

Frankfurt am Main, den 23. Dezember 2024

Kommentar zur jüngsten Marktentwicklung

Jüngste Entwicklungen

- Das Ergebnis der Wahlen am 5. November quittierten die US-amerikanischen Aktienmärkte mit wachsender Risikobereitschaft. So verzeichnete der US-amerikanische *S&P 500* im Monatsverlauf einen Zuwachs von +5,7% (seit Jahresbeginn: +26,5%) und der Technologieindex *Nasdaq 100* +5,2% (+24,4%, jeweils in US-Dollar). Sowohl in Europa als auch in den Schwellenländern blieben die Aktienindizes deutlich hinter den USA zurück und vergrößerten damit ihren Rückstand seit Jahresbeginn. In Europa verzeichnete der deutsche *DAX* im Monatsverlauf einen Anstieg von +2,9% (+17,2%), der *Euro STOXX 50* ein Minus von -0,5% (+6,3%). Noch deutlicher fielen der brasilianische *Bovespa* mit -3,7% (-6,7%) oder der chinesische *Hang Seng*-Index in Hong Kong mit -4,4% (+13,9%, jeweils in lokaler Währung). Durch die hohe Gewichtung von US-amerikanischen Unternehmen erhöhte der globale Aktienindex *MSCI ACWI* seinen Jahresgewinn um +6,6% im November auf einen beachtlichen Anstieg von +25,9% (in EUR).
- Eine Erklärung für diese gegenläufige Entwicklung bietet die Erwartung, welche (wirtschafts-)politischen Maßnahmen die künftige US-Regierung ergreifen wird. Vorbehaltlich der konkreten Ausgestaltung erwarten die Finanzmärkte, dass Zölle im Außenhandel eingeführt oder erhöht, die Nettozuwanderung begrenzt, Steuern gesenkt und regulatorische Auflagen gelockert werden.
- Zu den Profiteuren dieser Erwartung zählten in den USA insbesondere die Nebenwerte, die eher binnen- als außerwirtschaftlich ausgerichtet sind und deren Index, der *Russell 2000*, im November einen Anstieg von +10,8% auswies (seit Jahresbeginn +20,1%, jeweils in USD). Überproportional stiegen zudem die Kurse von Banken (+13,4% bzw. 42,4%), zyklischen Konsumgütern (+10,2% bzw. 30,3%) und Unternehmen im Industriesektor (+7,6% bzw. 25,7%, jeweils bezogen auf die *Dow Jones US*-Indexfamilie in US-Dollar). Zu erwähnen ist in diesem Zusammenhang auch der Anstieg der *Tesla*-Aktie im Monatsverlauf um +38,1% (+38,9%), beachtenswert insbesondere im Lichte des Mitwirkens von *Tesla*-Gründer Elon Musk in der sich formierenden Mannschaft der künftigen US-Regierung.
- Einher geht dies allerdings mit der Erwartung einer anhaltend hartnäckigen Inflation. Jüngsten Daten für den November zufolge erwies sich die sogenannte Kerninflation (der Preisanstieg ohne Berücksichtigung des Energie- und Lebensmittelsektors) in bedeutenden Ländern weiterhin als unnachgiebig - in den USA bei 3,3%, der Eurozone 2,7% jeweils stabil zum Vormonat Oktober, in Deutschland mit 3,0% (vs. 2,9% im Vormonat), Frankreich mit 1,5% (vs. 1,4%) und Japan mit 2,7% (vs. 2,3%) jeweils leicht anziehend. Nach der Einschätzung einiger Analysten würden die Zoll-Maßnahmen der künftigen US-Regierung die Inflation in den USA um ca. 0,4% steigen lassen.
- Obwohl die US-amerikanische Notenbank, die *Federal Reserve*, die Leitzinsen im November erwartungsgemäß um 0,25% auf 4,25 - 4,50% senkte, erscheinen weitere künftige Zinssenkungen damit nun weniger wahrscheinlich als bisher: Inzwischen erwarten nur noch weniger als 50% der Marktteilnehmer, dass die US-Leitzinsen in den kommenden 12 Monaten um mehr als einen Schritt weiter gesenkt werden. Dies erklärt, dass die kurzfristigen Zinsen der zweijährigen *US Treasuries* im November trotz der Leitzinssenkung nicht fielen, sondern anstiegen (von 4,17% auf 4,21%).
- Beachtung verdient, dass sich die US-amerikanische Wirtschaft nicht nur bei den Aktien-, sondern auch bei den Rentenmärkten von anderen Regionen entkoppelt. Bei schwacher Binnennachfrage in Deutschland und Frankreich erscheint das Risiko einer inflationären Überhitzung in Europa deutlich geringer als in den USA. Gemessen an der zweijährigen Bundesanleihe, fiel der kurzfristige Zins im November von 2,26% auf 2,00%, so dass sich der Zinsunterschied zu den USA erhöhte. Stimmig erscheint hiermit, dass der EUR gegenüber dem US-Dollar im November um -2,8% weiter abwertete (seit Jahresbeginn: -4,1%).

