THE INVESTMENT CLUB MAGAZIN

Was erwartet uns im Jahr 2025?

DEZEMBER 2024

INHALTSÜBERSICHT

1. Einleitung 4
2. USA 5
3. Europa 10
4. China.....14
5. Japan 16
6. Fazit 18

Haftungssauschluss und Risikohinweis

Dieser Report dient lediglich zu Informationszwecken.

Alle hier verwendeten Informationen, Daten oder Meinungen stammen aus Quellen, die das Autorenteam und der Herausgeber auf Grundlage ihrer eigenen subjektiven Meinung zum Zeitpunkt der Erstellung für zuverlässig, vertrauenswürdig und angemessen hielten. Das Autorenteam und der Herausgeber übernehmen keinerlei Gewähr für die Vollständigkeit, Korrektheit oder Qualität der bereitgestellten Informationen.

Für die Inhalte verlinkter Websites Dritter übernehmen die Autoren und der Herausgeber keine Haftung. Insofern haben die Autoren und der Herausgeber keinen Einfluss auf die Inhalte externer Websites Dritter und distanzieren sich von diesen, sollten sie zum Zeitpunkt der Fertigstellung dieses Reports nicht mehr ihrem ursprünglichen Inhalt entsprechen. Mögliche Änderungen der diesem Report zugrunde liegenden Daten können Einfluss auf die darin veröffentlichten Schätzungen, Prognosen, Kurseinschätzungen oder Kursentwicklungen haben. Die in diesem Report gemachten Aussagen stellen keine Aufforderung oder Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, Rohstoffen oder anderen Finanzinstrumenten dar. Die Studien, Kommentare, Schätzungen, Meinungen, Zusicherungen und sonstigen Aussagen der Autoren stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Jede Investition in Wertpapiere, Rohstoffe oder andere Finanzinstrumente unterliegt Risiken, die zu einem Teil- oder Totalverlust führen oder zu weiteren Verlusten führen können. Dementsprechend sollten die im Report enthaltenen Aussagen und Informationen nicht die alleinige Grundlage für Anlageentscheidungen sein. Anlageentscheidungen sollten immer nach gründlicher Beratung durch einen professionellen Anlageberater getroffen werden. Investitionen sollten grundsätzlich nicht durch Kredite finanziert werden. Anlegern wird dringend empfohlen, vor einer Investition eigene Nachforschungen anzustellen und fachkundigen Rat einzuholen.

Die vorliegenden Inhalte sind urheberrechtlich geschützt. Eine Vervielfältigung ist ohne ausdrückliche Zustimmung des Urheberrechtsinhabers nicht gestattet.

1. Einleitung

Im Jahr 2024 profitierten Anleger von einer Reihe positiver Faktoren, darunter geldpolitische Lockerungen durch die US-Notenbank, eine steigende Begeisterung für Künstliche Intelligenz und Hoffnungen auf marktorientierte Maßnahmen der Trump-Administration wie Steuersenkungen und Deregulierung. Die Unternehmen lieferten im dritten Quartal solide Ergebnisse, die Prognosen für das vierte Quartal fielen insgesamt positiv aus, und selbst die Unsicherheit rund um die US-Wahlen ist inzwischen abgeflaut. Mit Blick auf das kommende Jahr rückt nun vor allem das Dezembertreffen der Federal Reserve ins Zentrum des Interesses, da hier entscheidende Weichen für die künftige Geldpolitik gestellt werden könnten.

Für 2025 erwarten wir ein herausforderndes Umfeld als im Jahr 2024. Handelskonflikte, eine potenziell restriktivere Fiskalpolitik und ein global eher moderates Wirtschaftswachstum könnten die Aktienmärkte belasten und für erhöhte Volatilität sorgen. Dennoch halten wir an der Einschätzung fest, dass ein anhaltendes konjunkturelles Momentum und steigende Bewertungen in vielen Regionen weiterhin Chancen auf solide Renditen bieten, wenngleich diese je nach Markt und Anlageklasse variieren dürften. Vor diesem Hintergrund werden wir im Folgenden die wesentlichen Faktoren für das kommende Jahr analysieren und eine Einschätzung zu zentralen Märkten und Anlagesegmenten geben.

2. USA

In den USA ist vor allem die Handelspolitik der Trump-Administration ein zentrales Thema, das das globale Wachstum 2025 beeinflussen könnte. Zwar waren im Wahlkampf extreme Zölle im Gespräch, doch hat sich in der Vergangenheit gezeigt, dass harsche Ankündigungen oft Verhandlungsinstrumente waren, die letztlich in moderatere Abkommen mündeten. Sollte Trump diese Zölle (in Höhe von über 60%) tatsächlich durchsetzen, wären das mit Abstand die höchsten Zölle in der Geschichte der USA und absolut desaströs.

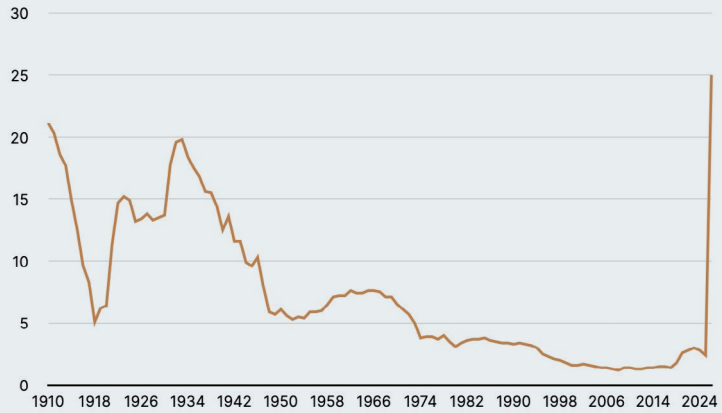


Abbildung: Die Zolleinnahmen im Verhältnis zu den Importen, wenn Trump die Zölle wie versprochen durchsetzen würde
Quelle: USITC

Trump setzte in seiner ersten Amtszeit keineswegs alle Drohungen um, vielmehr handelten die USA diverse Deals neu aus, wie etwa das Phase-One-Abkommen mit China oder die Neufassung des NAFTA-Vertrags zur USMCA. Ähnlich verliefen die Verhandlungen in Europa, wo ein anfangs verhängter 45%-Zoll auf chinesische Elektrofahrzeuge schließlich in eine Mindestpreisregelung umgewandelt wurde. Auch jüngste Drohungen gegenüber Mexiko und Kanada endeten nicht in eskalierenden Zollrunden, sondern in Zugeständnissen und Kooperationsbereitschaft. Wir gehen daher davon aus, dass ein Worst-Case-Szenario extrem hoher Zölle, die über Jahrzehnte nicht gesehen wurden, unwahrscheinlich ist.

