

## Börsenmonitor Mai 2025



- **Die Aktienmärkte erlebten im April eine regelrechte Achterbahnfahrt. Die von der US-Administration präsentierten neuen Zollquoten wirkten als Schocker. Die angekündigte Verhandlungspause sorgte danach für eine spürbare Beruhigung.**
- **Das Chaos aus dem Weißen Haus überträgt sich mehr und mehr auf die US-Konjunktur. Das erste Quartal zeigte einen Wirtschaftsrückgang auf, der geprägt war von großen Verzerrungen. Die Unsicherheit dürfte im zweiten Quartal anhalten.**
- **Die Gewinnsituation der Unternehmen verbesserte sich in Q1 2025. Die Unternehmensausblicke werden vor dem Hintergrund der US-Zollpolitik jedoch zunehmend vorsichtiger.**
- **Die Erholungsrallye der letzten Wochen scheint ausgereizt zu sein. Lediglich bei „handfesten“ Verhandlungsergebnissen dürfte es kurzfristig weiteres Aufwärtspotential geben.**

An den Handelsmonat April 2025 dürften sich Marktteilnehmer noch lange erinnern. Die US-Administration sorgte am sogenannten „Liberation Day“, dem 2. April, für einen Paukenschlag: Zwar war bereits mit höheren Importzöllen gerechnet worden, doch die vom US-Präsidenten angekündigten Sätze übertrafen sämtliche Erwartungen deutlich. Die Reaktion an den globalen Aktienmärkten fiel entsprechend heftig aus – europäische und US-Leitindizes verloren in den fünf folgenden Handelstagen durchschnittlich rund 12%. Zwischenzeitlich fiel der S&P 500 unter die Marke von 5.000 Punkten, und der Volatilitätsindex VIX kletterte auf 60 – den höchsten Stand seit dem Ausbruch der COVID-19-Pandemie im März 2020. Parallel dazu stiegen die langfristigen US-Zinsen überraschend kräftig, was zusätzlichen Druck auf die US-Regierung ausübte. In der Folge verkündete der Präsident eine Woche nach der Zollankündigung eine 90-tägige Verhandlungspause, um mit allen Handelspartnern über mögliche neue Quoten zu verhandeln. China wurde davon ausdrücklich ausgenommen – als Hauptverursacher angeblich unfairer Handelspraktiken. Im weiteren Monatsverlauf lancierte die Trump-Administration gezielt Signale, wonach die Gespräche mit

Japan, Indien und Südkorea Fortschritte machten. Auch der zuvor scharfe Ton gegenüber China wurde etwas gemäßigt, verbunden mit öffentlichen Bekundungen, man sei zu Verhandlungen bereit – trotz der weiterhin geltenden extrem hohen Zollquote von 145%. Diese vorsichtige Kehrtwende nährte die Hoffnung auf eine substantielle Rücknahme der angekündigten Zölle – was zu einer fulminanten Gegenbewegung an den Aktienmärkten führte. Der S&P 500 beendete den Monat mit einem moderaten Minus von 0,7%, während sich der Nasdaq 100 sogar um 1,6% erholen konnte. In Europa schloss der STOXX 600 mit -0,5%, der DAX legte hingegen um 1,5% zu. Für zusätzliche Entspannung sorgte die laufende Berichtssaison: Viele Technologieunternehmen – insbesondere aus den Bereichen Software und Halbleiter – sowie große Banken präsentierten starke Quartalszahlen. Während die Unternehmensdaten auf Mikroebene bislang keine deutliche Konjunkturabschwächung signalisieren, zeigt die Makroebene ein gemischtes Bild. Die jüngsten Zollkapriolen dürften in den kommenden Monaten noch einige Spuren hinterlassen. Doch das genaue Ausmaß der Belastung für US-Verbraucher und Unternehmen bleibt angesichts der intransparenten Kommunikationsstrategie der US-Administration schwer abschätzbar. Die jüngste Erholungsrallye im US-Markt scheint vorerst ausgereizt. Eine nachhaltige Fortsetzung dürfte nur gelingen, wenn konkrete Verhandlungsergebnisse – inklusive handelspolitischer Entspannung – erzielt werden, statt bloßer Ankündigungen.

