

Frankfurt am Main, den 17. Januar 2025

Kommentar zur jüngsten Marktentwicklung

Jüngste Entwicklungen

- Der Dezember präsentierte sich an den Finanzmärkten verhalten zum Abschluss eines Jahres, das Investoren beachtliche Kursgewinne bot. So verzeichnete der US-amerikanische *S&P 500* ein Minus von -2,5% (im Jahresverlauf: +23,3%), der Schweizer *SMI* -1,4% (+4,2%) und der europäische *STOXX Europe 600* -0,5% (+6,0%, jeweils in lokaler Währung). Robuster notierten der deutsche *DAX* mit +1,4% (+18,8%) und der japanische *Topix 100* mit 4,4% (+21,3, jeweils in lokaler Währung). Getragen von Währungseffekten beendete der weltweite Aktienindex *MSCI ACWI* den Dezember fast stabil (-0,4%) und damit das Jahr mit einem markanten Kursplus von +25,3% (in EUR).
- Mit einem Zuwachs von +1,9% verzeichneten die Aktienindizes der Schwellenländer, der *MSCI Emerging Markets*, eine robuste Entwicklung im Dezember und damit im Jahresverlauf von +14,7% (in EUR). Dominiert wurde dies von chinesischen Unternehmen mit einem Indexanteil von ca. 40%, die im Jahresverlauf einen Zuwachs um +12,6% auswiesen (bezogen auf den *Shanghai A-Index*, in lokaler Währung). Erwähnung verdient, dass einige Schwellenländer im Jahr 2024 eine weit überdurchschnittliche Aktienperformance zeigten, insbesondere Argentinien mit +177%, Taiwan mit +43% sowie die Türkei mit +34% (jeweils in lokaler Währung).
- Gedämpft wurde die Risikobereitschaft zum Jahresende durch die US-amerikanische Zentralbank. Zwar fielen die aktuellen Inflationsdaten freundlich aus, indem der Preisanstieg im November gegenüber dem Vormonat nur 0,2% betrug, niedriger als in den vorangegangenen drei Monaten mit jeweils 0,3%. Erwartungsgemäß senkte die *Federal Reserve* die Leitzinsen zum dritten Mal in Folge, um 0,25% auf 4,25 – 4,5%. Allerdings fiel die Prognose der Währungshüter zur künftigen Kerninflation mit 2,5% skeptischer aus als bisher (2,2%). Diese bremste die Erwartung der Marktteilnehmer zu weiteren Zinssenkungen in naher Zukunft.
- Obwohl die Erwartung zur weiteren Inflation die anhaltende Wachstumsdynamik der US-amerikanischen Wirtschaft reflektierte, blieb die optimistische Reaktion der Finanzmärkte auf den Ausgang der US-Wahlen am 5. November von kurzer Dauer. Bezogen auf den Wahltag, verzeichneten sowohl die breiten Aktien- als auch wichtige Sektorindizes Verluste, etwa der *Dow Jones Industrial Average* (-2,7%) oder der Nebenwerteindex *Russell 2000* (-6,9%) sowie auch bemerkenswerterweise die Nutznießer von erwarteten regulatorischen Lockerungen, nämlich Banken (-4,4%) und Unternehmen im Energiesektor (-7,6%, bezogen auf die Indexfamilie *Dow Jones*, jeweils in USD).
- Verhalten zeigten sich nicht nur die US-amerikanischen Aktien-, sondern auch die Rentenmärkte. Die *US Treasuries* rentierten zum Jahresende höher als noch im November, nämlich 4,30% bei zweijähriger und 4,59% bei zehnjähriger Laufzeit (vs. 4,21% bzw. 4,22%). Auch deutsche Staatsanleihen notierten fester, nämlich mit 2,09% bei zweijähriger und 2,38% bei zehnjähriger Laufzeit. Indem kurzfristige Zinsen und Risikoaufschläge für Unternehmen im Jahresverlauf sanken, boten die europäischen Rentenmärkte im Jahresverlauf positive Renditen, nämlich +2,9% bei Staatsanleihen und +4,8% bei Unternehmensanleihen (bezogen auf den *iBoxx EUR Eurozone 1-5 TR* bzw. *iBoxx EUR Corporates 1-5 TR*, in EUR).
- Erwähnung verdient in diesem Zusammenhang die anhaltende Stärke des US-Dollars, der im Jahresverlauf gegenüber dem EUR um 6,6% aufwertete. Auch gegenüber anderen wichtigen Währungen erhöhte sich der Wert des Greenbacks in diesem Zeitraum beträchtlich, etwa gegenüber dem japanischen Yen (um 11,5%), dem australischen Dollar (um 10,2%) oder dem Schweizer Franken (7,8%).
- Nicht nur in den USA, auch in anderen Währungsräumen senkten die Zentralbanken im Dezember die Leitzinsen, insbesondere in Europa durch die Europäische Zentralbank und Schweden (jeweils um 0,25%) Kanada und der Schweiz (jeweils um 0,5%) sowie unter den Schwellenländern in Mexiko, Kolumbien, den