- Schlüssig erscheint hiermit auch der Rückgang im Preis von Gold im November um -3,1% auf USD 2.650 pro Feinunze, werden doch das US-amerikanische Zinsniveau und der Außenwert des US-Dollar gemeinhin als wichtige Einflußfaktoren des Goldpreises genannt. Dessen ungeachtet bot Gold seit Jahresbeginn immer noch einen markanten Wertzuwachs in Höhe von +35,4% (in EUR).
- Die Entwicklung der Finanzmärkte erscheint insofern verankert in realwirtschaftlichen Bedingungen, als jüngste Daten die überlegene Robustheit der US-amerikanischen Wirtschaft unterstrichen – insbesondere im Vergleich zu Europa: Während die Gewinne von US-amerikanischen Unternehmen für das dritte Quartal weiterhin die Markterwartungen übertrafen, konfrontierten europäische Automobil- und Konsumgüterhersteller in Europa ihre Investoren mit Gewinnwarnungen. Nach Einschätzung des Internationalen Währungsfonds (IWF) sind die USA die einzige unter den 20 großen Volkswirtschaften der Welt, die nicht nur auf den früheren Wachstumspfad von vor der Pandemie zurückgekehrt sei, sondern ihn sogar übertroffen haben. Derweil meldet der jüngste *ifo Geschäftsklimaindex* wachsende konjunkturelle Skepsis unter deutschen Unternehmen.
- Welche Faktoren die hohe Kursdynamik der US-amerikanischen Aktienmärkte treiben, ist eine Frage, deren Antwort auch zum Ende dieses Jahres (erneut) zur anhaltenden Bedeutung der dominierenden US-Technologiekonzerne führt. Die Entwicklung der oft als *Magnificent Seven* zitierten Unternehmen (*Apple, Microsoft, Amazon, NVIDIA, Meta Platforms, Alphabet* und *Tesla*) lieferte im Technologieindex *Nasdaq 100* mit 24,4% eine höhere Rendite als der Gesamtindex sie mit 21,2% auswies (zum 15.11.2024, in USD). Dementsprechend war die Wertentwicklung der anderen 93 Unternehmen dieses Index in der gewichteten Summe negativ. (Auch im globalen Aktienindex *MSCI ACWI*, der aus ca. 2.800 Unternehmen besteht, lieferten die hier ebenfalls enthaltenen *Magnificent Seven* einen maßgeblichen Beitrag von mehr als 50% der Indexperformance (nämlich 12,1% von 23,2%, zum 15.11.2024, in EUR)).
- Während die Wahlen in den USA besonders hohe Aufmerksamkeit erfuhren, war das Jahr 2024 auch in anderen bedeutenden Demokratien von Regierungswechseln oder deutlichen Verschiebungen der Mehrheitsverhältnisse geprägt. Dies gilt für Großbritannien, Südkorea, Japan, Indien, Frankreich und nicht zuletzt Deutschland. Für eine prosperierende Weltwirtschaft unerlässlich, dürfte sich die wirtschaftspolitische Kooperation zwischen Regierungen künftig kaum als Selbstläufer erweisen.

Unsere Einschätzung

- Der Optimismus der Investoren infolge der US-Wahl überraschte uns in seinem Ausmaß. Zugleich unterliegt jede Einschätzung zu Maßnahmen der künftigen US-Regierung in den kommenden Wochen unweigerlich weiterhin erheblichen Unwägbarkeiten. Das Risiko von Verwerfungen infolge weitgehender politischer Maßnahmen – etwa in der Zollpolitik – halten wir für beachtlich, insbesondere im Bereich der Außenhandelspolitik und durch den bremsenden Effekt, den anhaltend hohe US-Zinsen und ein starker US-Dollar für andere Regionen der Weltwirtschaft bedeuten könnten.
- In unserer Bewertung des US-amerikanischen Regierungswechsels halten wir drei Aspekte für relevant.
 - **„Best place in town“:** Mittelfristig dürfte das wirtschaftspolitische Programm der künftigen US-Regierung die Überlegenheit der US-amerikanischen Volkswirtschaft und Ertragskraft amerikanischer Unternehmen weiter verstärken. Wie in unserer Markteinschätzung vor einigen Monaten ausgeführt, halten wir deswegen höhere Bewertungen von US-amerikanischen Unternehmen für berechtigt. (Derzeit sind US-amerikanische Unternehmen an den Börsen mit dem 22-Fachen ihres Gewinnes bewertet, deutlich über dem 13-Fachen in Europa oder dem 12-Fachen in Schwellenländern.)
 - **Steigende Schwankungsanfälligkeit:** Vor dem Hintergrund der oben skizzierten Unwägbarkeiten in Kombination mit den geopolitischen Spannungsherden halten wir die derzeitige Verfassung und eingepreisten Erwartungen der Finanzmärkte für recht optimistisch. Deswegen rechnen wir

mit steigender Schwankungsanfälligkeit, sowohl an den Aktien- und Renten- als auch an den Devisenmärkten.

