

Haspa BörsenTrends

AKTUELLE SONDERTHEMEN UND TRENDMELDUNGEN

Veröffentlichungsdatum 17.04.2025

Frühjahrsprognose

Mut zur robusten Aufstellung 2.0

Ein ungewisser Rahmen

Nach der US-Wahl und den ersten Wochen der neuen Legislatur sind die Märkte, die meisten Experten und auch wir davon ausgegangen, dass die zweite Amtszeit Trumps seiner ersten sehr ähneln dürfte. Er würde zwar für erhebliche gesellschaftspolitische Umwälzungen sorgen, doch durch Steuersenkungen die (Groß-)Unternehmen unterstützen und Zölle vornehmlich als Druckmittel und Verhandlungsmasse nutzen. Die Einschätzungen gingen von „kaum Auswirkungen auf den Kapitalmarkt“ bis hin zu „Trump als Mann der Wall Street“. Diese Sichtweise musste nach den Ereignissen der letzten Wochen grundsätzlich revidiert werden. Entsprechend fallen unsere Prognoseanpassungen aus.

Die neue US-Administration scheint fest davon überzeugt zu sein, dass die USA vom Rest der Welt unfair behandelt wird und Zölle notwendig sind, um Abhilfe zu schaffen. Doch statt bei der Bekanntmachung vorhersehbar und strukturiert vorzugehen, gibt es ein Hin und Her von Einführung, Verschiebung und Absage bis hin zu Verschärfung. Dies macht es Unternehmen unmöglich, sich darauf einzustellen. Fehlende Planbarkeit und ein ungewisser Rahmen sind bekanntlich Gift für die Wirtschaft, da Investitionen und nicht zwingende Konsumausgaben aufgeschoben werden. Aus diesem Grund dürfte auch die Volkswirtschaft der USA darunter leiden, die zuvor dank ihrer Größe noch als möglicher relativer Gewinner moderater Zölle gesehen wurde. Hinzu kommt, dass sich die US-Administration am „Liberation Day“ mit fast allen Ländern der Erde zeitgleich angelegt hat. Selbst wenn die US-Ökonomie einhundert Mal der relativ kleinere Verlierer ist, ist sie in Summe einmal der große Verlierer.

Es bleibt festzuhalten, dass Trump viele seiner Versprechen aus dem Wahlprogramm „Agenda 47“ realisiert und die staatlichen Strukturen in Anlehnung an das „Project 2025“ teilweise umgeformt hat. Mit einer Fülle von Ankündigungen bzw. Maßnahmen und deren schneller Umsetzung, insbesondere in Form von Dekreten (Executive Orders), hat er mit vielen Konventionen gebrochen. Dazu

zählen die Massentlassungen von DOGE (zu Deutsch: Abteilung für Regierungseffizienz) unter der Führung von Elon Musk, aber auch fragwürdige Aussagen über den Zustand der EU und bezüglich der NATO, die bisherige Partner vor den Kopf stoßen.

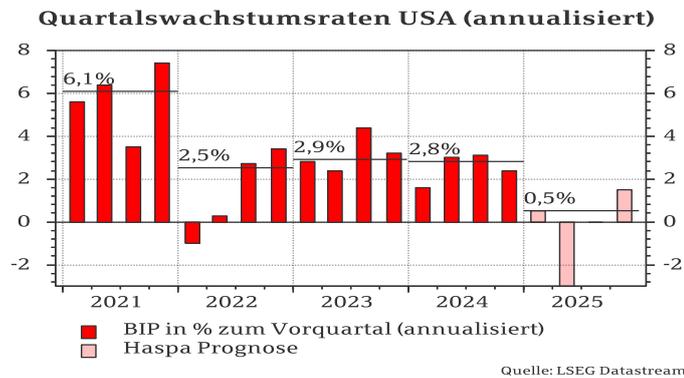
Der extreme Politikfokus macht Vorhersagen schwer und die Prognosegüte nimmt ab. Die Eintrittswahrscheinlichkeit für ein negatives Szenario mit einer handfesten Rezession in den USA scheint deutlich erhöht. Aber auch die Möglichkeit für eine positive Entwicklung, in der die EU den Schulterschluss sucht, es eine Annäherung mit dem Vereinigten Königreich gibt und Europa als global relevanter Player auftritt, scheint realistischer als zuvor. **Angesichts der außergewöhnlich hohen Unsicherheit daher der Hinweis, dass wir im Folgenden einen für uns plausibel erscheinenden Mittelweg skizzieren.** Darin gehen wir davon aus, dass die Wirtschaftspolitik erratisch bleibt, es einen Universalzoll von 10 - 15 Prozent geben wird und für einzelne Produkte und Länder Zölle von 25 - 40 Prozent anfallen.

Konjunktur

Die USA waren zuletzt nahezu der alleinige Konjunkturtreiber der Weltwirtschaft. So lag der Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts (BIP) 2024 bei 2,8 Prozent. Getrieben wurde dies durch alle drei Wachstumssäulen. Erstens, eine - nicht zuletzt durch Migration - stetig wachsende Bevölkerung und damit Arbeitskräftezahl. Zweitens, Innovation und technologischen Fortschritt durch umfangreiche Investitionen in Hard- und Software, wie Data-Center und KI-Modelle. Und drittens, konstante Zuflüsse von ausländischem Geld, das den Kapitalstock vergrößerte und ein Staatsdefizit von zuletzt 6,0 Prozent des BIP ermöglichte.

Die konjunkturellen Frühindikatoren zeigen eine deutliche Abkühlung an. Das Verbrauchervertrauen ist so niedrig wie seit Jahren nicht mehr. Auch die industriellen Einkaufsmanagerindizes sind gesunken. Das Auftaktquartal dürfte durch das Zollchaos, vorgezogene Importe und damit einen stark negativen Außenbeitrag belastet worden sein. Vorzeitige Konsumausgaben aufgrund drohender

Preissteigerungen durch Zölle, die kompensatorisch wirken, halten wir allenfalls in kleinem Umfang für realistisch. Vielmehr gehen wir davon aus, dass es in diesem Jahr mindestens ein Quartal mit einer Kontraktion geben wird. Damit würde sich das Wachstum 2025 auf 0,5 Prozent beschränken, also niedriger als der statistische Überhang liegen.