Philippinen (jeweils um 0,25%) und in der Türkei (um 2,5%). Nicht nur der Dezember, sondern auch das Jahr 2024 markierte damit die stärksten konzertierten geldpolitischen Lockerungen in den G20-Staaten seit März 2020, dem Höhepunkt der Pandemie.

- Ungeachtet des moderaten Jahresausklanges bot das Kalenderjahr 2024 Investoren beachtliche Wertzuwächse in verschiedenen Vermögensklassen. Interessant erscheint der Vergleich seit dem 1. Januar 2022: Während die breiten Aktienmärkte seitdem Kursgewinne von zum Teil deutlich mehr als 20% boten, haben die Rentenmärkte die Kurseinbrüche des Jahres 2022 noch immer nicht wieder aufgeholt: der Index deutscher Staatsanleihen mit zehnjähriger Laufzeit, der *REX*, notierte zum Jahresende seit dem 1.1.2022 mit -12,7% im Minus. Für das Kalenderjahr 2024 verdient zudem die dynamische Entwicklung von Gold Erwähnung. Mit einem Anstieg um +27,2% im Jahresverlauf bot das Edelmetall einen höheren Wertzuwachs als die breiten Aktienindizes (in US-Dollar, entsprechend +34% in EUR). Einigen Beobachtern zufolge reflektiert dies eine eher skeptische Erwartung von Marktteilnehmern zur Haushaltsdisziplin der künftigen US-Administration.

Unsere Einschätzung

- Die jüngste Entwicklung entspricht weiterhin unserer Einschätzung einer allmählichen geldpolitischen Normalisierung bei moderatem Wachstum und geringem Risiko einer globalen Rezession (im Sinne eines sogenannten „*soft landing*“). Welche konjunkturellen, weltwirtschaftlichen und handelspolitischen Auswirkungen von den Maßnahmen der künftigen US-Administration zu erwarten sind, ist in hohem Maße unwägbar und könnte diese Einschätzung ändern.
- Unter der Oberfläche von aggregierten Kennzahlen halten wir es für bedeutend, wie sich die Kräfteverhältnisse zwischen einzelnen Volkswirtschaften jüngst verlagerten. Unter den Industrieländern haben sich die USA mit höherer realwirtschaftlicher Dynamik von anderen Industrieländern deutlich entkoppelt. Unter den Schwellenländern lässt das insgesamt robuste Wachstum in China und Indien außer acht, wie viele Länder in den vergangenen Jahren zurückgeblieben sind. In diesem Zusammenhang weist die Weltbank darauf hin, dass die Wirtschaftsleistung vieler Entwicklungs- und Schwellenländer mit mittleren und niedrigen Einkommen bis mindestens 2026 noch mehr als 6% unter dem Niveau von 2019 bleiben sollte. Für die weitere Entwicklung der Weltwirtschaft resultieren hieraus erhebliche Risiken.
- In diesem Zusammenhang halten wir die künftige Zinsentwicklung in den USA und damit einhergehend die Stärke des US-Dollars für sehr bedeutend. Drei Aspekte sind aus unserer Sicht hier für relevant:
 - Insbesondere die zu erwartenden Zollerhöhungen durch die neue US-Administration lassen es wahrscheinlich erscheinen, dass die Inflation in den USA zumindest hartnäckig hoch bleibt. Dies würde den Spielraum für weitere Zinssenkungen durch die *Federal Reserve* beschränken und den Außenwert des US-Dollars voraussichtlich weiter stärken.
 - Belastend wäre dies nicht nur für den US-amerikanischen Export, sondern auch für die Staatsfinanzen von Entwicklungs- und Schwellenländern, die auf Kapitalimporte angewiesen sind und an den internationalen Kapitalmärkten Kredite aufnehmen. Nach Einschätzung der Weltbank unterlagen im Jahr 2023 etwa 35 Ländern erheblichen Beschränkungen im Zugang zu Krediten, wie in unserer *Graphik des Monats* dargestellt. Gemessen an ihrer aktuellen eingeschränkten Kreditwürdigkeit zählen hierzu einige bedeutende und bevölkerungsreiche Länder wie zum Beispiel Argentinien (Bewertung der Rating-Agentur S&P: CCC), Brasilien (BB), Kolumbien (BB+), Nigeria (B-), Südafrika (BB-) und die Türkei (BB-).
 - Unabhängig von den realwirtschaftlichen Auswirkungen eines weiterhin starken US-Dollars und hoher US-Zinsen stellen wir in jüngsten Gesprächen mit Investoren und Fondsmanagern aus Asien und Südamerika eindrucklich fest, welche Bedeutung in diesen Regionen den US-amerikanischen Zinsen im Hinblick auf globale Kapitalallokation beigemessen wird. Eine Verzinsung US-amerikanischer kurzlaufender Staatsanleihen in Höhe von 4,3% bietet ein

