

DEUTSCHE OPPENHEIM
Family Office

Marktbericht

1. Quartal 2025



Bei diesen Informationen
handelt es sich um Werbung

Nachhaltigkeit hat Zukunft. Die Produktion und die Materialien dieser Broschüre sind nachhaltig.
Sie wird digital auf FSC-zertifiziertem Recycling-Papier gedruckt.

Marktbericht 1. Quartal 2025

Stand 31.12.2024

Inhaltsverzeichnis	Seite
Volkswirtschaftlicher Ausblick	04
Aktien	13
Rohstoffe	25
Portfolioausrichtung	33
Glossar	34
Rechtliche Hinweise	39

Einleitung

Moderates Wirtschaftswachstum, kontinuierlicher Support durch weiter sinkende Inflation beflügeln steigende Bewertungen und somit ein erneut positives Aktienjahr 2025 – so die vielfach gehörte These für das vor uns liegende Jahr. Die Jahresausblicke häufen sich derzeit und je nach Ausrichtung des emittierenden Hauses lassen sich auch punktgenaue Schätzungen der handelsüblichen Kapitalmarktindices herauslesen. Ein gewisser Gleichlauf lässt sich nicht leugnen, gehen doch viele Strategiepapiere von einem weiteren Anstieg des S&P 500 von 8-10% für die nächsten 12 Monate aus. Andererseits erstreckt sich die aktuelle Aktienmarkttrallie bereits über zwei Jahre und einige Warnsignale blinken trotz allem auf. Über die in dieser Phase entstandene Abhängigkeit von einer Handvoll Aktien wurde bereits viel geschrieben und zum Jahresende erreichte diese auch ein neues Rekordhoch wie in unserem ersten Chart eindrucksvoll zu sehen ist:

„Magnificent 7“-Aktien repräsentieren mehr als ein Drittel der Indexgewichtung im S&P 500



Quelle: Goldman Sachs Global Investment Research, Stand: 12. Dezember 2024

Die Rahmenbedingungen für ein „weiter so“ an den Märkten scheinen gegeben. Ein erwartetes Wirtschaftswachstum im Bereich der drei Prozent global, Inflation zurück im „Wohlfühlkorridor“ und gepaart mit zuletzt wenigen Volatilitätsauschlägen sorgen für ein Klima, das steigende Bewertungen an den Aktienmärkten rechtfertigt.

In unserem aktuellen Marktbericht möchten wir uns auf Themen konzentrieren, die die aktuelle Situation und eben dieses „weiter so“ im kommenden Jahr in Frage stellen könnten. Dabei steht die Wiederwahl von Donald Trump als Unsicherheitsfaktor ganz oben in Umfragen unter den Kapitalmarktteilnehmern. Wir untersuchen nachfolgend, wie die zentralen Elemente von Donald Trumps Politik, wie z.B. Zölle, die weltweite Konjunktur und das Wachstum beeinflussen. Darüber hinaus untersuchen

wir, welche Auswirkungen diese Veränderungen auf die Inflationsentwicklung und die Geldpolitik der wichtigsten Zentralbanken haben. Aber auch die Auswirkungen auf die Staatsverschuldung und auf die Rolle des US-Dollars als internationale Leitwährung sind zu analysieren. Ziel ist es, ein umfassendes Bild für den globalen Konjunkturausblick sowie für die wirtschaftlichen Konsequenzen hinweg über verschiedene Assetklassen und Regionen zu erhalten.

Wie beeinflusst die neue Trump'sche Politik den Konjunkturausblick?

Nachdem Donald Trump die Wahl in den USA gewonnen hat, wird sich die Welt ab 2025 an neue Spielregeln gewöhnen müssen. Mit der Regierungsübernahme von Donald Trump wird eine neue Phase der Wirtschaftspolitik beginnen, die weitreichende Folgen für den internationalen Handel, die finanzielle Stabilität und die geldpolitischen Strategien der großen Zentralbanken hat. Der Fokus liegt auf protektionistischen Maßnahmen, der Abkehr von internationalen Abkommen und einer Dominanz nationaler Interessen. All diese Entwicklungen dürften nicht nur die Wirtschaft der USA prägen, sondern beeinflussen auch die globale Konjunktorentwicklung maßgeblich.

Welche Auswirkungen haben Zölle und die fortgesetzte Deglobalisierung?