In **Deutschland** steckt die Wirtschaft seit Ende der Coronapandemie in einer Dauerstagnation. Durch die vorgezogenen Neuwahlen gibt es nun Hoffnung auf ein Ende der politischen Lähmung. Das verabschiedete Sondervermögen für Infrastruktur und Verteidigung ist ein erstes Zeichen dafür. Die Stimmungsindikatoren wie der ifo Geschäftsklimaindex liegen zwar noch auf niedrigen Niveaus, doch haben sie sich zuletzt, trotz des Handelskonflikts und des Gegenwindes aus dem Außenhandel, verbessert. Wurden Reallohnsgewinne im letzten Jahr noch zur Erhöhung der Sparquote genutzt, dürfte der private Konsum nun wieder etwas zulegen. Da es jedoch starken Gegenwind aus dem Außenhandel geben wird, sehen wir im Gesamtjahr ein Wachstum von 0,0 Prozent, also eine erneute Stagnation. Das Sondervermögen wirkt sich zunächst nur auf die Stimmung aus, mit einem unmittelbaren Effekt auf die Wirtschaftsleistung rechnen wir erst in 3 bis 4 Jahren. Dann könnte er aber bis zu 2,0 Prozent ausmachen und heute noch unterschätzt sein.

Im **Euroraum** hat zuletzt Spanien die Geschwindigkeit gemacht. Das Wachstum der Iberer von 3,2 Prozent hievte die Rate für den gesamten Währungsraum im letzten Jahr auf immerhin 0,9 Prozent. Der französische (1,1 %) und italienische (0,7 %) Zuwachs lagen etwa im Durchschnitt. Im laufenden Jahr dürfte die Bremswirkung Deutschlands relativ gesehen zwar etwas geringer werden, zeitgleich wird aber auch das Wachstum in den anderen Euroländern aufgrund des Handelskonflikts leicht nachlassen. Für 2025 gehen wir von einem Anstieg der Wertschöpfung von 0,5 Prozent aus.

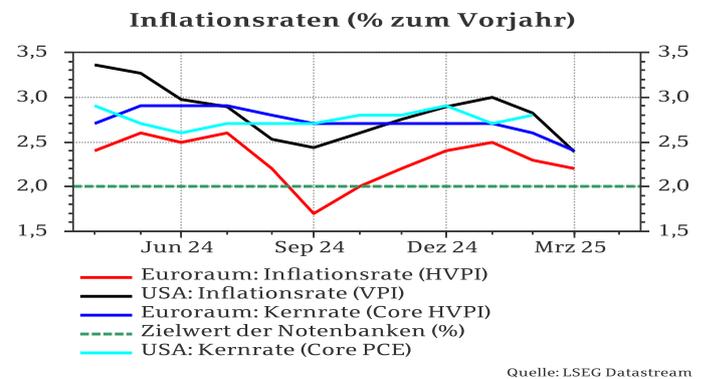
China hat sein offizielles Wachstumsziel von 5,0 Prozent im letzten Jahr punktgenau erreicht. Die strukturellen Probleme sind noch immer da, doch sollen mit expansiver Geld- und Fiskalpolitik der Immobilienmarkt gestützt und

der private Konsum angekurbelt werden. Das Verbrauchervertrauen und die Einzelhandelsumsätze zeigen erste Anzeichen dafür, dass die Maßnahmen wirksam werden. Auch die Einkaufsmanagerindizes haben sich in den letzten Monaten verbessert und liegen im März alle oberhalb der Wachstumsschwelle. Da sich nun aber der Handelskonflikt auf das Duell USA gegen China zuspitzt, rechnen wir beim Wachstum mit einer Abkühlung auf 4,0 Prozent im Reich der Mitte.

Inflationsraten

Im ersten Quartal waren die Inflationsraten in Deutschland und im Euroraum rückläufig und näherten sich der Zielmarke der Europäischen Zentralbank (EZB) von 2,0 Prozent. Zuletzt waren auch die Kernrate sowie die Teuerung von Dienstleistungen, die von vielen Mitgliedern des EZB-Rats mit großer Aufmerksamkeit verfolgt werden, schwindend. Auf Länderebene ist das Bild jedoch uneinheitlich. Nach wie vor liegt rund die Hälfte der Inflationsraten im Euroraum über dem Zielwert. Darüber hinaus sind die Kerninflationen in vielen Ländern des Euroraums, insbesondere in Deutschland, nach wie vor deutlich erhöht.

In den USA liegen die Inflationsraten weiterhin über der Zielmarke der amerikanischen Notenbank (Fed) von 2,0 Prozent. Dies gilt insbesondere für die Kernraten, allen voran die für persönliche Konsumausgaben (Core PCE), das von der Fed bevorzugte Inflationsmaß.



Die weitere Inflationsentwicklung in den USA und im Euroraum dürfte maßgeblich von den Entscheidungen in der US-Handelspolitik abhängen. Die Ankündigung der US-Regierung, umfangreiche Zölle gegen alle Handelspartner zu verhängen, hat in den USA zu einem deutlichen Anstieg der Inflationserwartungen für ein bis zwei Jahre geführt. Im Euroraum sind die Inflationserwartungen für die entsprechenden Laufzeiten zuletzt merklich gesunken.

Die von uns unterstellte moderate Einführung von US-Importzöllen würde zumindest vorübergehend zu höheren Inflationsraten in den USA führen. Die Größenordnung und die Frage, ob es sich dabei um einen dauerhaften Inflationsschub oder nur um einen einmaligen Anstieg des Preisniveaus handelt, hängt davon ab, in welchem Umfang

höheren Kosten zu Lasten der Unternehmensmargen gehen und wie viel an die Verbraucher weitergegeben wird. Letzteres würde zu Zweitrundeneffekten führen, zum Beispiel in Form höherer Lohnforderungen. Zusätzlich würde eine anhaltende Dollarschwäche preistreibend wirken. Dagegen wirken die schwächeren Konjunkturaussichten in Verbindung mit einem niedrigeren Ölpreis zumindest mittelfristig dämpfend auf die Inflation. Ebenso würden die geplanten Steuersenkungen den Preissetzungsspielraum der Unternehmen erhöhen und die Preissteigerungen für die Verbraucher verringern.

