ludwig Bendel und Daniel Hupfer

Überblick über Marktdaten

Aktienmärkte	Stand	Veränderung zum				
	12.12.2024	05.12.2024	11.11.2024	11.09.2024	11.12.2023	29.12.2023
	15:05	-1 Woche	-1 Monat	-3 Monate	-12 Monate	YTD
Dow Jones	44149	-1,4%	-0,3%	8,0%	21,3%	17,1%
S&P 500	6078	0,1%	1,3%	9,4%	31,5%	27,4%
Nasdaq	20035	1,7%	3,8%	15,2%	38,8%	33,5%
Russell 2000	2394	-0,1%	-1,7%	13,8%	27,1%	18,1%
DAX	20432	0,4%	5,1%	11,5%	21,7%	22,0%
MDAX	26884	-0,9%	-0,4%	7,1%	1,0%	-0,9%
TecDAX	3550	0,8%	3,9%	9,0%	8,7%	6,4%
EuroStoxx 50	4971	0,4%	2,4%	4,3%	#WERT!	9,9%
Stoxx 50	4418	0,3%	1,9%	1,0%	8,3%	7,9%
Nikkei 225	39849	1,2%	0,8%	11,9%	21,5%	19,1%
MSCI Welt	3842	-0,2%	1,2%	7,4%	25,7%	21,2%
MSCI Welt SRI	3670	-0,5%	0,1%	7,9%	22,0%	17,9%
MSCI Emerging Markets	1108	0,6%	-1,6%	4,7%	13,9%	8,3%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	135,95	148	344	59	132	-127
Bobl-Future	119,03	-48	29	-114	119	-25
Schatz-Future	107,35	42	54	21	133	80
3 Monats Euribor	2,89	1	-15	-58	-107	-102
3M Euribor Future, Dez 2024	2,83	1	3	-15	18	53
3 Monats \$ Libor	4,38	-8	-25	-72	-109	-102
Fed Funds Future, Dez 2024	4,48	-2	-3	-3	17	65
10-jährige US Treasuries	4,27	9	-7	62	4	40
10-jährige Bunds	2,12	2	-20	9	-11	12
10-jährige Staatsanl. Japan	1,05	-2	5	19	27	43
10-jährige Staatsanl. Schweiz	0,28	6	-9	-14	-51	-42
IBOXX AA, €	2,80	-4	-19	-21	-58	-27
IBOXX BBB, €	3,23	-6	-22	-32	-90	-52
ML US High Yield	7,30	0	-8	-22	-116	-49
Rohstoffmärkte						
Rohöl Brent	73,53	1,9%	2,2%	5,5%	-2,8%	-5,4%
Gold	2698,27	2,2%	3,2%	7,3%	36,1%	30,6%
Silber	32,14	3,0%	5,2%	12,3%	41,0%	32,5%
Kupfer	9074,07	1,3%	-1,2%	1,2%	10,0%	7,2%
Eisenerz	105,52	-0,7%	2,3%	14,3%	-21,9%	-22,6%
Frachtraten Baltic Dry Index	1106	-4,7%	-29,0%	-43,7%	-55,9%	-47,2%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,0485	-0,5%	-1,6%	-5,1%	-2,5%	-5,1%
EUR/ GBP	0,8235	-0,6%	-0,5%	-2,7%	-3,8%	-5,0%
EUR/ JPY	159,28	0,5%	-2,8%	1,7%	1,1%	1,9%
EUR/ CHF	0,9315	0,1%	-0,6%	-0,5%	-1,7%	0,6%

Quelle: Refinitiv Datastream

Carsten Klude
+49 40 3282-2572
cklude@mmwarburg.com

Dr. Rebekka Haller
+49 40 3282-2452
rhaller@mmwarburg.com

Martin Hasse
+49 40 3282-2411
mhasse@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite
+49 40 3282-2439
cjasperneite@mmwarburg.com

Simon Landt
+49 40 3282-2401
mlandt@mmwarburg.com

Jan Mooren
+49 40 3282-2132
jmooren@mmwarburg.com

Diese Information stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist daher unverbindlich. Sie stellt keine Empfehlung zum eigenständigen Erwerb von Finanzinstrumenten dar, sondern dient nur als Vorschlag für eine mögliche Vermögensstrukturierung. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Information dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den hierin bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen. Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.