

Frankfurt am Main, den 22. Dezember 2025

Kommentar zur jüngsten Marktentwicklung

Jüngste Entwicklungen

- Nach ausgeprägter Risikobereitschaft und robusten Kursgewinnen in den vorangegangenen vier Monaten schloss der November an den Aktienmärkten insgesamt verhalten. Nach leichten Rückgängen im Monatsverlauf notierten wichtige Aktienindizes seit Jahresbeginn deutlich zweistellig im Plus, etwa der US-amerikanische *S&P 500* mit +16,4%, der US-Technologieindex *Nasdaq-100* mit +21,0%, der japanische *Topix 100* mit +19,4%, der europäische *STOXX Europe 600* mit +13,6% oder der deutsche *DAX* mit +19,7% (jeweils in lokaler Währung). Gebremst durch Währungseffekte verzeichnete der breite *Index MSCI ACWI* einen Zuwachs von +8,0% seit Jahresbeginn. Erwähnung verdient, dass die Schwellenländer mit +15,7% einen stärkeren Kursgewinn auswiesen als die Industrieländer mit +7,2% (*MSCI Emerging Markets* vs. *MSCI World*, jeweils in EUR).
- Wie auch im Vorjahr, reflektiert diese Wertentwicklung in hohem Maße die weiterhin dynamische Entwicklung der sogenannten *Magnificent Seven*, der dominierenden US-Technologiekonzerne (*Amazon, Apple, Alphabet, Meta Platforms, Microsoft, NVIDIA* und *Tesla*). Nicht nur beim *Nasdaq-100*, sondern auch beim breiten US-Index *S&P 500* und dem weltweiten Index *MSCI ACWI* resultieren mehr als 50% der Wertentwicklung seit Jahresbeginn von der überdurchschnittlichen Dynamik dieser sieben Unternehmen, insbesondere *NVIDIA* mit +50,8% und *Alphabet* mit +49% Wertentwicklung (in USD, jeweils zum 31. Oktober). In diesem Sinne sprechen Kommentatoren von einem weiteren Börsenjahr im Zeichen der Künstlichen Intelligenz. Wie eng verflochten diese Unternehmen miteinander sind, illustriert unsere *Graphik des Monats*.
- Beachtung verdient allerdings, dass auch andere Märkte und Sektoren deutliche Kursgewinne aufwiesen. Ungeachtet von Währungseffekten verzeichneten einige Schwellenländer wie der brasilianische *Ibovespa* mit +32%, der chinesische *Shanghai A-Index* mit +16%, der koreanische *KOSPI* mit +64% oder der polnische *WIG 20* mit 45% beachtliche Kursgewinne. Bezogen auf einzelne Sektoren verzeichneten Banken und Versorger sowohl in den USA als auch in Europa überdurchschnittliche Kursgewinne. In diesem Sinne ist die Dominanz der US-Technologiekonzerne deutlich gesunken. Dementsprechend geringer notiert die relative Mehrrendite von Wachstumsunternehmen (*Growth*) vs. dem allgemeinen Aktienmarkt (+1,0%) oder gegenüber sogenannten Substanzunternehmen (*Value*, mit +2,2%, jeweils bezogen auf die Indexfamilie *MSCI ACWI*, in EUR).
- Diese Entwicklung wurde getragen nicht nur von robusten Unternehmensgewinnen, sondern auch von wachsender konjunktureller Zuversicht. In seiner jüngsten Prognose vom Oktober erwartete der Internationale Währungsfonds (IWF) für die Weltwirtschaft ein Wachstum von 3,2% für dieses und 3,1% für das kommende Jahr. Gegenüber den Einschätzungen vom vergangenen April und Juli war dies in Summe um 0,4% bzw. 0,2% optimistischer, beruhend auf stärkeren Prognosen sowohl für Europa und die USA als auch insbesondere für Indien und China.
- Förderlich war hierbei die Mäßigung, die die jüngsten handelspolitischen Maßnahmen der US-Administration charakterisierte. In deutlichem Kontrast zu den drastischen Maßnahmen, die am 2. April, dem sogenannten *Liberation Day*, angekündigt worden waren, wurden bilaterale Vereinbarungen geschlossen (etwa mit der Schweiz, Korea und Argentinien) und diverse Zölle jüngst wieder gesenkt, etwa die Zölle auf landwirtschaftliche Produkte.
- Vergleichsweise stabil entwickelten sich Anleihenmärkte in Europa. Mit Renditen von 2,03% bei zweijähriger und 2,69% bei zehnjähriger Laufzeit rentierten die Bundesanleihen ungefähr auf dem Niveau vom Jahresbeginn (2,09% bzw. 2,38%). Investoren boten die europäischen Rentenmärkte seit