Auf die europäischen Inflationsraten hätten die US-Importzölle aus heutiger Sicht einen preisdämpfenden Effekt. Dies ist auf eine mögliche „Warenschwemme“ durch die Überangebote in den Ländern außerhalb der USA zurückzuführen und beschränkt sich deshalb auf diese Güter. Etwaige Gegenmaßnahmen dürften sich lediglich gegen die USA und nicht gegen alle Handelspartner richten, so dass diese Importpreise nicht steigen würden. Die schwächeren Wachstumsaussichten und der niedrige Ölpreis üben auch diesseits des Atlantiks einen geringeren Preisdruck aus. Sofern der Euro gegenüber dem Dollar stärker wird, würde dies ebenfalls zu niedrigeren Importpreisen führen.

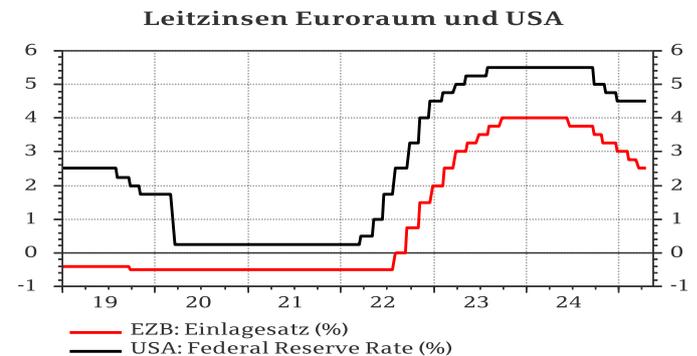
Im Euroraum und in Deutschland dürften sich die Inflationsraten für das Gesamtjahr um den Zielwert der EZB in einer Spanne von 1,8 bis 2,2 Prozent bewegen. Die Kernraten liegen dabei eher am oberen Ende. Da in den USA mit der Einführung von Importzöllen in einer Höhe zu rechnen ist, die die US-Inflationsraten im weiteren Jahresverlauf oben hält, erwarten wir hier für das Gesamtjahr Inflationsraten in einer Bandbreite von 3,5 bis 4,0 Prozent. Unterstellt man eine mildere Zollpolitik, liegen die Bandbreiten bei 2,0 bis 2,5 Prozent im Euroraum und 2,5 bis 3,0 Prozent in den USA.

Leitzinsen

Die aktuellen geopolitischen Entwicklungen im Allgemeinen und die protektionistische Handelspolitik der USA im Besonderen stellen die Zentralbanken vor große Herausforderungen. Entscheidend für die weitere Geldpolitik wird daher sein, wie die Fed und die EZB die möglichen Auswirkungen von Zöllen auf Wachstum und Inflation einschätzen.

Angesichts der hohen Wahrscheinlichkeit einer US-Stagflation (kein Wachstum und hohe Inflation) dürfte die Fed so lange wie möglich abwarten und nicht präventiv in die eine oder andere Richtung handeln. Eine Reaktion sollte erst dann erfolgen, wenn die Datenlage eine Einschätzung zulässt, welches Ziel ihres Doppelmandats - Preisniveaustabilität und Vollbeschäftigung - stärker und vor allem nachhaltiger gefährdet ist. Für eine abwartende Haltung spricht auch, dass das Ausmaß der Zölle schwer zu

prognostizieren ist, da sie direkt vom Präsidenten bestimmt werden können und dieser sie zuletzt extrem wankelmütig erhoben, ausgesetzt oder abgeschafft hat.



Nach den jüngsten Äußerungen von Jerome Powell geht die Fed nun davon aus, dass die Zölle höher ausfallen könnten als bisher in ihren Prognosen angenommen. In seinen Äußerungen schien die Sorge um die Inflation größer zu sein als die um eine mögliche Wachstumsverlangsamung. Insgesamt gehen wir aufgrund der extrem hohen Unsicherheit über die weitere Wirtschaftspolitik sowie der ungewissen geopolitischen Entwicklung weiterhin von einem vorsichtigen Vorgehen der Fed aus und erwarten in diesem Jahr nur eine Zinssenkung. Im nächsten Jahr könnten weitere und womöglich stärkere Reduzierungen folgen.

Auch wenn die EZB nur das Mandat der Preisstabilität hat, ist die Unterstützung der Wirtschaft ebenfalls eines ihrer Ziele. Wir rechnen mit einer Verlangsamung des Wachstums und spürbaren deflationären Effekten durch die US-Zölle. Die Geldpolitik dürfte daher weiter gelockert werden, vor allem angesichts des zuletzt deutlich gestiegenen Wechselkurses zum US-Dollar. Erschwert wird die weitere geldpolitische Ausrichtung durch die anstehenden Ausgabenprogramme (insbesondere für Rüstung und zur Abfederung negativer Zolleffekte) der Euroländer. Diese Programme führen zu höheren Finanzierungskosten und könnten eine ungewollte Ausweitung der Renditeaufschläge zwischen den Euro-Ländern bewirken. Denn nicht alle Länder wären wie Deutschland in der Lage, die Ausgaben über zusätzliche Schulden zu finanzieren. Günstigere Zinsen gehen mit der Gefahr eines schuldeninduzierten Inflationsanstiegs einher.

Den neutralen Leitzins, d. h. den Zinssatz, der weder expansiv noch kontraktiv wirkt, sieht die Notenbank in einer Bandbreite von 1,75 bis 2,25 Prozent. Wir gehen davon aus, dass sie aufgrund der erwarteten Wachstumsverlangsamung und der deflationären Effekte der zu erwartenden Zölle den Einlagesatz im weiteren Jahresverlauf auf 1,75 Prozent senken wird. Unterstellt man eine mildere Zollpolitik, dürfte er auf 2,0 Prozent reduziert werden.