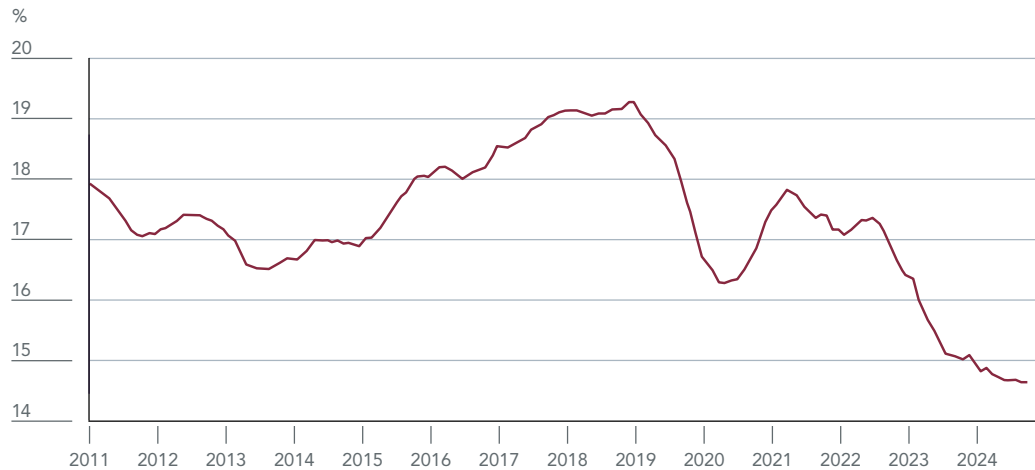
Die zweite Trump-Regierung wird aller Voraussicht nach die Importzölle sowohl auf chinesische als auch auf allgemeine Importe empfindlich erhöhen. Im Raum stehen Zölle in Höhe von 60% bzw. 10%. Diese Politik wäre eine deutliche Verschärfung im Vergleich zu seiner ersten Amtszeit. Sollten diese Vorhaben so umgesetzt werden, würde der durchschnittliche Zollsatz der USA von 3% auf 15% ansteigen und damit das Niveau der 1930er-Jahre erreichen. Ziel ist es, durch die Zolleinnahmen die angestrebten Steuererleichterungen zumindest teilweise zu finanzieren. Durch die Einführung der Zölle sollen amerikanische Arbeitsplätze geschützt, die Löhne erhöht und somit Wohlstand geschaffen werden. Gleichzeitig sind diese Zölle ein großer Schritt, das Rad der Deglobalisierung weiter zurückzudrehen.

Allerdings ist es nicht sehr wahrscheinlich, dass die Zölle in diesem Ausmaß Realität werden. Vielmehr dürfte Trump die Zölle als Verhandlungsmasse benutzen, um wirtschaftliche Zugeständnisse in anderen Bereichen zu bekommen. So könnte beispielsweise der EU das Versprechen abgerungen werden, mehr Erdgas aus den USA zu importieren.

Die Auswirkungen der Handelszölle auf alle Beteiligten sind komplex. Grundsätzlich wirken sich Importzölle auf die Inflation, den Arbeitsmarkt und das Wirtschaftswachstum aus. Die Inflation dürfte durch höhere Importpreise und höhere Produktionskosten ansteigen. Arbeitsplätze könnten zumindest kurzfristig geschützt werden, obwohl langfristig die Verringerung der Wettbewerbsfähigkeit den Arbeitsmarkt unter Druck bringen könnte. Das Wirtschaftswachstum kann durch Zölle kurzfristig unterstützt werden, langfristig jedoch wird die Dynamik gebremst, da der internationale Handel stark eingeschränkt wird und dadurch Produktivitätsverluste auftreten.

Die USA importierten von der EU im Jahr 2023 Waren im Wert von 502 Mrd. EUR. Damit ist der EU-Anteil an den US-Importen deutlich höher als der China-Anteil (388 Mrd. EUR). Die Bedeutung chinesischer Exporte hat demnach in den vergangenen Jahren erheblich abgenommen (siehe folgende Grafik).

Bedeutung chinesischer Exporte in die USA in % der Gesamtexporte, 12-Monatsdurchschnitt



Quelle: General Administration of Customs of the People's Republic of China, CEIC Data, Commerzbank AG – Research, Stand: Oktober 2024

Ein negativer Effekt der Zölle dürfte durch eine erhöhte Inflation bemerkbar werden. Höhere Importpreise sind auch darin begründet, dass nicht alle importierten Güter kurzfristig ersetzt werden können und somit die höheren Preise hingenommen werden müssen. Dies gilt in besonderem Maße für Rohstoffe und Vorprodukte für den Maschinenbau. Allerdings sind auch Konsumprodukte davon betroffen. Für den US-Arbeitsmarkt und damit auch für die US-Wirtschaft könnten die Auswirkungen mittel- bis langfristig negativ sein. Für die gesamte US-Wirtschaft wird die internationale Arbeitsteilung erheblich erschwert. Damit gehen die durch den Außenhandel für die USA erzielten Produktivitätsvorteile zu einem großen Teil verloren. Während große international tätige, bislang effiziente Unternehmen durch die Zölle benachteiligt werden, dürften kleinere Firmen, die Schwierigkeiten hatten, im Wettbewerb mit ausländischer Konkurrenz zu bestehen, geschützt werden.

Es bleibt abzuwarten, ob sich die Politik der USA als Startschuss für eine neue globale Deglobalisierungsdynamik erweist. Wenn alle Länder globale Handelsbarrieren errichten würden, dann würden globale Lieferketten und damit das weltweite Wachstum markant leiden. Besonders betroffen wäre in diesem Szenario Deutschland, dessen Wohlstand zu einem besonders hohen Maß von der Einbindung in den Welthandel abhängt.

Wie wird das Wirtschaftswachstum von „America First“ beeinflusst?