Sollte es dennoch zu moderaten Zollanhebungen von rund 10% kommen – und zu entsprechenden Gegenmaßnahmen anderer Regionen –, dürfte die Wachstumsdelle laut Schätzungen des IWF etwa 0,1 Prozentpunkte (3,1% anstatt 3,2%) global und rund 0,4 Prozentpunkte (1,8% anstatt 2,2%) in den USA betragen, während Europa und China eher marginal betroffen wären. Diese Projektionen basieren auf theoretischen Modellen des IWF, aber sie geben eine Vorstellung davon, dass selbst moderate Zollrunden das Wachstum dämpfen könnten, ohne jedoch eine dramatische globale Krise auszulösen. Vereinzelt wird es allerdings dennoch Unternehmen bzw. ganze Sektoren geben, die stärker betroffen sind als andere.

Für die Märkte heißt das, dass Investoren Lieferketten, Kostenstrukturen und die geografische Herkunft von Gütern künftig noch genauer unter die Lupe nehmen müssen. Unternehmen mit starkem Importanteil, etwa im Einzelhandel oder in der Automobilbranche, könnten kurzfristig unter Druck geraten, während Unternehmen mit inländischer Produktion oder hoher Preissetzungsmacht weniger gefährdet erscheinen. Insgesamt ist das Risiko durch Trumps Handelspolitik real, doch historisch betrachtet und angesichts der Verhandlungsbereitschaft aller Seiten halten wir drastische Wachstumseinbrüche für eher unwahrscheinlich.

Wir erwarten zudem eine rasche Umsetzung wachstumsorientierter Maßnahmen seitens der Trump-Administration, darunter niedrigere Unternehmenssteuern und mindestens stabile (wenn nicht sogar sinkende) persönliche Steuersätze. Idealerweise senkt ein effizienterer Regierungsapparat langfristig Kosten und regulative Belastungen. Allerdings dürfte sich herausstellen, dass der Milliardärsclub in der Regierung die Komplexität des Staatsapparates unterschätzt hat und die Umsetzung tiefgreifender Verschlankungen schwieriger als gedacht ausfällt. Eine etwas rauere Handelspolitik könnte Inbound-Investitionen in den USA stärken und die Exporte fördern; ein sinkendes Handelsdefizit würde per Definition das US-BIP erhöhen. Der Konsens für das US-Wachstum liegt bei 2,8% bis 3,2%, abhängig vom Umfang neuer Handelsmaßnahmen. Diese Einschätzungen decken sich mit Szenarien, die auch der IWF in seinen globalen Wirtschaftsausblicken (IMF Economic Outlook 2024) anspricht.

Die Kombination aus konjunkturellen Impulsen, tarifären Anpassungen und fiskalischen Stimuli, die die Republikanische Partei plant, hat in der Vergangenheit die Wirtschaft verstärkt. Wir sehen die US-Politik als wachstumsfördernd, aber nach wie vor leicht inflationär, da Steuersenkungen, selektive Zölle und gezielte fiskalische Unterstützung die Preisdynamik erhöhen könnten. Dieser Effekt dürfte allerdings durch Deregulierungen, Effizienzsteigerungen und eine steigende inländische Produktion von Öl und Gas teilweise kompensiert werden, sodass ein stark inflationärer Schub nicht zwingend ist. Ein möglicher Bremsfaktor für die Wirtschaft könnte die verschärfte Einwanderungspolitik sein, da geringere Zuwanderung langfristig das Beschäftigungswachstum und die Arbeitsmarktflexibilität einschränken und so die Inflation befeuern könnte, da höhere Gehälter geboten werden müssen, um die gleichen Arbeitsplätze zu besetzen.

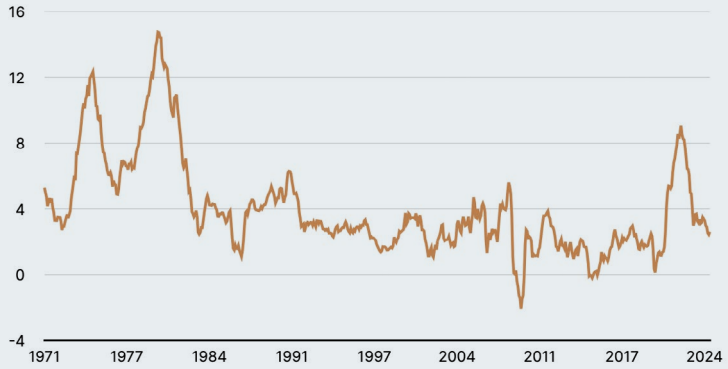
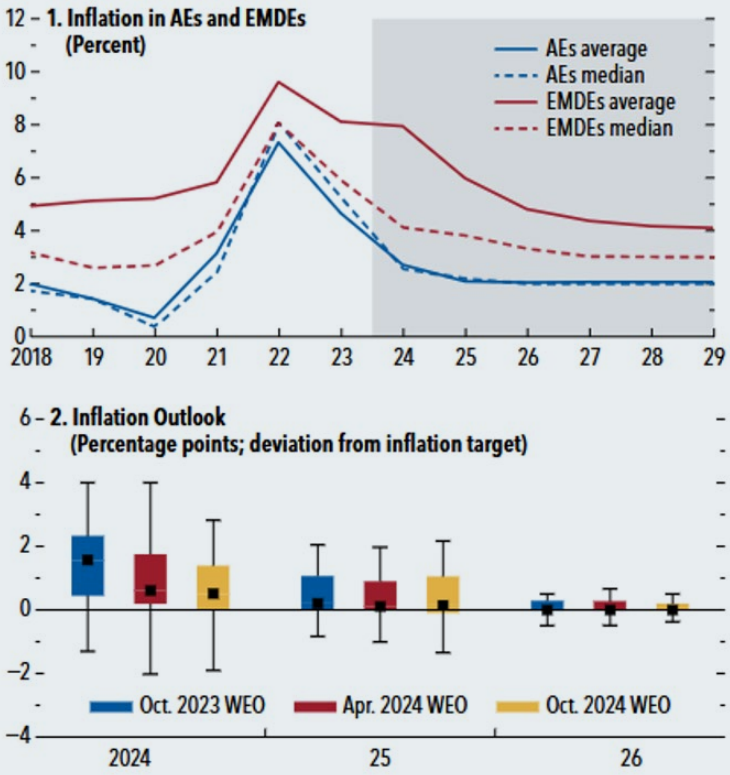