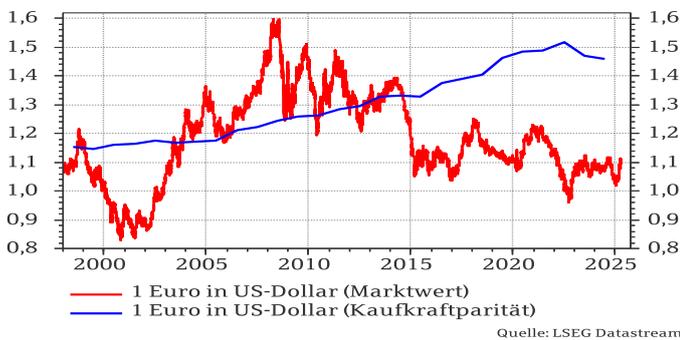
Gold

Gold knüpfte im ersten Quartal 2025 an die starke Wertentwicklung des Jahres 2024 an und legte seit Jahresbeginn um rund 22 Prozent (11 Prozent in Euro) zu. Trotz des deutlichen Wertzuwachses scheint die Nachfrage nach dem gelben Metall ungebrochen. Gold profitierte in besonderem Maße von den aktuellen wirtschaftlichen und geopolitischen Entwicklungen und konnte in diesem Umfeld seine Stärken voll ausspielen. Die preistreibenden Faktoren, die das gelbe Metall im Jahr 2024 auf Rekordjagd geschickt hatten, scheinen weitgehend intakt geblieben zu sein und haben sich teilweise sogar noch verstärkt. Die Goldrallye im 1. Quartal 2025 profitierte vor allem von der hohen Nachfrage von Zentralbanken und Fonds sowie der allgemeinen geopolitischen Unsicherheit (sicherer Hafen). Letzteres Motiv dürfte durch die zuletzt unberechenbare US-Politik noch an Relevanz gewonnen haben.

Wechselkurs

Dem US-Dollar kommt in der aktuellen Handelsdebatte und Zollpolitik eine zentrale Rolle zu. Unter anderem stört sich Trump daran, dass dieser zu stark sei und US-Unternehmen deshalb einen unfairen Exportnachteil im internationalen Wettbewerb hätten.

Euro in US-Dollar



Tatsächlich ist der Greenback aktuell deutlich mehr wert, als er es gemäß Kaufkraftparität, ein Indikator für das langfristige Gleichgewicht, sein sollte. Dieser, auf Basis von Preisniveauunterschieden ermittelte, „faire Wechselkurs“ läge, je nach Berechnungsmethode, zwischen 1,25 und 1,45 US-Dollar pro Euro. Die außergewöhnliche US-Dollar-Stärke ist auf die herausragende Rolle als Welthandels- und Reservewährung zurückzuführen und bringt andererseits der US-Regierung den Vorteil, sich vergleichsweise günstig zu verschulden. Zudem verbilligt ein starker Greenback Importe.

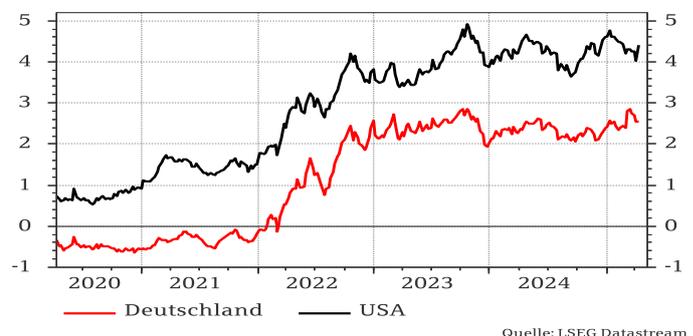
Unter dem Begriff „Mar-a-Lago Accord“ kursieren Pläne zu einer Abwertung der US-Währung. Andere Regierungen sollen freiwillig oder durch Druck dazu gebracht werden, ihre Devisen in US-Staatsanleihen mit 100-jähriger Laufzeit zu tauschen und/oder Nutzungsgebühren für den US-

Dollar zu entrichten. Ein wesentlicher Unterschied zum Plaza-Abkommen von 1985, in dessen Anlehnung der Name entstand, ist jedoch, dass der US-Dollar damals fast 90 Prozent innerhalb von 5 Jahren aufwertete. Diesmal baute sich die Stärke sukzessive auf und die Steigerung des handlungsgewichteten Index DXY liegt seit 2014 „nur“ bei rund 30 Prozent. Auch wenn sich die US-Regierung zuletzt durchaus bereit gezeigt hat, eine unkonventionelle und unorthodoxe Wirtschaftspolitik zu verfolgen, dürfte ein „Mar-a-Lago Szenario“ in dieser Form reine Theorie bleiben. Wohl aber sollte man den Wunsch des US-Präsidenten für eine schwächere Währung zur Kenntnis nehmen und entsprechend nicht zu große Wechselkursrisiken eingehen. **Unsere Prognose liegt bei 1,15 US-Dollar pro Euro zum Jahresende 2025 und 1,20 US-Dollar für 2026, wobei es unterjährig ungewöhnlich große Schwankungen geben könnte.**

Anleihen

Die Ereignisse der vergangenen Wochen haben ihre Spuren an den Anleihemärkten hinterlassen. Angesichts des fragilen Umfelds zwischen tendenziell zinssteigernden Effekten aus höherer Staatsverschuldung und dämpfenden Effekten aus einem möglichen wirtschaftlichen Abschwung gehen wir davon aus, dass die Rendite der 10-jährigen Bundesanleihe zum Jahresende 2025 auf einem Niveau leicht unterhalb von 3,0 Prozent liegen wird. Auf dem Weg dahin dürften jedoch größere Schwankungen anstehen. Ein Risikofaktor für die deutschen Langfristrenditen bleibt dabei die Entwicklung der 10-jährigen US-Staatsanleihe. Hier wird es stark darauf ankommen, dass das Störfeuer aus der Zollpolitik des US-Präsidenten nicht zu stark wird, so dass sich beispielsweise wichtige internationale Investoren andere Anlagen suchen. Derzeit bleiben wir für die Rendite der 10-jährigen US-Staatsanleihe bei unserer Prognose Richtung 5,0 Prozent zum Jahresende 2025.

Renditen 10-jähriger Staatsanleihen (in %)

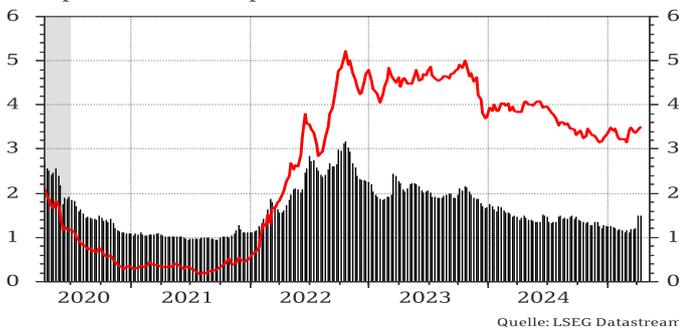


Bei den kürzeren Laufzeiten wirken sich dagegen die Zinssenkungen der Notenbanken so aus, dass die Zinsstrukturkurve bei Bundesanleihen, gemessen an der Renditedifferenz der 10- und der 2-jährigen, wieder eine

Steilheit von rund 0,8 Prozentpunkten hat. Dieser Wert preist die von uns erwarteten Leitzinssenkungen bereits gut ein.