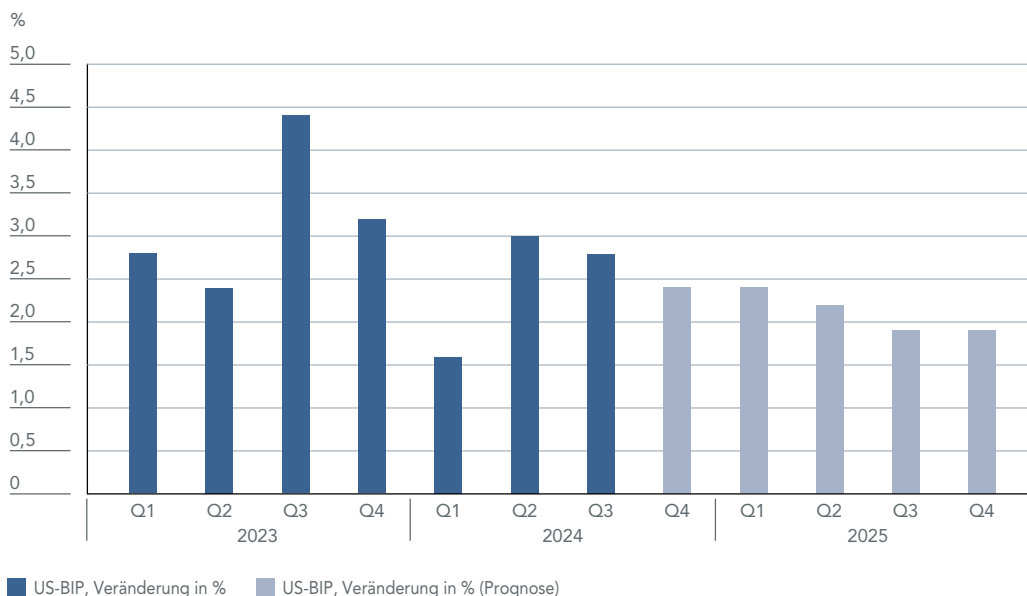
Das Wachstum in den USA betrug im 3. Quartal 2024 3,1% (annualisierte Quartalsdaten). Damit blieb der erwartete Wachstumseinbruch aufgrund der restriktiven Geldpolitik bislang aus. In den kommenden Quartalen dürfte nicht nur die Anhebung der Importzölle, sondern auch die Verlängerung der Einkommensteuersenkungen und die in Aussicht gestellte Senkung der Körperschaftssteuer von derzeit 21% zumindest vorerst ein weiterhin robustes Wirtschaftswachstum unterstützen. Allerdings sollten

die Wachstumsbäume hier nicht in den Himmel wachsen. Zum einen ist die Wirtschaft der USA bereits sehr gut ausgelastet. Die tragende Säule der Konjunktorentwicklung ist und bleibt der Konsument, der mit seiner bislang ungebrochenen Ausgabenbereitschaft jegliche Bremswirkung höherer Zinsen überkompensiert hat. Gebremst wurden dagegen vor allem die Wohnbauinvestitionen, die von der restriktiven Geldpolitik der Notenbank besonders hart getroffen wurden.

Kritisch zu bewerten ist zum anderen die Tatsache, dass die in der Pandemie angehäuften Sparrücklagen nur noch dem oberen Fünftel der Einkommensklassen zur Verfügung stehen. Alle anderen haben diese Rücklagen bereits verbraucht. Gleichzeitig haben sich die Finanzierungskonditionen für den Konsumenten sukzessive verschlechtert. So sind beispielsweise die Zinsen für Kreditkartenschulden sowie für KFZ-Darlehen massiv angestiegen. Hinzu kommt, dass der vordergründig stabile Arbeitsmarkt ebenfalls schon zur Schwäche neigt. Während 2023 im Durchschnitt 251.000 neu geschaffene Stellen pro Monat ausgewiesen wurden, liegt diese Zahl 2024 derzeit bei nur noch 140.000. Gleichzeitig stieg die Arbeitslosenquote von 3,4 % auf mittlerweile 4,2 % an. Hinzu kommt, dass die offenen Stellen in den USA ihren Höhepunkt Mitte 2022 erreicht hatten und seither stark rückläufig sind. In der Folge wird es für Bewerber immer schwieriger, eine Arbeitsstelle zu finden.

Zusammenfassend kann man festhalten, dass eine Rezession in den USA derzeit zwar sehr unwahrscheinlich ist, sich das Wachstum aber vor dem Hintergrund der noch immer restriktiven Geldpolitik in den kommenden Quartalen mit einem flacheren Expansionspfad präsentieren dürfte (s. folgende Abbildung).

US-BIP, Veränderung in %, Quartalsrate, annualisiert, ab Q4 2024 Konsensschätzungen



Quelle: Bloomberg Finance L.P., eigene Darstellung, Stand: Dezember 2024

Beendet Trump die Disinflation?

Die bisherige Inflationsentwicklung in den USA seit dem Höchststand im Juni 2022 bei 9,1% ist für die FED sehr zufriedenstellend. Die Inflationsrate fiel im Zuge der restriktiven Geldpolitik auf mittlerweile 2,7% und ist damit nicht mehr allzu weit vom ausgerufenen Ziel von 2,0% entfernt. Betrachtet man allerdings die um die volatilen Energie- und Nahrungsmittelpreise bereinigte Kernrate, sieht die Sache schon anders aus. Der Rückgang oberhalb von 3,0% ist ins Stocken geraten. Erschwerend kommt hinzu, dass die neue Politik von Trump entscheidenden Einfluss auf die Inflationsentwicklung haben dürfte. In Trumps erster Amtszeit haben die verhängten Zölle kaum Auswirkungen auf die Verbraucherpreise gehabt. Der durchschnittliche Zollsatz ist dort nur um 1,5%-Punkte angestiegen und hat die Inflation deshalb nur marginal erhöht. Welchen Einfluss neue Zölle diesmal haben werden, hängt vor allem davon ab, ob Trump seine Ankündigungen eines 60%-Zollsatzes für chinesische Importe und eines 10%-Zollsatzes für alle anderen Importe umsetzt. Im Worst Case erhöhen die Zölle die Inflation um bis zu 2%-Punkte. Allerdings gilt es zu bedenken, dass ein signifikanter Inflationsschub für die US-Regierung genauso schädlich wäre wie eine Rezession. Die binnenwirtschaftlich getriebene Inflation sollte in den kommenden Monaten dagegen durch nachlassenden Preisdruck bei Mieten sowie bei Dienstleistungen geprägt sein. Vor allem der immer angespanntere Arbeitsmarkt sollte für eine Entlastung bei den sehr hohen Lohnsteigerungen sorgen. Die vorauslaufenden Indikatoren für die Mietentwicklung wie der Zillow-Mietindex deuten in dieselbe Richtung. Zusammenfassend dürfte es 2025 aber sehr schwer werden, das Inflationsziel der FED von 2,0% dauerhaft zu erreichen oder gar zu unterschreiten. Strukturell sind die Vorhaben von Trump klar inflationstreibend, obwohl sich dieser Effekt erst mittel- bis langfristig in der gemessenen Inflationsrate zeigen dürfte. Der Kapitalmarkt konzentriert sich derzeit eher auf die binnenwirtschaftlichen Inflationsrisiken. Der von der Notenbank FED genau beobachtete Inflationsindex für die Inflation in 5 Jahren für die darauffolgenden 5 Jahre ist seit der Wahl am 5. November 2024 bei 2,28% weitgehend stabil geblieben. Die langfristigen Inflationserwartungen sind also weiter gut verankert und das Vertrauen in die Notenbank entsprechend hoch.