Abbildung: Die US-Inflation, jährlich in %
Quelle: FRED



Sources: Central bank websites; Haver Analytics; and IMF staff calculations.

Note: In panel 1, the averages are calculated using purchasing-power-parity GDPs as weights. Panel 2 shows the distribution (box-whisker plot) from each WEO report. The blocks in the middle of the boxes are the medians, and the upper (lower) limits of the boxes are the third (first) quartile. The whiskers show the maximum and minimum within a boundary of 1.5 times the interquartile range from upper and lower quartiles, respectively. AEs = advanced economies; EMDEs = emerging market and developing economies; WEO = *World Economic Outlook*.

Abbildung: Die geschätzte Inflation für Industrie- und Entwicklungsländer. Quelle: IMF Economic Outlook 2024

Die US-Notenbank hat bislang einen guten Job gemacht, um die Inflation zu moderieren, doch wir gehen davon aus, dass sie angesichts einer Inflation, die sich bei rund 2,5% bis 2,8% stabilisiert, vorsichtige weitere Zinssenkungen vornehmen wird. Der Leitzins könnte Ende 2025 oder Anfang 2026 bei etwa 3,0% liegen, die zehnjährigen US-Renditen erwarten wir im Bereich von 3,7% bis 4,0%. Sollte ein extremes Zollszenario eintreten, könnte sich die Inflation jedoch rascher in Richtung 3% bis 4% bewegen, was das aktuelle Basisszenario einer leichten Reflation in ein Bärenszenario verwandeln und die Märkte belasten würde. Wir halten dieses Szenario aufgrund der bisherigen Verhandlungsstrategien Trumps jedoch für wenig wahrscheinlich.

US-Aktien haben in den letzten Jahren im Allgemeinen Rekordrenditen erzielt. Gleichzeitig sind die Bewertungen im historischen Vergleich hoch und könnten ein Risiko für Investoren darstellen. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis des S&P 500 hat sich um rund 36% erhöht, von etwa 24x auf rund 30x, und liegt damit aktuell im 95. Perzentil der historischen Bewertungsspanne. Das ist hoch, doch nicht so überzogen, wie es zunächst scheint.

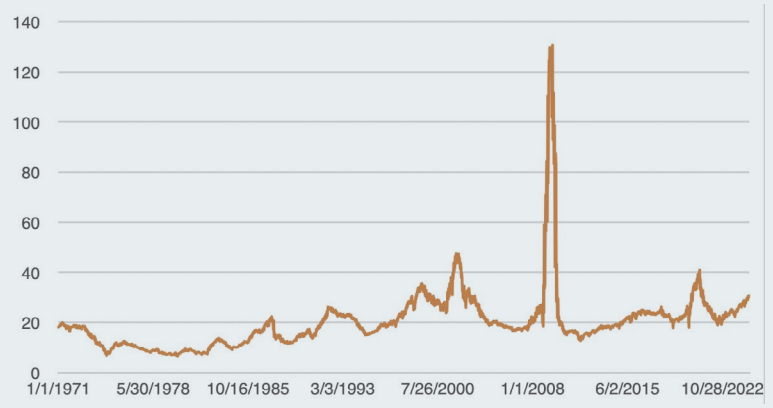


Abbildung: Das KGV des S&P 500
Quelle: Gurufocus

Das Marktbild ist darüber hinaus nicht homogen. Während Megacaps, vor allem im Technologiesektor, sehr teuer erscheinen, sind Small- und Mid-Cap-Unternehmen mit einem Wert von rund 18 im Vergleich fast um die Hälfte günstiger bewertet.

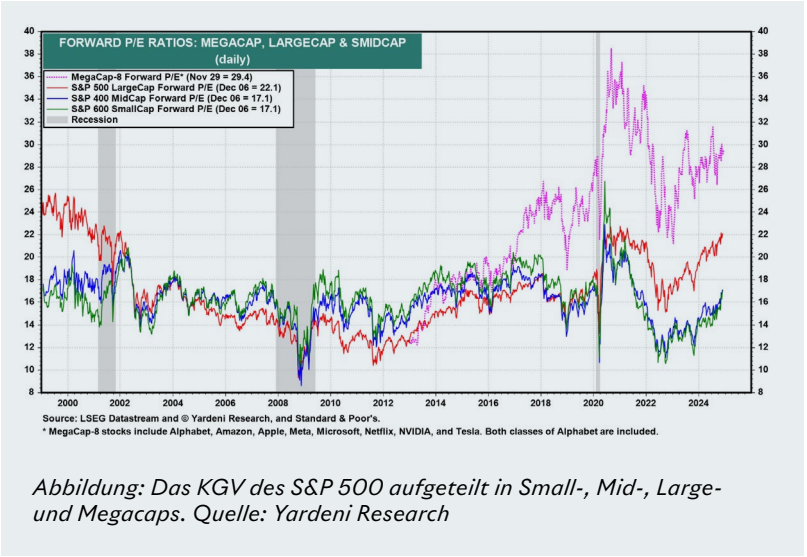


Abbildung: Das KGV des S&P 500 aufgeteilt in Small-, Mid-, Large- und Megacaps. Quelle: Yardeni Research