Bei den Risikoauflagen für Unternehmensanleihen sind wir mit sehr moderaten Werten in das Jahr gestartet. Erst gegen Ende des Quartals, als sich die Wachstumsaussichten für die Weltwirtschaft deutlich eintrübten, haben sich diese ausgeweitet. Sie befinden sich aber sowohl für Investmentgrade-Risiken als auch für Hochzinsanleihen weiterhin spürbar unterhalb der historischen Vergleichswerte, die man in Phasen schwachen Wachstums beziehungsweise hoher Unsicherheit beobachtet hat. Wir empfehlen wegen dieses ungünstigen Chance-Risikoverhältnisses deshalb weiterhin, den Schwerpunkt auf gute Bonität zu setzen.

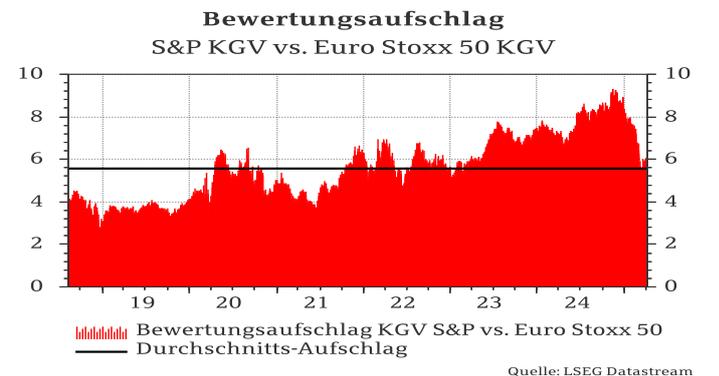
Rendite (in % p.a.) IBOXX Euro Corporates BBB 3-5 Jahre
Spread (in Prozentpunkten) zu Bund 4 Jahre (schwarz)



Aktienmarkt

Das erste Quartal zeigte bezogen auf die Wertentwicklung ein seltenes Bild an den Kurstafeln. Während europäische Barometer seit Jahresanfang deutlich im Plus lagen, dominierten auf der anderen Seite des Atlantiks rote Vorzeichen. In Euro gerechnet fielen die Abschläge an der erfolgsverwöhnten Wall Street gar noch größer aus. Begründung fand der Favoritenwechsel bzw. die regionale Umorientierung der internationalen Investoren in mehreren Facetten. Zum einen spielten Aktiengesellschaften, die auf dem Alten Kontinent beheimatet sind, über ein längeres Zeitfenster nur eine untergeordnete Rolle in der Allokation. Allein die Aussicht auf umfangreiche Fiskalpakete hierzulande intensivierte die Umschichtungen der Investitionsbudgets. Zum anderen ließen die hoch bewerteten US-Indizes aufgrund der flatterhaften Aussagen der Trump-Administration und zunehmender Konjunktursorgen in der weltweit größten Volkswirtschaft Federn. Spätestens Anfang April mit dem sich hochschaukelnden Zollkonflikt in Gestalt der Verkündungen auf dem sogenannten „Liberation Day“ und den prompten Antworten Chinas verstärkte sich die Risikoaversion rund um den Globus und die Aktienmärkte korrigierten inklusive historischer Kurskapriolen auf breiter Front.

Den vermeintlich eher nachhaltig tragenden Einflussfaktoren insbesondere aus dem politischen Kosmos, die die holprige Wegstrecke für die Börsianer determinieren, gilt es, auch mit dem Blick nach vorne so seriös wie möglich Rechnung zu tragen. Die gewissenhafte Einordnung der Rahmenbedingungen ist per se eine schwere Übung für die Analystenzunft. Aber auch die Unternehmenslenker sind an diesen offensichtlichen Kippunkten des makroökonomischen Szenarios mit viel mehr Unwägbarkeiten in der Geschäftsprognose konfrontiert. Aus diesem Blickwinkel kommt der bereits gestarteten Berichtssaison wohl eine besondere Bedeutung zu. Im Mittelpunkt der Aufmerksamkeit stehen ohne Zweifel die Ausblicke der börsennotierten Konzerne. Auch wenn diese im Angesicht der schwelenden Unsicherheiten vielfach kaum besonders gehaltvoll formuliert werden können, erhoffen sich die Investoren doch zumindest ein paar Hinweise auf die Robustheit der jeweiligen Geschäftsmodelle. Müssen internationale Lieferketten adjustiert werden? Gilt es neue Absatzmärkte zu adressieren? Und was bedeutet das für die Umsatz- und Margenperspektiven? Oftmals unterschätzt man Unternehmen in ihrer Flexibilität bzw. Anpassungsfähigkeit, gleichwohl scheint das Umfeld in diesen Tagen mehr als fragil und herausfordernd.



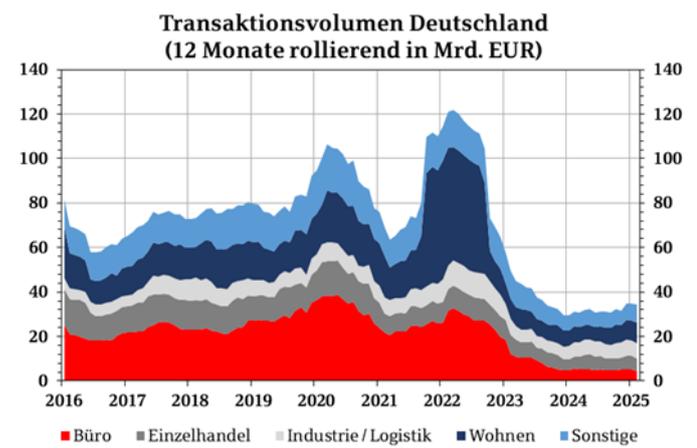
Apropos herausfordernd, eine stringente Herleitung von taktischen Kurszielen besitzt aus unserer Sicht gegenwärtig entsprechend weniger Substanz. Festzustellen gilt, dass als Konsequenz der zumindest temporären Rotation sich die Bewertungsprämie der amerikanischen Titel gegenüber den europäischen Pendanten wieder auf ein unseeres Erachtens „vernünftiges“ Niveau eingengt hat.