Erhöht die Migrationspolitik die Preise?

Der starke Anstieg der US-Arbeitsmarktnachfrage wurde in den letzten Jahren maßgeblich durch die hohe Migration in die USA – vor allem aus Mexiko – unterstützt. Unter Donald Trump dürfte sich die Migrationsdynamik jedoch umkehren, da er die Zuwanderung erheblich beschränken wird. Sogar Massenabschiebungen von Einwanderern ohne Bleiberecht werden diskutiert, dürften aber sehr unwahrscheinlich sein. Er hat angekündigt, die illegale Einwanderung nicht mehr zu tolerieren. Für entsprechende Gesetze benötigt er jedoch im Gegensatz zur Erhebung von Zöllen die Zustimmung des Senats.

Im Jahr 2022 waren laut dem Pew Research Center 8,3 Millionen der arbeitenden Bevölkerung in den USA Migranten mit illegalem Hintergrund. In den letzten beiden Jahren dürfte diese Zahl noch einmal gestiegen sein. Isoliert betrachtet bedeutet diese Entwicklung, dass der Arbeitsmarkt wieder enger wird und der dadurch bedingte Anstieg der Löhne inflationär wirkt. Allerdings führt ein geringeres Angebot an Arbeitskräften auch zu geringerem Konsum von Gütern und Dienstleistungen sowie zu einer geringeren Nachfrage nach Wohnungen und Häusern. Dieser Effekt wirkt einem Inflationsanstieg entgegen. Damit ist es keine ausgemachte Sache, dass eine niedrigere Migration in den USA automatisch zu höherer Inflation führt. Im Gegenteil – das US-Potenzialwachstum dürfte geringer werden.

Wie wird die Notenbank reagieren?

Die US-Notenbank FED hat den im März 2022 begonnenen Zinserhöhungszyklus Mitte 2023 beendet, aber erst im September 2024 mit der ersten Zinssenkung begonnen – eine Zeitspanne, die im historischen Kontext außergewöhnlich lang ist. Unterstützt durch zuletzt robuste Konjunkturdaten wurden die Erwartungen an Leitzinssenkungen für die kommenden Monate sukzessive nach unten korrigiert. Aktuell werden nur noch 2 Senkungen bis zum Sommer 2025 erwartet (s. folgende Abbildung). Das bedeutet, dass der Kapitalmarkt die „Terminal Rate“ bei 3,75 % bis 4,0 % sieht. Damit bleibt die Geldpolitik der Notenbank auf absehbare Zeit restriktiv und hemmt die wirtschaftliche Entwicklung. Donald Trump dürfte hiervon gar nicht begeistert sein. Er hat während des Wahlkampfes betont, dass er dauerhaft niedrige Zinsen bevorzugt. Daher ist es wahrscheinlich, dass US-Notenbankchef Powell nach seiner Amtszeit im Frühjahr 2026 durch jemanden ersetzt wird, der mehr Trumps Vorstellungen entspricht. Es ist also zwar unwahrscheinlich, aber dennoch nicht ausgeschlossen, dass die FED-Unabhängigkeit perspektivisch beschädigt wird. Die Folge wäre eine Notenbank, die bei wieder aufflammenden Inflationsgefahren die Leitzinsen nicht oder nur unzureichend anheben würde. Aktuell gehen wir davon aus, dass die FED bei tendenziell rückläufiger Inflation und einem nur leicht abwärts gerichteten Wirtschaftswachstum den Zinssatz in Richtung des neutralen Niveaus – also des Bereichs, der die Konjunktur weder anschiebt noch bremst – zurückführt. Wir veranschlagen diesen Bereich bei 3,25 % bis 3,50 %. Sollte die Konjunktur allerdings Gefahr laufen, in eine Rezession zu rutschen, dürfte die Notenbank die Leitzinsen deutlicher senken.