Große Unternehmen mit starker technologischer Ausrichtung und soliden Fundamentaldaten rechtfertigen höhere Bewertungen. Zudem haben sich viele Konzerne frühzeitig zu niedrigen Zinsen refinanziert, was sie widerstandsfähiger gegenüber dem aktuellen Zinsumfeld macht. Das spiegelt sich auch in den PEG-Ratios wider. Derzeit liegt der PEG-Wert für den S&P 500 bei etwa 1,3x und damit unter dem langjährigen Durchschnitt, was darauf hindeutet, dass das Gewinnwachstum viele dieser hohen Bewertungen untermauert. Die günstigsten PEG-Ratios zeigen sich etwa im IT-Sektor mit 1,2x, im Kommunikationssektor mit 0,8x und im Finanzsektor mit 1,2x, während teurere Branchen wie Immobilien mit 4,8x, Versorger mit 2,7x oder Energie mit 3,0x deutlich teurer abschneiden.

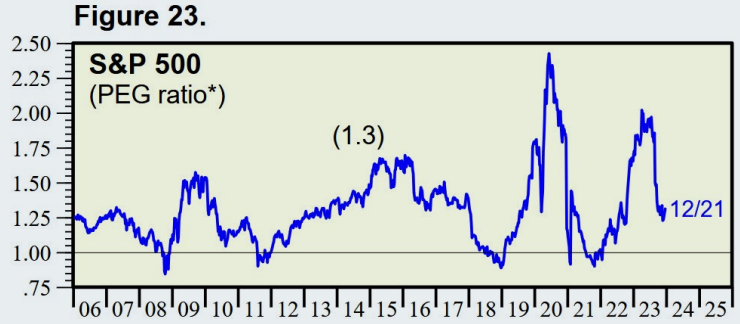


Abbildung: Die PEG-Ratio des S&P 500
Quelle: Yardeni Research

Langfristig betrachtet bietet die aktuelle Marktlage Potenzial. Ein durchschnittlicher Bullenmarkt hält etwa 56 Monate an und liefert dabei über 150% Wertzuwachs. Seit dem Tiefpunkt im Oktober 2022 ist erst rund die Hälfte dieser Wegstrecke zurückgelegt. Wir befinden uns seit etwa 28 Monaten in einem Aufwärtstrend mit rund 70% Performance. Solange das Wirtschaftswachstum anhält, erwarten wir, dass sich die Bewertungen zumindest auf hohem Niveau halten. Zwar könnte das hohe Bewertungsniveau die Gesamtrendite etwas begrenzen, da bereits viel eingepreist ist, aber die Unternehmen haben die Chance, in ihre „teuren" Bewertungen hineinzuwachsen. Geopolitische Risiken, unter anderem im Nahen Osten, Europa oder im Hinblick auf China und Taiwan, bleiben potenzielle Störfaktoren. Dennoch halten wir ein dramatisches Abrutschen durch eine Wirtschaftspolitik unter Trump für weniger wahrscheinlich, solange das fundamentale Umfeld intakt bleibt.

Wir rechnen in unserem Basisszenario für 2025 mit einem S&P-500-Stand von etwa 6.500 bis 6.700 Punkten. Vor allem US-Cyclicals sollten von einer reaccelerierenden Wirtschaft profitieren, gestützt durch eine günstige Kombination aus republikanischer Wirtschaftspolitik, verbesserter Produktivität und Nachholbedarf im industriellen Sektor.

Nach der Wiederwahl Donald Trumps diskutieren immer mehr Investoren ein mögliches stärkeres Reflationsszenario für 2026. Die Federal Reserve könnte dann weniger geneigt sein, aggressive Zinssenkungen durchzuführen, was kapitalintensive, weniger innovative Sektoren belasten könnte. In einem solchen Umfeld profitieren jene Branchen und Unternehmen am stärksten, die von einer erneuten Wachstumsbeschleunigung und höheren Inflationsraten profitieren, da sie Preissteigerungen relativ leicht weitergeben können. Hierzu zählen Sektoren mit hoher Preissetzungsmacht wie Energie- oder Basismaterialunternehmen sowie die führenden Tech-Giganten mit robusten Margen und geringen Kapitalanforderungen. Auf der anderen Seite ist es sinnvoll, auch auf die Chancen im Small- und Mid-Cap-Bereich zu achten, da viele dieser Unternehmen auf dem heimischen Markt agieren und von Deregulierungen sowie einer breit angelegten wirtschaftlichen Erholung profitieren dürften. Gelingt es einzelnen kleineren und mittleren Technologiefirmen, sich in Nischenmärkten abseits der großen Mainstream-KI-Anbieter zu etablieren, eröffnen sich attraktive Wachstumschancen.

3. Europa

Die europäische Wirtschaft befindet sich auf einem moderaten Erholungskurs, der vor allem von strategischen Investitionen und einer vorsichtigen Geldpolitik geprägt ist. Die Wachstumsdynamik in der Eurozone bleibt dabei hinter der in anderen entwickelten Märkten zurück. Laut jüngsten Prognosen des IWF dürfte das reale BIP-Wachstum im Euroraum 2025 bei sehr optimistischen 1,5% liegen. Dieses äußerst niedrige Wachstum spiegelt anhaltende strukturelle Herausforderungen wider, etwa im Zusammenhang mit Energieversorgung und Arbeitsmärkten. Besonders in wichtigen Volkswirtschaften wie Deutschland, Frankreich oder Italien bleibt das Wachstum schwach, da Energieunsicherheit und ein angespanntes Fachkräfteangebot die bereits fragile Industriekonjunktur belasten. Hinzu kommen politisch begrenzte fiskalische Spielräume, da die öffentlichen Haushalte in vielen Mitgliedstaaten ausgereizt sind bzw. in Ländern wie Italien oder Spanien massiv überzogen sind, was mögliche wirtschaftspolitische Reaktionen einschränkt.