Unter Anwendung der in „normalen“ Zeiten zuverlässigen Bewertungsmethodik sähe die Berechnung der Kursziele wie folgt aus: Mit mehr Zutrauen in die operative Stärke und Resilienz der Gesellschaften jenseits des Atlantiks veranschlagen wir für den MSCI World einen Wert von 3.800 Punkten per Jahresende sowie für den S&P 500 von 6.000 Zählern. In diesem Kontext haben wir die in den Vorjahren übliche Premium-Bewertung etwas zurückgenommen. Aus der Kombination verschiedener Verfahren ließe sich für den deutschen Leitindex ein „fares“ Niveau von

22.000 Punkten bzw. für den Euro Stoxx 50 von 5.300 Zählern ableiten. Gleichzeitig erscheinen die darin inkludierten Annahmen wie der unterstellte Trend der Gewinn-schätzungen von deutlich mehr Unsicherheiten behaftet zu sein. Insgesamt dürften es die Input-Variablen schwerer haben, einem Realitätscheck standzuhalten. **Beim Ab-rutschen in eine handfeste Rezession sind die benannten Kursziele unrealistisch.** Bei dann deutlich unter Druck kommenden Ertragserwartungen und einer spürbar niedriger anzusetzenden Zielbewertung könnten unter anderem die DAX-Kurse zwischenzeitlich bis in den mittleren Zehntausenderbereich purzeln.

Immobilienmarkt

Wenngleich der Immobilienzyklus der Konjunktur zeitlich nachläuft, so ist die Immobilienwirtschaft dennoch kein Solitär, sondern tiefgreifend in die gesamtwirtschaftlichen Abläufe und Entwicklungstendenzen eingebettet. Selten dürfte dabei ein erstes Quartal sowohl politisch als auch wirtschaftlich so volatil gewesen sein wie das des laufenden Jahres: Hervorzuheben sind hier einerseits der Merz'sche „Whatever it takes“-Moment mit den beschlossenen milliardenschweren Schuldenprogrammen und andererseits der Trump'sche „Liberation Day“ mit diversen angekündigten Strafzöllen und das daraus resultierende Gefahrenpotenzial für einen globalen Handelskrieg. Es muss sich jedoch noch zeigen, ob die komplizierte Gemengelage aus zum Teil auch widersprüchlichen Risiken und Wirkungsmechanismen nur ein retardierendes Moment für den Aufschwung an den Transaktionsmärkten darstellt oder sich die Rahmenbedingungen für Immobilieninvestitionen in Gänze substantiell verändern.



Quelle: Savills (2025)

In den vergangenen 12 Monaten betrug das Transaktionsvolumen am deutschen Gewerbeimmobilienmarkt 34,6 Mrd. EUR, was gegenüber dem Vorjahreszeitraum (April 2023 - März 2024) einem Anstieg um rd. 12 Prozent entspricht. Diese augenscheinlich beachtenswerte Wachstumsrate kann jedoch als Basiseffekt interpretiert

werden, da die Investmentmärkte zum Jahresende 2023 nach dramatischen Einbrüchen von bis zu zwei Dritteln ihren Tiefpunkt gefunden hatten. Neben den faktischen Abschlüssen im 1. Quartal ist auch ein wieder höheres Volumen an strukturierten Bieterprozessen mit institutionellen Investoren auch abseits der öffentlichen Hand oder vermögenden Privatpersonen wahrzunehmen. Mit Blick auf das derzeitige Zinsniveau ist über die Finanzierung allerdings kaum ein Hebel für die Rendite einer Immobilieninvestition darzustellen - der Hauptteil der Verzinsung wird aus der Immobilie selbst generiert werden müssen. Das ist ein erstes sichtbares Zeichen, dass sich der Markt in einem Cash-Flow-Zyklus befindet.

Das Ausmaß des Liquiditätsbedarfs und des Verkaufsdrucks auf Eigentümerseite dürfte auch für die weitere Entwicklung der Anfangsrenditen mitentscheidend sein. In den ersten drei Monaten des laufenden Jahres blieben die Spitzenrenditen bei allen Nutzungsarten unverändert und lagen zwischen 3,6 Prozent für Mehrfamilienhäuser und 5,8 Prozent für Shopping-Center. Da die Spitzenrenditen der meisten Segmente nun schon seit etwa einem Jahr weitgehend unverändert geblieben sind, kann das von der Zinswende 2022 ausgelöste Repricing zumindest im absoluten Core-Segment als abgeschlossen betrachtet werden. In den Risikoprofilen darunter sind weitere Renditeanstiege hingegen nicht auszuschließen: strukturell höhere Langfristzinsen und absehbar steigende Baukosten - mit beiden lässt sich als Folge des beschlossenen Infrastruktur-Sondervermögens rechnen - lassen steigende Anfangsrenditen zumindest in den Nutzungsarten und Lagen ohne starke Mietwachstumsaussichten als das realistischste Szenario erscheinen. Die Ausdifferenzierung zwischen Top-Objekten und dem Rest dürfte sich folglich verstärken.

Insgesamt muss man sich jedoch vergegenwärtigen, dass sich auch alle noch so sorgsam abgeleiteten Prognosen, Annahmen und Sekundäreffekte im derzeitigen ausgesprochen heterogenen Umfeld mit immer neuen kurzfristigen Ankündigungen und Maßnahmen schon morgen als überholt erweisen können und somit nur eine kurze Halbwertszeit besitzen. Für Immobilieninvestitionen ist das sicherlich einerseits ungünstig und es bleibt die Frage, ob die Renditen von Immobilien als ein langfristiges Investment beispielsweise kurzfristig induzierte Zinsentwicklung abbilden können. Andererseits stärkt die anhaltend hohe Volatilität, von der andere Anlageklassen noch stärker betroffen sind, die Immobilie als Diversifikationsbaustein eines Multi-Asset-Portfolios, weil diese eben ein sehr langfristiges Asset ist.