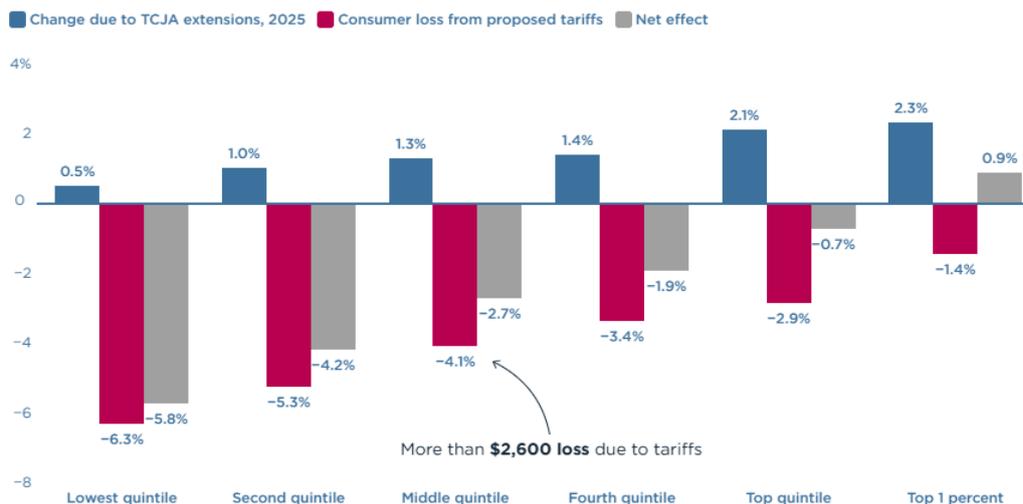
- **Wohlstand der US-Haushalte:** Angesichts der hohen Ungleichheit in Einkommens- und Vermögensverhältnissen erfordert jede Einschätzung zur Entwicklung der US-Wirtschaft eine differenzierte Sicht zwischen einzelnen Segmenten. Aus dieser Perspektive ist fraglich, ob die Politik der künftigen US-Regierung den Wohlstand der Bevölkerung und die Binnennachfrage nachhaltig fördern wird. Wie unsere *Graphik des Monats* illustriert, könnten die negativen Effekte der Zollpolitik die steuerlichen Vergünstigungen in der Einkommenssituation der privaten Haushalte dominieren - mit entsprechenden Einbußen bei den Einkommensschwächeren. Bei sinkendem Außenhandel infolge protektionistischer Maßnahmen könnte dies die Binnennachfrage und damit das mittelfristige Wachstum empfindlich bremsen.
- In unserer Positionierung verfolgen wir nach wie vor eine überproportionale Gewichtung von Aktien mit starker Berücksichtigung von US-amerikanischen und maßgeblichen starken Unternehmen. Europäische Anleihen mit tendenziell kurzer Laufzeit bieten zwar inzwischen geringere, doch weiterhin attraktive Renditen und dienen in Kombination mit Gold und marktneutralen Konzepten der Stabilisierung der Wertentwicklung.

Positionierung

- Im November veranlassten wir verschiedene Dispositionen, insbesondere
 - Gewinnmitnahmen und Absicherung von Aktienengagements, um den Unwägbarkeiten des Wahlausgangs Rechnung zu tragen, insbesondere der Möglichkeit einer anhaltenden Hängepartie mit eingeschränkter Handlungsfähigkeit der US-Regierung.

Graphik des Monats

Auswirkungen wirtschaftspolitischer Maßnahmen der künftigen Trump-Administration auf das verfügbare Einkommen von US-Haushalten (Schätzung)



Anmerkung: TCJA = Tax Cuts and Jobs Acts

Quelle: Peterson Institute of International Economics, August 2024

Wichtige Hinweise:

Marktberichte dienen ausschließlich Informationszwecken und stellen keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Vermögensgegenständen dar. Die zur Verfügung gestellten Informationen bedeuten keine Empfehlung oder Beratung. Im Marktbericht zum Ausdruck gebrachte Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu historischen Wertentwicklungen erlauben keine Rückschlüsse auf Wertentwicklungen in der Zukunft. Der Verfasser oder dessen Gesellschaft übernimmt keinerlei Haftung für die Verwendung dieses Marktberichtes oder deren Inhalt. Die Weitergabe oder Änderungen des Marktberichtes oder seines Inhalts bedürfen der ausdrücklichen Erlaubnis des Verfassers oder der Gesellschaft.