Die Aussicht auf höhere US-Zölle im Verlauf der Jahre 2025 und 2026 stellt darüber hinaus ein zusätzliches Risiko dar, welches die Exportperformance der Eurozone beeinträchtigen könnte. Der Industriesektor hat weiterhin eine Kontraktion erlebt, vor allem in Deutschland, wo wir am Rande eines zweiten Jahres einer Rezession und negativen Wirtschaftswachstums stehen.

Abbildung: Das reale BIP-Wachstum in der EU
Quelle: FRED

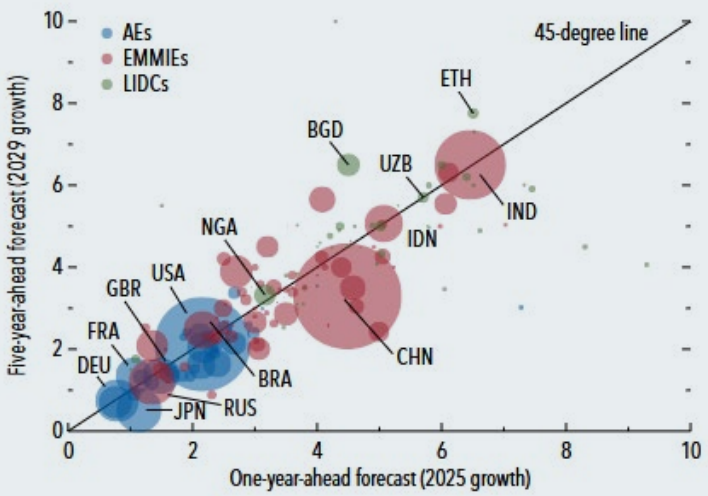


Abbildung: Die Wachstumsprognosen für die wichtigsten Regionen
Quelle: IMF World Outlook 2024

Trotz dieser Herausforderungen gibt es auch Lichtblicke. Die Unternehmensinvestitionen bleiben solide, und positive Reallohnentwicklungen haben den privaten Konsum gestützt. Die Arbeitslosigkeit in Europa liegt bei historisch niedrigen 5,9% (in Deutschland 6,3%), was auf eine erstaunlich robuste Arbeitsmarktsituation in der EU hinweist. Die Inflation hat sich wieder in der Nähe des EZB-Ziels von 2,0% eingependelt, wenngleich der Preisdruck bei Dienstleistungen und in der Kerninflation noch höher ist. Dennoch dürfte das aktuelle Umfeld externer Schocks, etwa potenziell steigender Handelsbarrieren und geopolitischer Spannungen, den Exportsektor weiter belasten und das gesamtwirtschaftliche Wachstum dämpfen. Ein strafferer Fiskalkurs mehrerer Mitgliedstaaten könnte ebenfalls disinflationär wirken.

Abbildung: Die Inflationsrate in der EU
Quelle: FRED

Der Konsens für das Wachstum der Gewinne pro Aktie liegt weit unter dem US-Wachstum, mit einer Schätzung von 8% (gegenüber 14% für die USA). Diese verhaltenen Aussichten sind eine Folge des schwachen Inlandswachstums in den größten Volkswirtschaften der Region sowie einer gedämpften Auslandsnachfrage, etwa bei Autos, Chemie- oder auch Luxusgütern. Das mangelnde Wachstum wurde zu Beginn des Jahres 2024 klar ersichtlich. Während der S&P 500 einen Rekordgewinn nach dem anderen auf Basis der Technologie-Lastigkeit meldete, mussten europäische Unternehmen weiter ihre Prognosen nach unten korrigieren. Auf 3-Jahres-Sicht entstand so eine Renditediskrepanz von über 24 Prozentpunkten.

Abbildung: Die Rendite des S&P 500 vs. den STOXX 600
Quelle: Gurufocus

Gegenwärtig bieten europäische Aktien, trotz aller Herausforderungen, Chancen. Dies gilt insbesondere für Sektoren, die weniger von der schwachen Binnennachfrage abhängen und stattdessen global aufgestellt sind, etwa die wenigen Technologiewerte wie SAP, Energie, das Gesundheitswesen oder auch Chemie- und Industriewerte mit tiefem Moat, die im Bereich sauberer Energietechnologien eine Vorreiterrolle einnehmen. Leider gibt es davon nur recht wenige in Europa. Die Gewinnerwartungen für Europa liegen bei etwa 8% für die nächsten zwölf Monate, wobei das Markt-KGV bei rund 16x liegt. Auf dieser Basis ergibt sich ein PEG-Ratio von lediglich 2, was im Vergleich zu den USA deutlich weniger zukünftig eingepreistes Wachstum bedeutet.

Abbildung: Das KGV für die EU
Quelle: worldperatio.com

Ein Grund für diese niedrigen Bewertungen ist die Sektorzusammensetzung. Europäische Indizes enthalten weniger Technologieunternehmen als die USA und profitieren daher nicht in gleichem Maße von der AI-Euphorie. Stattdessen dominieren Branchen wie Industrie, Finanzen und Rohstoffe, die zuletzt mit geringer Waren- und Rohstoffnachfrage, Sorgen um notleidende Kredite und einer schwächeren chinesischen Konjunktur (China als Hauptabnehmer europäischer Produkte) zu kämpfen hatten. Aber auch im direkten Branchenvergleich ist Europa deutlich niedriger bewertet als die Branchen der USA. Im Durchschnitt sind die europäischen Sektoren um 15% niedriger bewertet als ihr amerikanisches Pendant. Hinsichtlich dieser Voraussetzung ist es für den europäischen Markt leichter, positive Überraschungen auszulösen als in den USA.