Rendite 10-jähriger US-Treasuries und implizite Leitzinssenkungserwartungen der FED in %

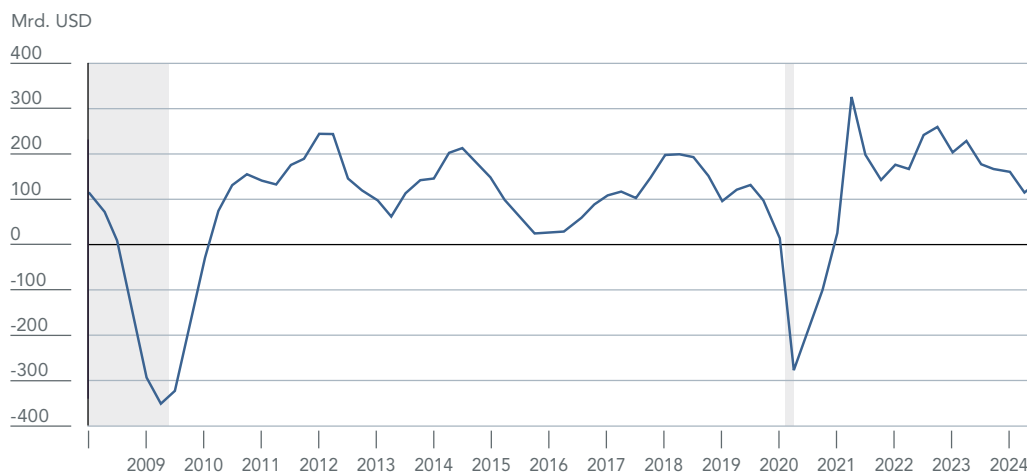


Quelle: Bloomberg Finance L.P., eigene Darstellung, Stand: November 2024

Werden die Staatsschulden zum Problem?

Die Maßnahmen, die Donald Trump in seiner Präsidentschaft plant, dürften den Staatshaushalt der USA weiter belasten und zu einem noch größeren Staatsdefizit führen. Gleichzeitig ist die Belastung für den Haushalt durch die Zinszahlungen in den letzten beiden Jahren enorm angestiegen. Dadurch wird der Druck auf die Politik, andere Staatsausgaben einzudämmen, groß. Dass ein hohes Staatsdefizit nicht zwangsläufig mit höheren Kapitalmarktzinsen einhergehen muss, zeigt das Beispiel Japan eindrücklich. Das Congressional Budget Office (CBO – s. Glossar) schätzt, dass die USA 2024 eine Verschuldung von 116% und ein Haushaltsdefizit von 6,4% des BIP haben werden. Das Primärdefizit (Defizit ohne Berücksichtigung von Kreditaufnahme und Zinsen) wird mit 3,9% geschätzt. Da die Kapitalmarktzinsen mit 4,2% etwa auf dem nominalen Wachstumspfad der Wirtschaft liegen, müsste demnach rund 4% des GDP weniger ausgegeben werden, um das Haushaltsdefizit konstant zu halten. Eine solche Haushaltskonsolidierung würde die US-Wirtschaft vermutlich an den Rand einer Rezession bringen und den Vorhaben des neuen Präsidenten entgegenstehen. Vielmehr dürfte sich die Staatsverschuldung unter Trump in Richtung 130% des BIP bewegen. Alleine die derzeitige Zinsbelastung entspricht aktuell 3,1% des BIP – Tendenz steigend. Ein theoretischer Ausweg aus diesem Teufelskreis wäre ein starker Anstieg des Produktivitätswachstums. Da die Produktivität allerdings mit den aktuell stagnierenden realen Kapitalgüterinvestitionen korreliert ist, scheint dieses Szenario unwahrscheinlich (s. folgende Abbildung). Allerdings gilt es zu beobachten, ob die anstehenden Deregulierungsmaßnahmen und niedrigere Steuern zu einem Anstieg der Investitionsneigung führen. Alternativ könnte die Notenbank immer dann Anleihen kaufen, wenn ein bestimmter Zinssatz überschritten wird und so die Zinsbelastung kontrollieren. Dieses Management der Zinskurve würde allerdings die Realrenditen signifikant drücken und so Inflation erzeugen. Und Inflation will Donald Trump sicherlich nicht, da Inflation jeden Bürger betrifft, höhere Arbeitslosigkeit dagegen nur einen Teil der Bevölkerung. Politisch wäre daher Inflation das Schlechteste, was Trump passieren könnte. Zusammenfassend muss man festhalten, dass ein weiterer Anstieg der Staatsverschuldung vermutlich nicht zu verhindern ist. Solange die Inflationserwartungen aber verankert bleiben, ist eine Staatsschuldenkrise allerdings nicht akut zu erwarten.

Reale private nichtwohnwirtschaftliche Investitionen in Sachanlagen,
Jahresveränderung in Mrd. USD



Quelle: Federal Reserve Economic Data (FRED), St. Louis Federal Reserve, Bureau of Economic Analysis, Stand: November 2024

Beeinflusst Donald Trump den USD?

