



Stiftungsticker

Hamburg, im Dezember 2024

Die Straßen sind festlich beleuchtet, die Kerzen am Adventskranz brennen... Das Weihnachtsfest naht unverkennbar mit großen Schritten. Wahrscheinlich werden es wieder keine weißen Weihnachten, aber doch hoffentlich geruhsame und besinnliche Feiertage.

Das macht jedes Jahr den einzigartigen Zauber der Weihnachtszeit aus – wir rücken ein Stück zusammen, möchten Gutes tun und als Gemeinschaft füreinander da sein. Auch wir als Bankhaus geben gern mit vielfältigen Aktivitäten und Unterstützung unserer Mitarbeitenden etwas zurück: so erfüllten wir Kindern einer Hamburger Brennpunkt-Schule Weihnachtswünsche, organisierten im Bankhaus eine Kleiderspenden-Aktion und unterstützen mit unserer diesjährigen Weihnachtsspende das John Stuart Mills Institut für Demokratie und Freiheitsforschung.

So geht das turbulente Jahr auch an den Aktienmärkten zu Ende. In Deutschland zerbrach die Ampelkoalition mit viel Krach und sorgt für latente Unsicherheit. Die lang erwarteten US-Wahlen sind inzwischen entschieden und das kommende Jahr dürfte von auseinanderstrebenden Entwicklungen zwischen den USA und Europa hinsichtlich Konjunktur, Geldpolitik und Anleiherenditen geprägt sein. Daniel Hupfer, Leiter unseres Portfolio Managements, fasst für Sie das Ergebnis aus 2024 zusammen und skizziert einen möglichen Ausblick auf die nächsten Monate des neuen Jahres mit Blick auf Ihre Stiftungsstrategie.

Viel Spaß bei der spannenden Lektüre unseres letzten Kapitalmarktausblicks in 2024. Wir freuen uns auf ein Wiedersehen und den Austausch mit Ihnen in 2025.

Wir wünschen Ihnen schöne Weihnachtstage, einen guten Rutsch und ein gesundes Neues Jahr.

Mit herzlichen Grüßen,

Ihr Warburg-Stiftungs-Team

Stiftungsvermögen: Kapitalmarktausblick 2025

Es ist bei uns gute Tradition, am Ende eines Jahres die vergangenen Monate Revue passieren zu lassen und einen Ausblick auf das neue Jahr zu wagen. Insbesondere unter der Fragestellung: Wie sollte das Stiftungsvermögen allokiert werden, um einerseits einen realen Kapitalerhalt zu erzielen und andererseits Ausschüttungen, um den Stiftungszweck zu erfüllen. Angesichts der zahlreichen geopolitischen Krisen und politischen Unwägbarkeiten sind Prognosen immer mit erheblichen Unsicherheiten behaftet. Insbesondere die Wahl Donald Trumps zum neuen US-Präsidenten, aber auch das Scheitern der Ampel-Koalition in Berlin sorgen dafür, dass politische Themen die Entwicklung von Konjunktur und Kapitalmärkten stärker als sonst beeinflussen und zumindest die gefühlte Prognoseunsicherheit noch größer als sonst ist. Davon wollen wir uns aber nicht beirren lassen, denn Prognosen sind nach wie vor notwendig, um Entscheidungen unter Unsicherheit treffen zu können.

Rückblick 2024:

Die Weltwirtschaft ist mit rund drei Prozent und damit erneut moderat gewachsen. Positiv ist, dass eine Rezession vermieden wurde. Negativ ist, dass das Wachstum im Vergleich zur Vor-Corona-Periode um einen halben Prozentpunkt geringer ausfiel. Dies ist vor allem auf die schwächere konjunkturelle Dynamik in den Schwellenländern zurückzuführen. Unter den großen Regionen wächst Asien zwar nach wie vor stärker als Osteuropa und Lateinamerika, die konjunkturelle Dynamik hat aber in allen Regionen in den letzten Jahren nachgelassen. In Asien ist das schwächere Wachstum insbesondere auf China zurückzuführen, wo sich die Wachstumsrate in den letzten Jahren deutlich und kontinuierlich auf nur noch 4,5 Prozent in diesem Jahr abgeschwächt hat.