Die Europäische Zentralbank wird voraussichtlich bis Mitte 2025 die Geldpolitik weiter lockern, was zumindest teilweise die wirtschaftlichen Fundamentaldaten stützen und sich positiv auf die Vermögenspreise auswirken könnte, ohne jedoch automatisch einen breiten konjunkturellen Schub auszulösen. Hier könnte sich kurzfristiges Aufwärtspotenzial finden. Historische Vergleiche zeigen, dass in Phasen sinkender Leitzinsen in der Eurozone, wie zwischen Ende 2011 und Anfang 2016, die Kurs-Gewinn-Verhältnisse an den europäischen Aktienmärkten trotz schwachem Wirtschaftsumfeld deutlich ansteigen können. Damals erhöhte sich das KGV für europäische Aktien von rund 8,5 auf etwa 15,5, selbst bei unterdurchschnittlichem Gewinnwachstum und restriktiven Fiskalpolitiken. Kurzfristig ist bei starken Lockerungen durch die EZB also ein gewisses Wachstum möglich. Sollten sich die schlechten konjunkturellen Daten nicht verbessern, helfen langfristig auch Zinsreduktionen nicht viel.

Insgesamt bestünde für Europa die Möglichkeit eines Umfelds, in dem moderat steigende Gewinne und unterstützende Zinssenkungen der EZB auf längere Sicht Chancen schaffen. Während strukturelle Herausforderungen und geopolitische Risiken die Entwicklung bremsen, bietet die niedrigere Bewertungslatte gegenüber den USA Spielraum für positive Überraschungen. Wenn es gelingt, den fiskalischen und geopolitischen Gegenwind einzudämmen, könnte die Eurozone ihre fragile Erholung festigen und damit Investoren attraktive Diversifikationsmöglichkeiten gegenüber den US-Aktien bieten. Allerdings ist von solchen positiven fiskalpolitischen Wandlungen noch nichts zusehen. In unserem Base-Case sind wir daher nach wie vor eher bärisch eingestellt – zumindest für das Jahr 2025.

4. China

In China bleibt das Wirtschaftswachstum hinter dem selbstgesteckten Ziel von 5% zurück. Der IWF rechnet laut seiner jüngsten Prognosen (IMF World Outlook 2024) damit, dass das reale BIP-Wachstum 2025 auf etwa 4,5% zurückgehen wird. Hintergrund dieser Abschwächung sind anhaltende Strukturprobleme, etwa die hohen Schuldenstände lokaler Regierungen, die massiven Hebelungen im Immobiliensektor, in dem rund 70% der Vermögenswerte chinesischer Haushalte gebunden sind, sowie eine ungünstige demografische Entwicklung. Diese Faktoren untergraben das Vertrauen in eine dauerhaft tragfähige Wachstumsdynamik, schwächen die Inlandsnachfrage und belasten die ohnehin nachlassende Produktion und Exporttätigkeit. Zusätzlicher Druck könnte durch mögliche neue US-Zölle entstehen, die Chinas Außenhandel weiter einschränken würden. Diese verlangsamende Wirtschaft vertieft eine deflationäre Schleife, mit einer Verbraucherpreisinflation nur leicht über Null und Produzentenpreisen, die seit Anfang 2023 tief deflationär sind.

Abbildung: Die Inflationsrate in China
Quelle: FRED

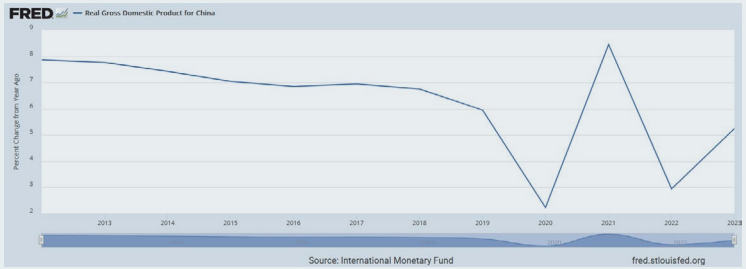


Abbildung: Das reale BIP-Wachstum in China
Quelle: FRED

Eine nachhaltig anziehende Preisdynamik ist kaum in Sicht, zumal die konjunkturellen Impulse moderat bleiben. Um dieser Entwicklung entgegenzuwirken, hatte die chinesische Regierung Mitte September eine koordinierte Reihe von geld- und fiskalpolitischen Stützungsmaßnahmen angekündigt, die zunächst für kurzfristigen Optimismus sorgten. Die People's Bank of China (PBoC) griff dabei auf unkonventionelle Instrumente zurück, darunter Kreditfazilitäten für Aktienkäufe oder Refinanzierungsoptionen für Aktienrückkäufe zu Zinssätzen von etwa 2,25% (also deutlich unter Marktzins). Ziel dieser Maßnahmen war es, die Vermögenspreise zu stabilisieren, das Anlegersentiment zu heben und den Konsum anzukurbeln. Da chinesische Haushalte rund 25% ihrer Vermögenswerte in Einlagen und Cash halten, könnte bereits eine teilweise Umschichtung in den Aktienmarkt zu einer spürbaren Erholung führen. Kurzfristig zeigte sich auch eine etwa 60%ige Aufwärtsbewegung an den chinesischen Aktienmärkten. Doch nach der Wahl Trumps und dem klaren Bekenntnis der Trump-Administration zu ihrer bisherigen Handelspolitik verflüchtigten sich diese Effekte rasch, da die strukturellen Probleme Chinas ungelöst bleiben. Also mehr oder weniger dasselbe Szenario wie in Europa.