**Die Zoll-Kapriolen trüben den Wirtschaftsausblick:** Die wirtschaftliche Lage in den USA ist derzeit von erhöhter Unsicherheit geprägt. Der im April eskalierte Zollkonflikt, ausgelöst durch flächendeckende Importzölle auf nahezu alle Waren, zeigt bereits spürbare Effekte auf die Stimmungsindikatoren. So fiel der ISM-Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe im April auf 48,7 Punkte – ein klares Signal für eine anhaltende Kontraktion im Industriesektor. Auch die Konsumentenstimmung trübte sich deutlich ein: Der

vom Conference Board ermittelte Consumer Confidence Index sank um 7,9 Punkte auf 86,0 – der niedrigste Stand seit Mai 2020. Der Erwartungsindex fiel sogar auf 54,4 Punkte, ein Niveau, das zuletzt im Oktober 2011 erreicht wurde. Parallel dazu erreichte der Economic Policy Uncertainty Index (EPU) am 1. Mai einen Wert von 916 – der höchste Stand seit der COVID-19-Pandemie. Dieses außergewöhnlich hohe Niveau wirtschaftspolitischer Unsicherheit kann Investitionen verzögern und das Vertrauen von Unternehmen wie Verbrauchern gleichermaßen dämpfen. Im Gegensatz zur Stimmungslage zeigen sich die „harten“ Konjunkturdaten bislang noch erstaunlich stabil. Die Industrieproduktion legte im März gegenüber dem Vorjahr um 1,3% zu, nach einem revidierten Zuwachs von 1,5% im Februar. Die persönlichen Konsumausgaben stiegen im selben Monat um 0,7% – mit Zuwächsen sowohl bei Waren (+54,5 Mrd. USD) als auch bei Dienstleistungen (+79,9 Mrd. USD). Auch der Arbeitsmarkt präsentierte sich im April robust: Mit einem Stellenaufbau von 177.000 (erwartet waren 134.000) und einer stabilen Arbeitslosenquote von 4,2% signalisiert er weiterhin Stärke. Dass sich die realwirtschaftlichen Kennzahlen bislang relativ unbeeindruckt vom Handelskonflikt zeigen, dürfte maßgeblich an ausgeprägten Vorzieheffekten liegen. Viele Haushalte zogen geplante Anschaffungen – etwa für Fahrzeuge, Möbel oder Unterhaltungselektronik – in Erwartung höherer Preise vor. Auch Unternehmen sicherten sich durch frühzeitige Bestellungen und Lageraufbau gegen die absehbaren Kostensteigerungen ab. Hafengebührenbetreiber an der US-Westküste meldeten für März entsprechend ungewöhnlich hohe Umschlagszahlen. Im April kam es dann zu einem deutlichen Rückgang – etwa im Hafen von Los Angeles, wo das Frachtvolumen um 20% gegenüber dem Vorjahr einbrach. Diese Entwicklung verweist klar auf präventive Warenimporte vor Inkrafttreten der neuen Zölle. Solche Vorzieheffekte entfalten kurzfristig stabilisierende Wirkung, bergen jedoch erhöhte Risiken für die kommenden Monate. Das jüngst veröffentlichte Bruttoinlandsprodukt der USA für das erste Quartal 2025

unterstreicht diese Verzerrungen: Erstmals seit 2022 schrumpfte die Wirtschaft wieder – um annualisierte 0,3%. Besonders deutlich zeigt sich der Einfluss der Importdynamik: Die Nettoexporte belasteten das BIP mit einem negativen Beitrag von 4,8 Prozentpunkten – dem stärksten Wert seit 1947. Daraus lässt sich klar ableiten, dass Importeure ihre Ware gezielt noch vor Inkrafttreten der Zölle in die USA brachten. Auf der anderen Seite trugen die Investitionen mit einem positiven Beitrag von 3,6 Prozentpunkten signifikant zum BIP bei. Auffällig war vor allem der Anstieg der Bruttoanlageinvestitionen im Ausrüstungsbereich: Mit einem Plus von 22,5% im Vergleich zum Vorquartal liegt dieser Wert deutlich über dem üblichen Rahmen und lässt sich kaum durch reale Nachfrage allein erklären – ein klassisches Indiz für vorgezogene Unternehmensentscheidungen. Die Verzerrungen dürften auch im zweiten Quartal (Konsensus: +0,8%) noch anhalten und damit die Unsicherheit rund um die Maßnahmen der US-Administration widerspiegeln.