Die Industrieländer wachsen dagegen auch in diesem Jahr mit knapp zwei Prozent. Dies ist hauptsächlich auf die USA zurückzuführen. Ganz anders und leider negativ verlief die Entwicklung im Euroraum und insbesondere in Deutschland. Statt des erhofften leichten Aufschwungs verharrt Deutschland in konjunktureller Lethargie. Nach einem Rückgang des realen Bruttoinlandsprodukts um 0,3 Prozent im Jahr 2023 setzt sich die negative Entwicklung auch in diesem Jahr mit -0,2 Prozent fort. Verantwortlich für die schwache Entwicklung ist die Industrie, die im dritten Jahr der Rezession feststeckt. Fehlende Aufträge, hohe Energiepreise, eine überbordende Bürokratie und die sinkende Wettbewerbsfähigkeit führen dazu, dass die Unternehmen

nicht investieren, weniger exportieren und ihre Produktion zurückfahren.

Trotz der schwachen konjunkturellen Dynamik in Europa und China und der schwierigen geopolitischen Situation, legten die meisten Aktienindizes zum Teil kräftig zu. Wieder einmal waren es die US-amerikanischen Aktienmärkte, die zu den stärksten Gewinnern zählten. In Europa war das Bild dagegen deutlich heterogener. Während sich der deutsche DAX überraschend gut entwickeln konnte, gehörten französische Aktien zu den großen Verlierern.

An den Zinsmärkten war das Jahr 2024 von rückläufiger Inflation geprägt, dem Beginn des Leitzinssenkungszyklus, anhaltend hoher Volatilität und den Präsidentschaftswahlen in den USA. So bewegten sich die Renditen 10-jähriger Bundesanleihen in einer Schwankungsbreite von rund 70 Basispunkten zwischen 2,0 Prozent Anfang Januar und knapp 2,7 Prozent Ende Mai. In den folgenden Monaten sanken die Renditen aufgrund der schwachen konjunkturellen Lage und dem Ende der Ampelkoalition jedoch wieder. Die gute konjunkturelle Entwicklung in den USA sowie das Ausbleiben einer spürbaren Rezession in Europa führten dazu, dass sich wie bereits im Vorjahr Unternehmensanleihen besser als Staatsanleihen entwickelten.

Ausblick 2025:

Politische Entwicklungen haben das Zeug, Konjunktur und Kapitalmärkte im Jahr 2025 stark zu beeinflussen. In den USA dürfte der klare Wahlsieg von Donald Trump als Auftrag verstanden werden, seine politische Agenda zügig und weitgehend umzusetzen. So soll u.a. die Unternehmenssteuer von 21 auf 15 Prozent gesenkt werden. Dies wird die internationale Wettbewerbsfähigkeit von US-Unternehmen deutlich verbessern. Darüber hinaus setzt die neue US-Regierung auf Deregulierung und Bürokratieabbau. Davon dürfte die Wirtschaft profitieren, so dass die USA auch 2025 stärker wachsen dürften als die meisten anderen Volkswirtschaften aus der Gruppe der Industrieländer. Wir rechnen mit einem Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts um rund 2,6 Prozent. Wachstumstreiber bleiben der private Konsum und die Unternehmensinvestitionen. Während kleine und mittlere Unternehmen in den vergangenen Jahren gegenüber Großunternehmen das Nachsehen hatten, hellen sich ihre Perspektiven unter einer Trump-Administration deutlich auf.

Gleichzeitig kündigte Trump die Einführung von Zöllen an. Im Wahlkampf sprach er sich für einen generellen Importzoll von 10 bis 20 Prozent aus, für chinesische Produkte sogar von 60 Prozent. In Mexiko produzierte Autos könnten mit einem Importzoll von 200 Prozent

belegt werden. Inzwischen hat Trump erste Maßnahmen konkretisiert, die er unmittelbar nach seiner Amtseinführung beschließen will: Alle Produkte aus Mexiko und Kanada sollen mit einem Zoll von 25 Prozent belegt werden, damit diese beiden Länder etwas gegen den Drogenschmuggel und die illegale Einwanderung in die USA unternehmen. Chinesische Importe sollen mit einem zusätzlichen Zoll von zehn Prozent belegt werden, weil China Chemikalien nach Mexiko liefert, die dort zur Drogenproduktion verwendet werden.