Eine mögliche Einführung von 60%-Zöllen auf chinesische Importe in die USA würde zusätzliche Turbulenzen mit sich bringen. Seit der Einführung US-amerikanischer Strafzölle im Jahr 2018 ist Chinas Anteil an den US-Importen von 21% auf 12% gesunken, während sich Chinas Anteil an den weltweiten Exporten im selben Zeitraum von 13% auf 15% leicht erhöht hat. China hat also schon einmal bewiesen, dass es in der Lage ist, Lieferketten anzupassen und Exporte über alternative Märkte wie Mexiko oder Vietnam umzulenken. Dennoch würde eine weitere Verschärfung der Handelsbedingungen das chinesische Wachstum erneut belasten, auch wenn ein Teil des Verlustes im US-Geschäft möglicherweise durch Umschichtungen in andere Regionen aufgefangen werden könnte.

Die Anpassungsfähigkeit der chinesischen Wirtschaft ist zweifellos hoch, doch ohne stärkere strukturelle Reformen und ein nachhaltiges Anziehen der Inlandsnachfrage bleiben die Perspektiven für eine deutliche Outperformance begrenzt. Mit einem KGV von 13 liegt der chinesische Markt trotz aller Einschränkungen über dem 10-Jahres-Durchschnitt. Angesichts der bestehenden strukturellen Probleme, dem lediglich moderaten Stimulusumfang und den geopolitischen Risiken ist es fraglich, ob der Markt nachhaltig in höhere Bewertungsregionen vordringen kann.

Abbildung: Das KGV für China
Quelle: Gurufocus

5. Japan

Japan schlug im Jahr 2024 einen ungewöhnlichen Kurs ein. Während zahlreiche große Volkswirtschaften ihre Zinsen senkten, erhöhte die Bank of Japan (BoJ) vorsichtig die Leitzinsen und verabschiedete sich damit von mehr als einem Jahrzehnt negativer Zinsen. Das Wirtschaftswachstum fiel zunächst verhalten aus, da der private Konsum schwächer als erwartet anlief. Doch im weiteren Jahresverlauf hellte sich das Bild auf. Vor allem die spürbaren Lohnsteigerungen im gesamten Arbeitsmarkt, die sich auch 2025 fortsetzen dürften, haben eine positive Wirkung auf die Binnennachfrage. Da die Einkommen derzeit schneller wachsen als die Teuerungsrate, profitieren Haushalte tatsächlich von realen Kaufkraftgewinnen. Langfristig bleibt Japan jedoch mit strukturellen Problemen konfrontiert – insbesondere einer ungünstigen Demografie und anhaltend schwacher Produktivitätsentwicklung. Wir gehen davon aus, dass die BoJ ihre straffere Geldpolitik beibehält, bis sich die Inflation auf einem nachhaltig selbsttragenden Niveau stabilisiert.

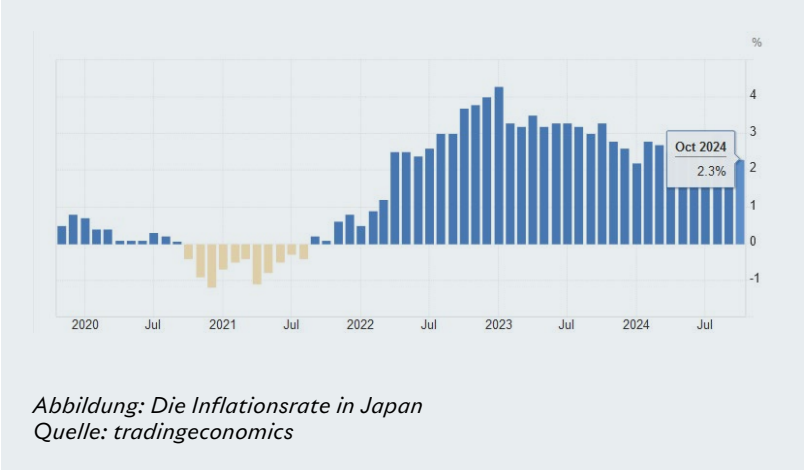


Abbildung: Die Inflationsrate in Japan
Quelle: tradingeconomics

Japan steht als wichtige Exportnation künftig vor zusätzlichen Herausforderungen. Ähnlich wie Europa wird es von der Handelspolitik der Trump-Administration tangiert, die höhere US-Zölle ins Spiel bringt. Das könnte den Ausblick für Japans Exporte eintrüben. Dennoch ist die Ausgangslage heute günstiger als noch vor zwei Jahren. Steigende Reallöhne und eine stärkere Inlandskonjunktur schaffen immerhin ein gewisses Gegengewicht. Der IWF schätzt, dass das reale BIP-Wachstum 2025 wieder leicht über 1% liegen könnte, nachdem es 2024 stagniert oder gar etwas zurückgegangen war.

Abbildung: Das reale GDP-Wachstum in Japan
Quelle: FRED

Um dieses Potenzial zu nutzen, ist es aus unserer Sicht entscheidend, dass die Zinsen künftig dauerhaft oberhalb der Nulllinie bleiben und sich endlich eine stabile Inlandsinflation etabliert. Diese Entwicklung wäre ein Meilenstein für Japan, dessen Ökonomie seit über 30 Jahren mit hartnäckig niedriger Inflation kämpft. Ergänzende Reformen, eine größere Transparenz an den Kapitalmärkten und mehr Investitionsanreize könnten zudem das Potenzial japanischer Unternehmen besser zur Geltung bringen und langfristig höhere Aktionärsrenditen ermöglichen.

Trotz der Kursgewinne in den Jahren 2023 und 2024 sind japanische Aktien mit einem KGV von rund 16 immer noch moderat bewertet. Allerdings fiel ein Großteil der bisherigen Aufwärtsbewegung auf die Schwäche des Yen zurück, die die Exportwirtschaft unterstützte. Inzwischen wertet die Währung aber wieder auf, und angesichts zusätzlicher handelspolitischer Risiken dürfte der japanische Aktienmarkt vorerst eher seitwärts tendieren. Bis Unternehmen ihre aktuellen Bewertungen durch höhere Gewinne rechtfertigen können, könnte es also etwas dauern. Im Vergleich zu den USA, deren Märkte von technologischer Innovationskraft angetrieben werden, fehlen Japan bislang große Wachstumstreiber. Aus unserer Sicht ist daher zunächst mit einer Phase der Konsolidierung zu rechnen, bevor sich ein neuer, nachhaltig dynamischer Aufwärtstrend abzeichnen kann.