Anlagestrategie

Nicht selten dürften die heutigen Zeiten mit Überschriften versehen werden, die da lauten, die Welt ist komplett aus den Fugen, die Unsicherheit ist allgegenwärtig oder verkürzt, eine Prognose ist seriös nicht ableitbar. Und genau an dieser Stelle dagegenuhalten und zu sagen, die Zukunft lässt sich nahezu unverändert seriös und belastbar in ihren Rahmendaten beschreiben, wäre auch nach unserer Einschätzung unverantwortlich. Allerdings stimmen wir nicht mit dem Chor derjenigen überein, dass dieses in der Tat höchst fragile Umfeld keine Basis für Investitionen bzw. Anlagen darstellt. Ganz im Gegenteil: Wir sind davon überzeugt, dass die Vermögensallokation gerade in diesen wirklich herausfordernden Zeiten einer ganz besonderen Bewirtschaftung unterliegen sollte und der objektiv geringeren Planbarkeit Rechnung getragen werden muss. Vor diesem Hintergrund wiederholen und verstärken wir unsere Aussagen zum Jahresausblick **„Mut zur robusten Aufstellung mit einer maximalen Streuung von Anlageklassen und innerhalb der jeweiligen Anlageklassen“**.

Führend bleibt dabei die Strategische Vermögensallokation, die wir jeweils basierend auf den individuellen Bedürfnissen zusammen mit unseren Kundinnen und Kunden erarbeitet haben. Angesichts der (bekannten) Veränderungen in den für Kapitalanlagen relevanten Rahmendaten reagieren wir darauf einerseits mit entsprechenden taktischen Anpassungen, die sich aus den jüngsten Ereignissen ableiten lassen. Andererseits - und dies ist noch viel entscheidender - mit einer grundsätzlichen Bestätigung unserer Anlagestrategie.

Die bisherige Sichtweise, dass der US-Präsident ein **„Mann der Wall Street“** ist, könnte sich als Irrtum erweisen. Die teilweise harschen Kurseinbußen an den Aktienbörsen scheinen die Dynamik seiner gesellschaftlichen und ökonomischen Maßnahmen eher noch zu erhöhen. Selbst bei einer Rücknahme seiner Zollpläne ist das für Investitionen so wichtige Vertrauen wohl kaum mehr gegeben und kommt auch nicht so schnell zurück. Damit entfällt der Aktienmarkt als ein Korrektiv für die Trump-Politik. Was aber bleibt, ist die **Achillesferse Anleihemarkt**. Hier entscheidet sich mit nicht auszuschließenden stärkeren Renditeaufschlägen, ob das riesige US-Defizit auch morgen und übermorgen noch zu akzeptablen Konditionen finanzierbar ist.

Es mag so sein, dass die US-Wirtschaft durch die Zollpolitik in einer 1:1-Beziehung relativ weniger Schaden nimmt als der jeweilige Handelspartner. Da sich die USA aber mit allen anlegen, ist der Schaden insgesamt beträchtlich.

Es drohen steigende Preise mit entsprechenden Inflationsgefahren, ein weiterer Vertrauensverlust bei den Konsumenten und insgesamt eine deutliche Schwächung der Wirtschaftsleistung. Somit steht einerseits eine spürbare **Verlangsamung des weltweiten Wachstums** und für die USA das Szenario einer Stagflation bevor.

Für den Bereich der Anleihen ergeben sich hieraus unterschiedliche Effekte. Während ein schwächeres Wirtschaftswachstum in Verbindung mit einem größeren Warenangebot Chinas in Europa dämpfend auf die Inflation wirkt und entsprechend stärkere **Zinssenkungen der EZB** erwarten lässt, dürfte sich die **US-Notenbank** angesichts der Inflationsgefahren vorerst zurückhalten. Die langfristigen Zinsen sind auch immer ein Indikator für das Risiko einer Anleihe. Während wir für Europa bei den Anleihen trotz der Ausweitung der Staatsverschuldung insbesondere in Deutschland von einer relativen Stabilität leicht über dem jetzigen Niveau ausgehen, drohen mit Fortsetzung der Trump-Politik stärkere Renditeanstiege bei den US-Staatsanleihen. Der sensibelste Seismograph ist die **Währung**, da hier alle Einflussfaktoren gesammelt einfließen. Auch wenn der US-Dollar seine absolute Ausnahmestellung vorerst behaupten sollte, ist der Trend einer De-Dollarisierung klar erkennbar und wird durch die jüngsten Ereignisse stimuliert. Eine mögliche anhaltende Abwertung der US-Valuta wäre demnach auch eher als Dollar-Schwäche und (noch) nicht als Euro-Stärke zu interpretieren.

Der Ausspruch, jede Krise beinhaltet auch eine Chance, klingt sicherlich wenig pointiert und auch oberflächlich. Im jetzigen geopolitischen Kontext wäre es aber für **Europa** tatsächlich die historische Chance, sich weiterzuentwickeln, unter der Führung der „Willigen“ Stärke zu zeigen und sich als dritter Machtblock neben den USA und China zu etablieren. Das Angebot einer großen Freihandelszone mit verlässlichen Rahmenbedingungen könnte weltweit für Investoren interessant sein.

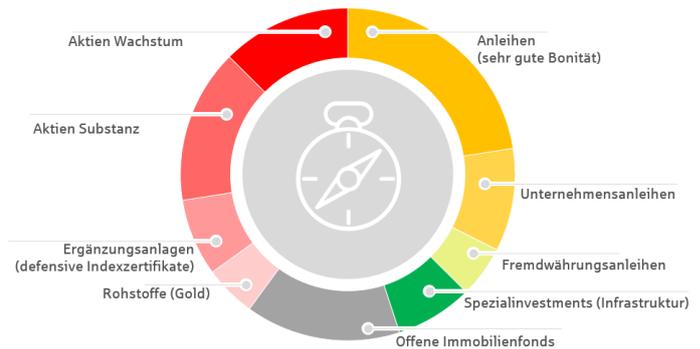
Doch was lässt sich daraus nun konkret ableiten?

Zu allererst sind hier unsere individuell und nach den persönlichen Bedürfnissen abgestimmten Leitportfolios zu nennen. Hier kommen all die zuvor beschriebenen Ableitungen zum Tragen. Dabei sagen auch wir sehr deutlich, dass wir gerade in diesen sehr speziellen Zeiten die Zukunft nicht kennen können und gerade aus diesem Grund **nicht darauf „wetten“**, dass zum Beispiel Aktien für die nächste Zeit keinen Beitrag erwirtschaften werden und wir sie daher eliminieren.