Die strukturellen Probleme der deutschen Wirtschaft werden durch die zu erwartende protektionistische Handelspolitik der USA verschärft. Denn die USA sind unser wichtigster Exportmarkt. Der deutsche Handelsbilanzüberschuss betrug im vergangenen Jahr 63 Milliarden Euro, das entspricht 1,5 Prozent des nominalen Bruttoinlandsprodukts. In diesem Jahr dürfte der Überschuss sogar bei rund 70 Milliarden Euro liegen. Die wichtigsten Exportgüter sind Autos, pharmazeutische Produkte und Maschinen. Diese würden von einem US-Importzoll empfindlich getroffen. Wir gehen daher davon aus, dass die Exporte in die USA 2025 niedriger ausfallen und der bilaterale Handelsbilanzüberschuss sinken wird. Wie stark dieser Rückgang ausfällt, hängt natürlich von den zu erwartenden handelspolitischen Gegenmaßnahmen der EU ab. Negativ auf die Wachstumsaussichten wirkt sich auch die aktuelle innenpolitische Situation in Deutschland aus. Das Ende der Ampel-Koalition wurde zwar von vielen mit Erleichterung aufgenommen, die politischen Unsicherheiten werden sich aber mit der voraussichtlich am 23. Februar stattfindenden Bundestagswahl nicht sofort in Luft auflösen. Alles in allem dürfte die deutsche Wirtschaftsleistung im Jahr 2025 wieder etwas zurückgehen; wir rechnen mit einem Rückgang des realen BIP um 0,2 Prozent.

Neben Deutschland weisen auch Frankreich und Italien sehr schwierige konjunkturelle Rahmenbedingungen auf. In Frankreich liegen die Einkaufsmanagerindizes sowohl für das verarbeitende Gewerbe als auch für den Dienstleistungssektor deutlich unter der 50-Punkte-Marke und sogar auf einem noch niedrigeren Niveau als in Deutschland. Hinzu kommt, dass das Land von einer Minderheitsregierung regiert wird, von der nicht absehbar ist, wie lange sie sich im Amt halten kann. Die hohe Staatsverschuldung in Frankreich (112 Prozent des BIP) und Italien (138 Prozent) zwingt beide Länder zu einer restriktiveren Fiskalpolitik, um die Haushaltsdefizite nicht weiter ausufern zu lassen. So plant die französische Regierung Steuererhöhungen und Ausgabenkürzungen, die sich negativ auf die Investitionsbereitschaft der Unternehmen auswirken werden. Aber auch der private Konsum bietet wenig Spielraum für positive Überraschungen.

Die langsame Abkühlung am Arbeitsmarkt dürfte dafür sorgen, dass der Lohndruck allmählich nachlässt und damit auch die Dienstleistungspreise weniger stark steigen. Dies wird es der Europäischen Zentralbank ermöglichen, die Zinsen im kommenden Jahr weiter in Richtung des neutralen Zinssatzes von rund zwei Prozent zu senken. Vor diesem Hintergrund setzen wir im Segment der europäischen Staatsanleihen im kommenden Jahr wie auch in 2024 vor allem auf lange Laufzeiten mit hoher Qualität. Hier bieten sich neben reinen Staatsanleihen auch Supranationals und nationale Förderbanken oder staatliche Finanzierungsvehikel an. So kann bei annähernd gleicher Qualität ein Renditeaufschlag gegenüber Staatsanleihen erzielt werden. Auch Covered Bonds aus Kerneuropa bieten sich hier als Substitut mit Renditeaufschlag an. Im Durationsmanagement spielen diese Qualitätstitel mit langen Laufzeiten und Renditen sowie laufenden Erträgen von 2,5 bis 3,0 Prozent die tragende Rolle. Als weiteren wichtigen Bestandteil eines europäischen Staatsanleiheportfolios empfehlen wir, neben Papieren aus Kerneuropa auch Emissionen aus Südeuropa zu berücksichtigen. Wir erwarten, dass u.a. Staatsanleihen aus Italien und Kroatien auch 2025 ihre relative Outperformance gegenüber Kerneuropa fortsetzen können.