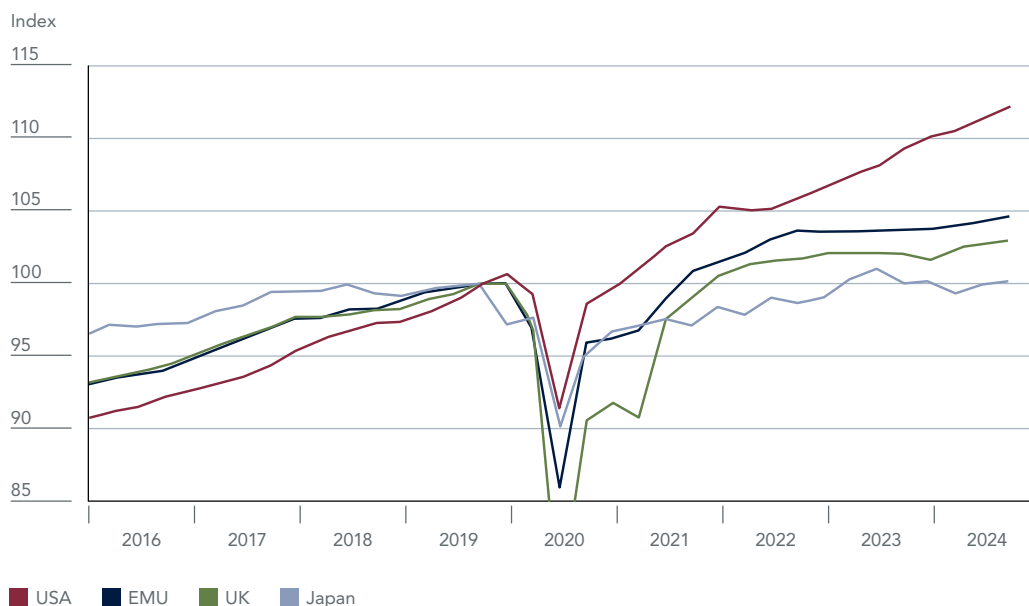
Seit der Wahl am 5. November 2024 konnte der USD gegenüber allen übrigen Währungen markant zulegen. Hintergrund dieser Entwicklung ist die Annahme, dass niedrigere Steuern, Importzölle und Deregulierung den Wachstumsvorteil der USA festigen bzw. sogar vergrößern werden (s. nachfolgende Abbildung). Gleichzeitig ist es Konsens, dass vor allem die Zölle und die rückläufige Migration die Inflation in den USA wieder befeuern werden. Dies ist zumindest vordergründig positiv für den USD.

Die Deregulierung führt zu niedrigeren Produktionskosten und verbessert damit die Wettbewerbsposition amerikanischer Unternehmen auf dem Weltmarkt. Investoren, die von dieser positiven Entwicklung profitieren möchten, müssen also den USD kaufen, um in den USA zu investieren. Erhöht sich der Wachstumsvorteil der USA gegenüber anderen Volkswirtschaften, kann Kapital in den USA rentabler angelegt werden. In der Folge ist auch das BIP pro Kopf in den USA höher als im Rest der Welt. Die USA sind und bleiben reicher als andere Nationen.

Das Preisniveau in den USA dürfte durch die Importzölle ansteigen. Dies betrifft nicht nur importierte Waren, sondern auch heimische Produkte, die als Substituten für teurere Importwaren dienen. Höherer Inflationsdruck sollte positiv für die Währung sein, oder?

Allerdings gilt diese Sichtweise nur dann, wenn die US-Notenbank eine inflationsbekämpfende Geldpolitik fortführt und den Kaufkraftverlust durch Inflation mit entsprechenden Zinserhöhungen überkompensiert. Die aktuelle USD-Stärke zeigt, dass der Kapitalmarkt genau dies erwartet. Eine restriktive Geldpolitik steht jedoch den wirtschaftlichen Zielen der neuen US-Regierung diametral entgegen und würde die erhofften Effekte der Zollpolitik wieder zunichtemachen. Deshalb ist damit zu rechnen, dass politischer Druck auf die FED ausgeübt wird, die Geldpolitik expansiv zu

Reales BIP USA, Euroraum, Japan und UK (Index Q3 2019 = 100)



Quelle: Bureau of Economic Analysis, Eurostat, Economic and Social Research Institute, Bloomberg Finance L.P., Commerzbank AG – Research, Stand: Dezember 2024

Es kann keine Zusicherung gegeben werden, dass eine Prognose oder ein Ziel erreicht wird. Alle Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Meinungen und hypothetischen Modellen, die sich als unzutreffend erweisen können. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Investitionen sind mit Risiken verbunden. Es besteht ein Kapitalverlustrisiko. Dieses Dokument wurde im Dezember 2024 erstellt.

gestalten. Sollten die Währungshüter diesem Druck nachgeben, wäre die Geldpolitik expansiver, als es das Konjunkturmilieu erfordern würde. Das wäre zwar günstig für die Konjunkturentwicklung, aber schlecht für die Eindämmung der Inflation. Dies wäre sicherlich ein Argument gegen einen dauerhaft starken US-Dollar. Es ist deshalb alles andere als eine ausgemachte Sache, dass der US-Dollar von der Handelspolitik von Donald Trump profitiert, zumal viele USD-positiven Argumente bereits eingepreist sein dürften.

Fazit:

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass die geplante Handelspolitik der zweiten Trump-Regierung, insbesondere die drastische Erhöhung von Importzöllen auf chinesische und allgemeine Importe, eine deutliche Verschärfung im Vergleich zu seiner ersten Amtszeit darstellt. Das Ziel ist, amerikanische Arbeitsplätze zu schützen und durch höhere Zolleinnahmen Steuererleichterungen zu finanzieren, während gleichzeitig die Deglobalisierung vorangetrieben wird. Es bleibt jedoch unklar, ob die Zölle in diesem Ausmaß umgesetzt werden, da Trump diese möglicherweise als Verhandlungsmasse nutzt, um wirtschaftliche Zugeständnisse zu erwirken.