vergleichsweise attraktives Rendite-Risiko-Verhältnis, das riskantere Veranlagungen überbieten müssen.

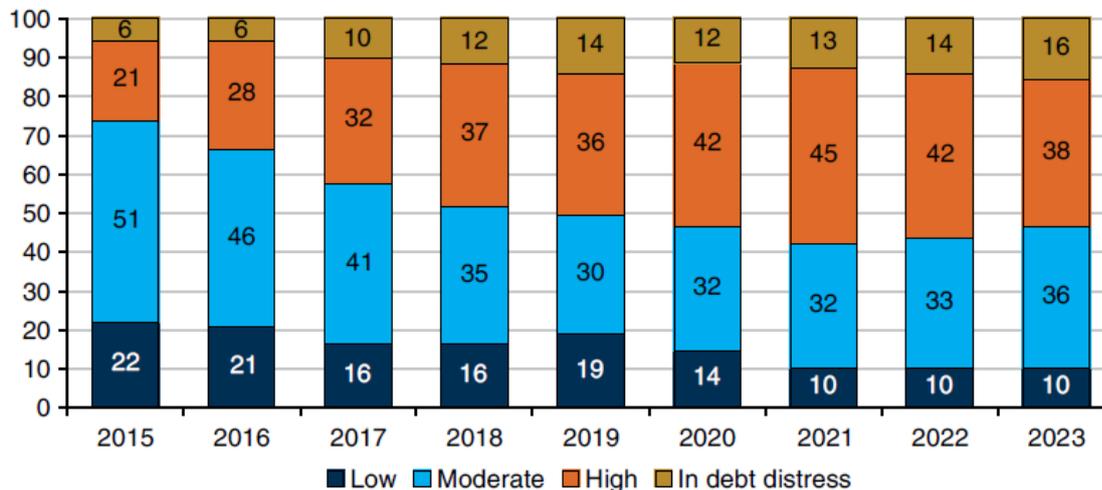
- In unserer Positionierung halten wir Aktien nach wie vor übergewichtet mit wachsender Bedeutung von defensiven Engagements wie zum Beispiel dividendenstarken und relativ konjunkturunabhängigen Unternehmen. Weiterhin ergänzen wir Aktien mit kurzlaufenden europäische Unternehmensanleihen, Gold sowie einigen marktunabhängigen Engagements.

Positionierung

- Im Dezember veranlassten wir verschiedene Dispositionen, insbesondere
 - selektive Gewinnmitnahmen bei Hochzinsanleihen, Technologieunternehmen und Gold;
 - taktischer Aufbau von Liquidität.

Graphik des Monats

Entwicklung des Risikos von Kreditausfällen gegenüber externen Gläubigern unter Ländern mit niedrigem und geringem Einkommen (in Prozent)



Anmerkung: Analyse bezieht sich auf 69 Entwicklungs- und Schwellenländer

Quelle: Countries Debt Sustainability Analysis Database, World Bank and International Monetary Fund, zitiert im International Debt Report 2024 der Weltbank

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.