Unsere Empfehlung einer Übergewichtung von Unternehmensanleihen halten wir auch für das kommende Jahr aufrecht. Vor allem die weiter rückläufige Inflation, die spürbaren Leitzinssenkungen, aber auch die guten Unternehmensergebnisse und das Ausbleiben einer Rezession sollten zu einer positiven Entwicklung der Unternehmensanleihen führen. Hierbei legen wir den Fokus auf gute Qualitäten im Bereich Investment-Grade. Im Gegensatz zum laufenden Jahr sind wir jedoch etwas mutiger und empfehlen, den Anteil der risikoreicheren Segmente wie High-Yield- und Nachranganleihen zu erhöhen, je nachdem wie es die Anlagestrategie bzw. Anlagerichtlinien der Stiftung gestatten. Im Segment der Nachranganleihen setzen wir auf starke Emittenten aus dem Investment-Grade-Universum. Aufgrund der Komplexität der Anleihebedingungen nutzen wir in diesem Segment überwiegend Fondsvehikel. Mit Blick auf den Wahlsieg von Donald Trump raten wir zudem zu einer Allokation im US-High-Yield-Segment. Gerade hier sollten sich die von Trump geplanten Maßnahmen (u.a. Deregulierung, Ausbau der Ölförderung) positiv auswirken. Aufgrund der Größe des US-High-Yield-Marktes empfehlen wir auch hier, auf Fondslösungen zu setzen.

Für den DAX prognostizieren wir einen Jahresendstand 2025 von 21.000 Punkten und damit ein solides Aufwärtspotenzial. Hierbei unterstellen wir, dass es die Unternehmen schaffen, ihre Gewinne im kommenden Jahr leicht und in 2026 wieder etwas stärker zu steigern. Aufgrund der internationalen Ausrichtung vieler DAX-

Konzerne sollte dies ein realistisches Szenario darstellen. Da der US-Aktienmarkt mit den positivsten Fundamentaldaten unter den großen Volkswirtschaften in das Jahr 2025 gehen wird, rechnen wir auch hier mit einem neuen Rekordniveau und einem S&P500 Ende 2025 bei 6.600 Punkten. Auch wenn der S&P500 bereits einen Bewertungsaufschlag gegenüber der eigenen Historie aber auch insbesondere gegenüber seinen europäischen Pendanten aufweist, wird dies durch einen zweistelligen Anstieg der Unternehmensgewinne in 2025 und auch in 2026 aus unserer Sicht gerechtfertigt. Waren es in den vergangenen Jahren vor allem die US-Technologiekonzerne, die für Wachstum sorgten, halten wir in 2025 ein deutlich ausgewogeneres Wachstum durch eine Vielzahl von Unternehmen aus unterschiedlichen Branchen für wahrscheinlich. Gleichzeitig sollte der Wachstumsmotor der US-Technologiekonzerne auf Hochtouren weiterlaufen, da viele Entwicklungen in den Bereich der Megatrends einzuordnen sind. Dies gilt insbesondere für den Bereich der künstlichen Intelligenz, der aus unserer Sicht bei der Ausschöpfung des positiven Potenzials noch am Anfang steht. Stiftungen sollten vor diesem Hintergrund am Aktienmarkt weiter engagiert bleiben und je nach Möglichkeit versuchen, den US-Anteil zu erhöhen bzw. auszuschöpfen. Insbesondere auch, weil der US-Dollar im kommenden Jahr von einem zunehmenden Zinsvorteil gegenüber dem Euro profitieren sollte.

Mit Sicherheit wird die Entwicklung der Aktienmärkte im kommenden Jahr deutlich volatil als 2024. So dürften die Auswirkungen der politischen Entscheidungen in den USA auf Unternehmens-, Branchen- und Länderebene zu spüren sein und sich über den Aktienmarkt hinaus auch auf andere Anlageklassen wie die

Zins- und Rohstoffmärkte auswirken. Volatilere Zeiten bedürfen bei den Stiftungsorganen deutlich stärkere Nerven und eine Konzentration auf die mittel- bis langfristige Anlagestrategie. Allerdings bringen solche Zeiten auch immer interessante Opportunitäten mit sich, die es in 2025 zu nutzen gilt.



Autor: Daniel Hupfer

Leiter Portfolio Management

M.M. Warburg & CO

Rechtliche Hinweise/Disclaimer

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. Voraussetzung für eine kunden- und produktgerechte Beratung ist, dass Sie uns auf unsere Fragen bezogen auf Ihre Anlageziele und finanziellen Verhältnisse aktuelle, richtige und vollständige Angaben machen. Nur so sind wir in der Lage, Ihnen Empfehlungen entsprechend Ihren Anlagezielen und finanziellen Möglichkeiten zu geben. Im Rahmen der Geeignetheitsprüfung gleichen wir unsere Empfehlungen mit Ihren Anlagezielen und finanziellen Möglichkeiten ab. Insbesondere die Risikobereitschaft, Verlusttragfähigkeit und der bevorzugte Anlagehorizont bilden essentielle Bausteine für eine erfolgreiche und individuell zugeschnittene Anlageberatung. 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.