Jahresbeginn bei guter Bonität damit Renditen von 2,5% bei Staatsanleihen und 3,5% bei Unternehmensanleihen (jeweils mit kurzer Laufzeit, bezogen auf die *iBoxx EUR*-Indizes). Beachtung verdienen die rückläufigen Renditen für US-amerikanische Staatsanleihen, die im Jahresverlauf bei zweijähriger Laufzeit von 4,30% auf 3,48% und bei zehnjähriger Laufzeit von 4,59% auf 4,00% sanken. Der Rückgang dieser Zinsdifferenz zwischen dem Euro- und dem Dollarraum bietet eine Erklärung für die markante Abwertung des US-Dollars gegenüber dem EUR um -12,0%.

- Der Rückgang der Renditen amerikanischer Staatsanleihen entsprach dem geldpolitischen Umfeld. Den vier Schritten zur Senkung der Leitzinsen durch die Europäische Zentralbank (EZB) von 3,00% auf 2,00% folgte die US-amerikanische *Federal Reserve* ab September mit inzwischen drei Zinssenkungen von insgesamt 4,50% auf 3,75%. Erwähnung verdient, dass sich Maßnahmen zur geldpolitischen Lockerung nicht auf die USA und Europa begrenzten, sondern von den meisten Zentralbanken ergriffen wurden. Mit Ausnahme von Japan und Brasilien wurden die Leitzinsen in allen bedeutenden Volkswirtschaften in diesem Jahr gesenkt.
- Starken Zuspruch unter Investoren verzeichneten Edelmetalle. Mit einem Preis von USD 4.222 pro Feinunze verzeichnete Gold zum 30. November einen Preisanstieg von 61% seit Jahresbeginn, der insbesondere mit der anhaltenden Nachfrage durch Zentralbanken erklärt wird. Noch deutlicher stieg der Preis von Silber um insgesamt ca. 90% seit Jahresbeginn. Erwähnung verdient in diesem Zusammenhang die schwache Entwicklung des Bitcoins, der dominierenden Kryptowährung, die von Analysten gelegentlich als Alternative zu Gold charakterisiert wurde, ebenfalls ohne laufende Erträge und schwer zu bewerten. Zum 30. November verzeichnete der Bitcoin eine Wertentwicklung von -2,5% bei einem Preis von USD 91.224.

Unsere Einschätzung

- Die jüngste Entwicklung an den Aktienmärkten halten wir für dynamischer als es die Fundamentaldaten und (handels-)politischen Unwägbarkeit erwarten ließen. Die US-amerikanische Volkswirtschaft halten wir nach wie vor für die Achillesferse der Weltwirtschaft, bedingt nicht zuletzt durch die wachsende Ungleichheit, die gedämpfte Binnennachfrage und die hohe Staatsverschuldung.
- Unabhängig von der robusten Gesamtentwicklung zeigen die Aktienmärkte inzwischen eine beachtliche Sensibilität gegenüber Nachrichten, die die hohen Bewertungen im Technologie-Sektor in Frage stellen würden. Dies zeigte sich jüngst bei den markanten Reaktionen des Marktes auf mittelmäßige Mitteilungen der Unternehmen *Broadcom* und *Oracle*, die mit vorübergehenden Kursverlusten von ca. -15% quittiert wurden. Beobachter beschreiben diese nervösen Reaktionen als Ausdruck von „Fob“, einer „Fear of Bubble.“
- Aus unserer Sicht forcieren die Möglichkeiten der sogenannten Künstlichen Intelligenz eine grundlegende Änderung im Wirtschaften, deren Tragweite kurzfristig eher über-, doch langfristig eher unterschätzt wird. Als Investoren halten wir es für unabdingbar, die hiermit verbundenen Chancen und Risiken fortlaufend zu bewerten. Drei Aspekte halten wir hier derzeit für relevant.
 - **Intaktes Wachstum:** Einer Analyse der Firma Gartner zufolge werden die Investitionen von Unternehmen in Anwendungen der Künstlichen Intelligenz weiter zunehmen, von USD 1,5 Billionen in diesem Jahr auf voraussichtlich ca. USD 2 Billionen im kommenden Jahr.
 - **Risiko von Rücksetzern:** Die aktuelle Bewertung der dominierenden US-Technologiekonzerne halten wir tendenziell zu hoch, liegt sie doch mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 31 deutlich über dem Durchschnitt des US-amerikanischen Aktienmarktes von ca. 22 (für den *S&P 500*). Sollten die mit diesen Bewertungen verbundenen Erwartungen sich nicht bestätigen, wären zweistelligen Kurskorrekturen wahrscheinlich.