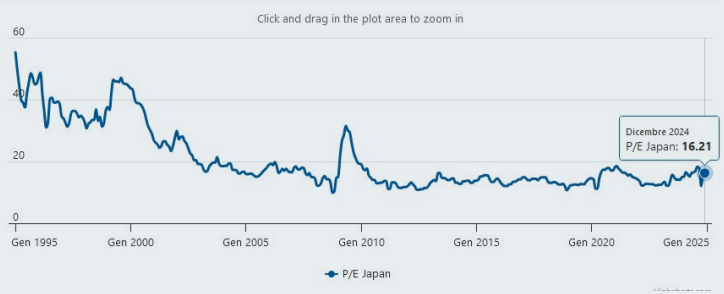


Abbildung: Das KGV für Japan
Quelle: worldperatio.com

6. Fazit

Das Marktumfeld hat sich spürbar verändert. Für das Jahr 2025 rechnen wir mit nachlassendem Inflationsdruck, allmählichen Zinssenkungen in den entwickelten Volkswirtschaften und starken Aussichten für eine fokussierte Auswahl an Unternehmen. In den USA bleiben wir stark übergewichtet. Die „Magnificent 7“ sehen wir weiterhin als zentrale Treiber in diesem Markt. Ergänzend dazu erhöhen wir unser Engagement in interessanten Small- und Mid-Cap-Unternehmen, die aus unserer Sicht großes Wachstumspotenzial aufweisen und gleichzeitig noch „normal“ bewertet sind. Auf der Short-Seite konzentrieren wir uns auf jene Unternehmen, die in den vergangenen Jahren lediglich von der allgemeinen Hausse mitgezogen wurden, ohne echte Wettbewerbsvorteile vorweisen zu können. 2025 dürfte sich hier die Spreu vom Weizen trennen: Starke Unternehmen mit solidem Geschäftsmodell setzen sich durch, während schwache Kandidaten unter Druck geraten.

In Europa bleibt die Lage im Bereich Long schwieriger, doch auch hier finden sich attraktive Nischen. Einige Marktführer, oft mit soliden Geschäftsmodellen und stabilen Margen, besitzen einen nachhaltigen Vorteil. Wir investieren gezielt in diese Titel, halten unsere Positionen aber eher klein. Auf der Short-Seite bietet Europa reichlich Möglichkeiten. Branchen wie die Automobilindustrie (siehe dazu den Artikel aus dem letzten Monat), Luxusgüterhersteller oder der Kommunikationssektor sind voll von Unternehmen, deren Modelle an ihre Grenzen stoßen. Sobald erste negative Katalysatoren auftreten, dürfte der Markt hier ebenso wie in den USA stärker auf fundamentale Daten achten und solche Wertzerstörer abstrafen.

Japan beobachten wir weiterhin mit Zurückhaltung. Nach der steilen Rallye der letzten zwei Jahre ist uns das Preisniveau zu hoch. Wir warten auf günstigere Einstiegsgelegenheiten, wenn sich die Bewertungen normalisieren und die Unternehmen nachweislich in ihre ambitionierten Kursniveaus hineinwachsen.

China bleibt eine Option mit erhöhtem Risiko. Wir gehen davon aus, dass die Handelspolitik der Trump-Administration dort zunächst Turbulenzen auslösen könnte. Sobald erste Reaktionen abgearbeitet und die Märkte gesunken sind, kann eine vorsichtige, taktische Allokation in China für Diversifikation sorgen. Hier gilt es vor allem, wachsam zu bleiben und auf klare Signale einer Stabilisierung zu warten.
Darüber hinaus lohnt es sich möglicherweise, eine Allokation in Dividendenaristokraten aufzubauen, deren solide Ausschüttungen in einem Umfeld sinkender Zinsen immer interessanter werden. Diese Titel müssen kein außergewöhnliches Wachstum liefern, um ihren Reiz zu entfalten. Ihre

kontinuierlichen Dividenden sind ein wertvoller Puffer, wenn die Märkte nervöser werden.

Im Anleihebereich bieten US- und europäische Titel inzwischen angemessene Renditen, die als Ersatz für Cash und als Stabilitätsanker im Portfolio dienen können. Nach Jahren, in denen das klassische 60/40-Portfolio zu Recht kritisch beäugt wurde, sprechen die aktuellen Rahmenbedingungen wieder mehr für eine ausgewogene Mischung aus Aktien und Anleihen. Höhere Einstiegsrenditen und eine allmählich normalisierende Geldpolitik machen festverzinsliche Wertpapiere wieder attraktiver, selbst wenn man kein ausgewiesener Rentenfan ist.

Insgesamt sehen wir 2025 als ein Jahr, in dem differenzierte Ansätze und vor allem aktives Portfoliomanagement belohnt werden. Qualität und Geschäftsmodelle rücken stärker in den Vordergrund, und wer bereit ist, taktisch zu agieren, findet in verschiedenen Regionen und Anlageklassen gute Möglichkeiten zu investieren. Gerade in einer Phase, in der die Spreu vom Weizen getrennt wird, kommt es darauf an, wachsam zu bleiben und sich nicht von kurzfristigen Trends blenden zu lassen oder auch nicht zu lange an einer Position festzuhalten, wenn ein großer Wandel bevorsteht.

Impressum

HERAUSGEBER

„The Investment Club“

Swiss Value Group AG
Zeltweg 11
8032 Zürich

Verwaltungsrat: Arkadi Belocerkov
Firmennummer: CHE-450.434.360

Website: www.theinvestmentclub.eu
E-Mail: research@theinvestmentclub.eu

COPYRIGHT AN TEXTE & INHALTE:

© Marbuc UG
(haftungsbeschränkt), HRB 758469