**Geldpolitik – Zentralbanken sind gefangen im Zoll-Wahn:** Die jüngsten umfassenden US-Zölle stellen sowohl die US-Notenbank als auch die EZB vor erhebliche Herausforderungen. Die Fed sieht sich dabei mit einem besonders vielschichtigen Umfeld konfrontiert: Zwar schrumpfte das Bruttoinlandsprodukt im ersten Quartal 2025 um 0,3%, doch gleichzeitig verharrt die Inflation auf hohem Niveau. Die Kerninflation nach dem PCE-Preisindex legte im März um 2,6% zu – ein Wert, der durch die Einführung der neuen Handelsbarrieren zusätzliche Aufwärtsdynamik erhalten dürfte. Fed-Chef Jerome Powell warnte entsprechend, die neuen Zölle könnten „höchstwahrscheinlich“ zu einem vorübergehenden, womöglich aber auch anhaltenden Inflationsschub führen. Zugleich betonte er, dass geldpolitische Schritte erst nach sorgfältiger Beobachtung der wirtschaftlichen Entwicklung erfolgen sollten. Vor diesem Hintergrund wird allgemein erwartet, dass die US-Notenbank auf ihrer Sitzung am 7. Mai den Leitzins im Korridor von 4,25% bis 4,50% belassen wird.

Auch die EZB reagierte bereits: Am 17. April senkte sie ihren Einlagensatz auf 2,25%. Diese Entscheidung reflektiert die Sorge über die negativen Folgen der US-Zölle für die europäische Konjunktur. Bereits im März hatte die Notenbank ihre Wachstumsprognose für 2025 auf 0,9% zurückgenommen. Interne Modelle deuten jedoch darauf hin, dass die realen Effekte weitaus gravierender sein könnten – insbesondere, weil bislang von deutlich geringeren Zollbelastungen ausgegangen worden war. Neue Berechnungen legen nahe, dass das Wachstum um etwa einem Prozentpunkt gedämpft werden könnte. In einem ohnehin wachstumsschwachen Umfeld würde dies das Potential der Region nahezu vollständig aufzehren. Im Gegensatz zur US-Notenbank sehen EZB-Vertreter in den Handelsbarrieren einen tendenziell deflationären Impuls für den Euroraum. Einige Ratsmitglieder halten deshalb sogar einen deutlicheren Zinsschritt von 50 Basispunkten künftig nicht für ausgeschlossen. Der Markt rechnet derzeit mit insgesamt zweieinhalb Zinssenkungen bis Jahresende. Eine weitere Lockerung auf der nächsten Sitzung Anfang Juni gilt bereits als weitgehend eingepreist – und dürfte den Zinsabstand zu den USA weiter vergrößern.

**Q1-Berichtssaison – Starke Gewinne, unsichere Ausblicke:** Die Unternehmensgewinne im S&P 500 konnten im ersten Quartal positiv überraschen. Nachdem rund 75% der Unternehmen im Index ihre Quartalszahlen veröffentlicht haben, liegt das Gewinnwachstum aktuell bei 13,6% gegenüber dem Vorjahr und damit auf einem mehr als soliden Niveau. Noch Anfang April lag die Konsensschätzung für das erste Quartal bei lediglich 8%. Auf Sektorebene konnten vor allem Health-Care- und Finanzwerte überzeugen: In diesen Bereichen übertrafen 93% bzw. 73% der Unternehmen die Konsensschätzungen. Auch der Technologiesektor widerlegte die Befürchtungen einer Abkühlung im Zusammenhang mit dem Megatrend Künstliche Intelligenz mit starken Zahlen. Insbesondere Microsoft und Meta zeigten eindrucksvoll, dass sich KI-integrierte Produkte im Cloud- und Online-Werbe-geschäft