Die Auswirkungen dieser Zölle auf die US-Wirtschaft sind komplex: Kurzfristig könnte die Inflation steigen, während Arbeitsplätze geschützt und das Wirtschaftswachstum teilweise unterstützt werden. Langfristig jedoch könnten die Wettbewerbsfähigkeit der USA und die internationale Arbeitsteilung leiden, was das Wachstum dämpfen könnte. Auch die Zölle auf Importprodukte würden höhere Preise für Konsumgüter nach sich ziehen, was die Inflation weiter anheizen könnte. Die Arbeitsmarktsituation in den USA zeigt ebenfalls erste Schwächen, was die langfristige Konsumstimmung und Wirtschaftsentwicklung gefährden könnte.

Insgesamt dürften die Maßnahmen Trumps, wie die höheren Zölle und Steuererleichterungen, zu einer zunehmenden Staatsverschuldung führen und den Druck auf die US-Wirtschaft erhöhen. Dennoch wird aufgrund der verankerten Inflationserwartungen keine akute Staatsschuldenkrise erwartet. Die Maßnahmen könnten die US-Währung stärken, was jedoch nur dann nachhaltig ist, wenn die FED ihre Geldpolitik entsprechend anpasst, was in Konflikt mit den wirtschaftlichen Zielen der Regierung stehen könnte.

US-Aktienmarkt: Ist der „American exceptionalism“ alternativlos?

Der Blick auf die Performancezahlen der internationalen Aktienmärkte für das Jahr 2024 fällt sehr erfreulich aus. Kurszuwächse, wohin man blickt – angeführt von den US-amerikanischen Aktienmärkten, gefolgt von Europa und den Emerging Markets. Der Mensch neigt bekanntlich dazu, Dinge in der Rückschau etwas verklärt zu sehen, und 28% Wertzuwachs im S&P 500 geben keinen Grund zu der Annahme, dass der Weg zu dieser respektablen Performance holprig oder gar steinig gewesen wäre. Und dennoch gab es Phasen im vergangenen Jahr, während derer die Fortsetzung der Aktienrallye durchaus infrage gestellt wurde. Anfang August gab es einen regelrechten Kursrutsch an den Börsen, ausgelöst von einer sehr schwachen US-Arbeitsmarktzahl, die Zweifel an der Robustheit der Konjunktur auslöste. Eine gestiegene Arbeitslosenzahl, eine Reihe schwächerer Gewinnberichte und die Sorge um eine zu lange restriktive Geldpolitik der FED rundeten das negative Stimmungsbild ab, der S&P verlor in der Spitze 8,5% an Wert. Verschärft wurde die Situation durch das Auflösen sogenannter Carry Trades in Verbindung mit dem Zinsschritt der Bank of Japan. Glücklicherweise verbesserte sich das US-Konjunkturdatenbild wieder zügig, die Anzahl der Konjunkturpessimisten wurde fortlaufend geringer und die Aktienmärkte erholten sich sehr schnell wieder. Die Tatsache jedoch, dass die Kombination der beschriebenen Einflussgrößen einen derartigen Kursrutsch auslöste, ohne auf eine bevorstehende schwere Rezession hinzudeuten, sollte daran erinnern, dass der Aktienmarkt nicht so unverletzlich ist, wie es über weite Strecken des Jahres gesehen den Anschein machte. Den Blick nach vorn gerichtet, ist die Hürde, im Jahr 2025 positiv zu überraschen, deutlich höher als 2024. Im vergangenen Jahr dominierte die Diskussion, ob denn das Konjunktur-„Landing“ nun hart, weich oder überhaupt stattfinden würde. Anfang 2024 lag der von Bloomberg ermittelte Konsens zum US-Wirtschaftswachstum bei bescheidenen 1,3% – eine Hürde, die locker genommen wurde. Für das kommende Jahr ist die Erwartungshaltung sowohl auf der Konjunktur- (>2% Wachstum) als auch auf der Unternehmensgewinnseite (14% Wachstum) ambitionierter und damit schwieriger zu übertreffen, als dies 2024 der Fall war.

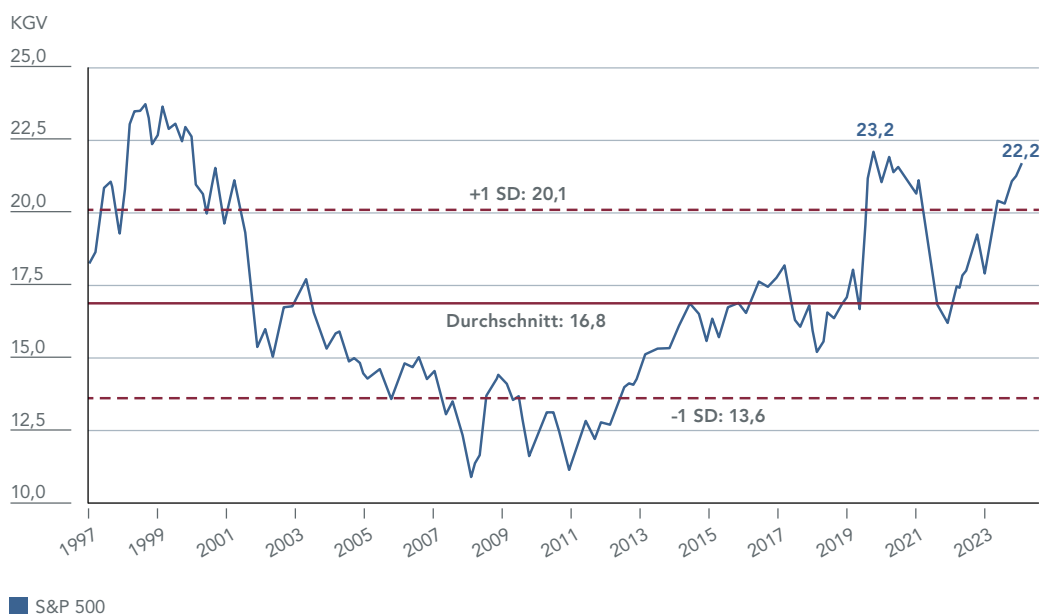
Neben den beschriebenen Konjunktursorgen waren es vor allem die geopolitischen Spannungen, die die Märkte immer wieder zumindest kurzzeitig beeinflussten. So wurde der Druck auf Risikoassets Mitte April größer, als sich die Lage im Mittleren Osten zuspitzte, der Iran Israel attackierte und die Sorge vor einer großen Eskalation aufkam. Da diese ausblieb und die Lage sich in den Wochen darauf wieder etwas entspannte, setzten die Aktienkurse ihre Aufwärtsbewegung wieder zügig fort. Dennoch bleiben geopolitische Risiken auch im neuen Jahr ein weiter schwer kalkulierbares Risiko.