Dennoch ergeben sich aus der aktuellen Situation Erkenntnisse, die wir aber aus einer eher taktischen Sicht empfehlen:

- Trotz der aktuell enormen Kursschwankungen stellen wir die langfristig positiven Erträge von **Aktien** überhaupt nicht in Frage. Angesichts der sehr guten Wertentwicklung in den beiden Vorjahren würden wir mögliche Übergewichte in der Allokation zu Gunsten anderer Anlageklassen abbauen. Aufnehmende Anlageklassen wären Ergänzungsanlagen, Spezialinvestments und auch Anleihen. Wir halten auch an einer globalen Aufstellung fest, betonen allerdings einmal mehr, dass die Dominanz der US-Technologiewerte wohl etwas zu weit gegangen ist, und defensiven, mit hohen Dividenden aufwartenden Werten in dieser Phase eher der Vorzug gegeben werden sollte. Neben Europa und den USA berücksichtigen wir auch Asien.
- Der europäische **Anleihemarkt** mit durchschnittlich guten Bonitäten erscheint attraktiv. Von der Beimischung deutlich schlechterer Bonitäten würden wir angesichts des skizzierten Umfeldes absehen. Inflationsanleihen bieten beispielsweise einen garantierten Kapitalerhalt. Die favorisierte Laufzeit über das Depot bleibt auch aufgrund der erwarteten weiteren Leitzinssenkungen im mittleren Bereich zwischen 4 und 5 Jahren. Bei den Anleihen in **Fremdwährungen** setzen wir stärker auf gute Bonitäten außerhalb des US-Dollar.
- Defensive Ergänzungsanlagen erfahren gerade in diesen Zeiten eine Aufwertung im Gewicht, da sie mit einem entsprechenden „Puffer“ Kursschwankungen glätten und grundsätzlich mit attraktiven Renditen zu rechnen ist.
- Direktinvestments in **Infrastrukturanlagen** und nicht börsennotierte Infrastrukturunternehmen tragen ebenfalls zur Diversifikation bei und stabilisieren das Portfolio.
- Gold, als eines der erfolgreichsten Investments, bleibt fester Bestandteil.
- Den Anteil der **Immobilien** lassen wir konstant. Die Bewertungen sind stabil, die Ausschüttungen weitgehend zuverlässig. Für eine Höhergewichtung fehlt uns entweder ein günstigerer Zinsausblick oder eine stärkere Flächennachfrage der Nutzer durch eine anziehende Konjunktur.

Beispielhafte Vermögenstruktur für einen Anleger mittlerer Risikobereitschaft



Hierbei handelt es sich nicht um individuelle Empfehlungen, sondern um eine Übersicht einer beispielhaften Asset Allokation. Die individuelle Eig-nung muss im Beratungsgespräch überprüft werden.

Alles in allem sind wir auch und gerade in diesem ausgesprochen unruhigen Fahrwasser von der Mischung und Bestückung unserer Vermögensallokation überzeugt und gehen davon aus, dass sie einerseits robust ist und andererseits die nicht unwichtigere Renditekomponente nicht zu kurz kommt.

Prognosen auf einen Blick

	aktuell	Bandbreite	Jahresende
Deutscher Aktienindex	21.311	18.500 - 23.700	22.000
Euro Stoxx 50 Index	4.967	4.400 - 5.600	5.300
S&P 500 Index	5.276	4.800 - 6.700	6.000
MSCI World Index	3.468	3.200 - 4.200	3.800
Rendite 10-j. Bundesanleihe (%)	2,50	2,75 - 3,00	2,80
Rendite 10-j. US-Staatsanleihe (%)	4,28	4,50 - 5,00	4,75
Euro in US-Dollar	1,14	1,10 - 1,20	1,15
Gold (USD pro Feinunze)	3.309	2.800 - 3.600	3.450

Stand 16.04.2025

Bitte beachten Sie: Prognosen stellen keinen verlässlichen Indikator für die zukünftige Entwicklung dar.

Wichtige Hinweise:

Diese Darstellungen inklusive Einschätzungen wurden von der Hamburger Sparkasse AG nur zum Zwecke der Information des jeweiligen Empfängers erstellt. Die Informationen stellen weder ein Angebot, eine Einladung zur Zeichnung oder zum Erwerb von Finanzinstrumenten noch eine Empfehlung zum Erwerb dar. Die Informationen oder Dokumente sind nicht als Grundlage für irgendeine vertragliche oder anderweitige Verpflichtung gedacht. Sie ersetzen keine (Rechts- und / oder Steuer-) Beratung. Auch die Übersendung dieser Darstellungen stellt keine derartige beschriebene Beratung dar. Alle Angaben wurden sorgfältig recherchiert und zusammengestellt. Die hier abgegebenen Einschätzungen wurden nach bestem Wissen und Gewissen getroffen und stammen aus oder beruhen (teilweise) auf von uns als vertrauenswürdig erachteten, aber von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen. Die enthaltenen Meinungsäußerungen geben die aktuellen Einschätzungen der Hamburger Sparkasse AG zum Zeitpunkt der Erstellung wieder, die sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern können. **Jeder Empfänger sollte eine eigene unabhängige Beurteilung, eine eigene Einschätzung und Entscheidung vornehmen. Insbesondere wird jeder Empfänger aufgefordert, eine unabhängige Prüfung vorzunehmen und/oder sich unabhängig fachlich beraten zu lassen und seine eigenen Schlussfolgerungen im Hinblick auf wirtschaftliche Vorteile und Risiken unter Berücksichtigung der rechtlichen, regulatorischen, finanziellen, steuerlichen und bilanziellen Aspekte zu ziehen.** Sollten Kurse/Preise genannt sein, sind diese freibleibend und dienen nicht als Indikation handelbarer Kurse/Preise.

Bitte beachten Sie: Die frühere Wertentwicklung sowie die prognostizierten Entwicklungen sind keine verlässlichen Indikatoren für die künftige Wertentwicklung. Die Anlage in Finanzinstrumenten kann zu einem teilweisen oder vollständigen Verlust des eingesetzten Kapitals führen. Diese Informationen inklusive Einschätzungen dürfen weder in Auszügen noch als Ganzes ohne schriftliche Genehmigung durch die Hamburger Sparkasse AG vervielfältigt oder an andere Personen weitergegeben werden.



Bleiben Sie auf dem Laufenden.

Jederzeit bestens informiert: Mit unserem digitalen Angebot unter haspa-kapitalmarkt.de oder mit unserem Kapitalmarkt Podcast „Auf Kurs“.

[Hier klicken & lesen](#)