zunehmend erfolgreich monetarisieren lassen. Erste Spuren der Zoll-Kapriolen wurden weniger in den Q1-Ergebnissen sichtbar als vielmehr in den Ausblicken der Unternehmen. So mussten etwa die Automobilhersteller Ford und General Motors ihre Gewinnprognosen für 2025 aufgrund der Zölle nach unten revidieren. Während Ford die Belastungen auf 1,5 Mrd. USD bezifferte, nannte GM eine deutlich höhere Spanne von 4–5 Mrd. USD. Auch diverse Unternehmen aus dem Basiskonsumsektor gaben an, aufgrund der hohen Unsicherheit derzeit keine verlässlichen Jahresprognosen mehr abgeben zu können.

Die Berichtssaison in Europa befindet sich noch in einem früheren Stadium (150 Unternehmen haben bislang berichtet), jedoch zeichnet sich auch hier bereits ein positiver Trend ab. 58% der vorgelegten Quartalszahlen übertrafen die Erwartungen. Die Gewinne dürften im Vergleich zum Vorjahr um 0,4% zulegen – eine deutliche Verbesserung gegenüber den Rückgängen, die noch vor wenigen Wochen erwartet wurden. Ebenfalls zeigt sich auf der Umsatzseite eine leichte Aufhellung: Aktuell wird ein Anstieg von 1,9% prognostiziert, verglichen mit 1,4% in der Vorwoche. Damit fällt das erste Quartal klar besser aus als im Vorjahreszeitraum, in dem sowohl die Gewinne (-3,3%) als auch die Umsätze (-4,6%) rückläufig waren. Ähnlich wie bei den US-Pendants bleiben die Ausblicke im europäischen Markt angesichts der Handelskonflikte mit großer Unsicherheit behaftet. Die jüngste Erholungsrallye wurde von einer Bewertungsausweitung getragen, konnte jedoch die Bewertungslücke gegenüber dem US-Markt nicht spürbar verringern. Die KGVs für 2025 sind im Zuge der Erholung von den April-Tiefs gestiegen und liegen im STOXX 600 bei 14,7. Der Bewertungsabstand zu den USA bleibt jedoch hoch: Der S&P 500 wird aktuell mit einem 2025er-KGV von 21,2 bewertet.

**Fazit – Das Warten auf „handfeste“ Ergebnisse:** Weiterhin dürften die Aktienmärkte getrieben bleiben von den Nachrichten rund um die vermeintlichen Verhandlungserfolge der US-Administration mit ihren Handelspartnern. Bislang überwog eindeutig das Prinzip „Hoffnung“, da bisher keine wirklichen „marktfreundlichen“ Abkommen unterzeichnet wurden. Einhergehend mit der Unsicherheit ist eine Konjunkturverlangsamung in den USA erkennbar, die bereits jetzt diverse Branchen (Konsum) unter Druck setzt. Nur „wirkliche“ Verhandlungsergebnisse dürften das Potential haben, die Aktienmärkte kurzfristig weiter steigen zu lassen. Ein massives Abgleiten in Richtung der April-Tiefs ist allerdings ebenfalls nicht zu erwarten, da die Stimmung unter den Anlegern bereits relativ pessimistisch ist. Laut der jüngsten Umfrage der American Association of Individual Investors (AAII) ist der Anteil der optimistischen Anleger auf 21 % gefallen, was deutlich unter dem langfristigen Durchschnitt von 38 % liegt. Die europäischen Märkte erfahren Rückenwind durch die weiterhin unterstützende Geldpolitik der EZB und die im Vergleich günstigere Bewertung. In diesem Umfeld dürften auch sichere Anlageklassen wie Renten und Gold gut unterstützt bleiben. Insbesondere dürften kurze Laufzeiten im Zuge weiterer Signale der EZB bei den Renditen mittelfristig nachgeben. Der Goldpreis dürfte angesichts der geopolitischen Unsicherheiten ebenfalls gut unterstützt bleiben und sich weiterhin in der Nähe seines Allzeithochs bewegen.

*FIDUKA, 7. Mai 2025*