Ein weiteres Risikofeld ist in der künftigen Entwicklung der Inflation zu sehen. Noch im ersten Quartal 2024 fürchteten viele Marktteilnehmer, dass uns hohe Inflationsraten deutlich länger begleiten würden. Drei aufeinanderfolgende Monats-CPI-Daten mit jeweils +0,4% führten zu einem Verschieben der Zinssenkungserwartung. Ende April lag die Rendite für zweijährige US-Staatsanleihen wieder über 5%. Im Zusammenhang mit den geplanten Zollerhöhungen steht zu befürchten, dass die Inflation, die in den USA ohnehin noch deutlich über der von der FED angestrebten Zielgröße notiert, weiteren Aufwärtsdruck erfährt, was wiederum die Handlungsfähigkeit der FED einschränken würde. Im Folgenden möchten wir die im kommenden Jahr aus Aktiensicht relevantesten Themen für die drei Regionen USA, Europa und Asien beleuchten.

Der klare Wahlsieg der Republikaner bei der US-Wahl im November hat am US-Aktienmarkt für ein regelrechtes Kursfeuerwerk gesorgt. „America first“ ist die Devise und landauf landab wird damit gerechnet, dass es dem „Mann der Wirtschaft“ Donald Trump samt seinen vielfach aus der Wirtschaft stammenden Beratern mit Steuersenkungen, Deregulierung, Verschlinkung der Verwaltung und weiteren Maßnahmen gelingen wird, das US- Wirtschaftswachstum weiter zu befeuern. So kann man für die USA ein regelrechtes „Goldilock“-Szenario für 2025 malen: Moderates Wachstum, Disinflation, Deregulierung und weitere Lockerung der Geldpolitik könnten ein ideales Umfeld für Aktien darstellen. Der Konsens erwartet ein Umsatzwachstum im mittleren einstelligen Bereich. Kostendisziplin und Effizienzsteigerungen sollten die Margenausweitung unterstützen. Zuletzt war zu beobachten, dass das Gewinnwachstum zunehmend auf eine breitere Basis verteilt war – aktuell weisen ca. 60% der Unternehmen ein positives Gewinn-pro-Aktie-Wachstum aus; im ersten Quartal 2023 lag dieser Wert bei lediglich 50%. Die weitere Verbreiterung dieser Basis ist eine wichtige Voraussetzung für eine „gesunde“ Entwicklung am Aktienmarkt.

Andererseits hat der US-Aktienmarkt einen Teil dieser positiven Aspekte bereits vor und auch im direkten Anschluss nach der Wahl eingepreist und handelt aktuell ca. einhalb Standardabweichungen über seinem Durchschnitt:

S&P 500 erwartetes Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV)



Quelle: Standard & Poor's Financial Services LLC, Refinitiv Ltd., FactSet Research Systems Corp., UBS AG, Stand: Dezember 2024

Nun kann man einige Argumente finden, die dieses erhöhte Bewertungsniveau rechtfertigen. So gab es in den vergangenen Jahren eine deutliche Verschiebung in der Zusammensetzung der großen Indizes – noch vor 30 Jahren, vor der Kommerzialisierung des Internets und dem Siegeszug der Smartphones betrug der Anteil von Technologie-nahen Unternehmen im S&P 500 ca. 10%, heute sind es 40%. Über diesen Zeitraum ist es den Tech-Unternehmen gelungen, ihre Umsätze und Margen schneller zu steigern als den Unternehmen der „alten“ Ökonomie. Eine höhere Bewertung des Gesamtmarktes ist eine Folge dieses stärkeren Gewichts. Ein weiterer Aspekt ist in der im Laufe der letzten Jahrzehnte zunehmend geringeren Kapital-Intensität der Geschäftsmodelle zu sehen, was zur Folge hatte, dass die Unternehmen deutlich mehr Cash Flow generieren konnten, was wiederum höhere Ausschüttungen (in Form von Dividenden und Aktienrückkäufen) der Firmen mit zugleich höheren KGV Multiples zur Folge hatte. Zudem kommt es in einer Phase überdurchschnittlichen Gewinnwachstums und lockerer Geldpolitik selten zu deutlichen Rückgängen in den Bewertungs-Vielfachen.

Dennoch bleibt festzuhalten, dass die Bewertung des US-Aktienmarktes zumindest ambitioniert ist – dies wird auch beim Vergleich mit den anderen Regionen deutlich:

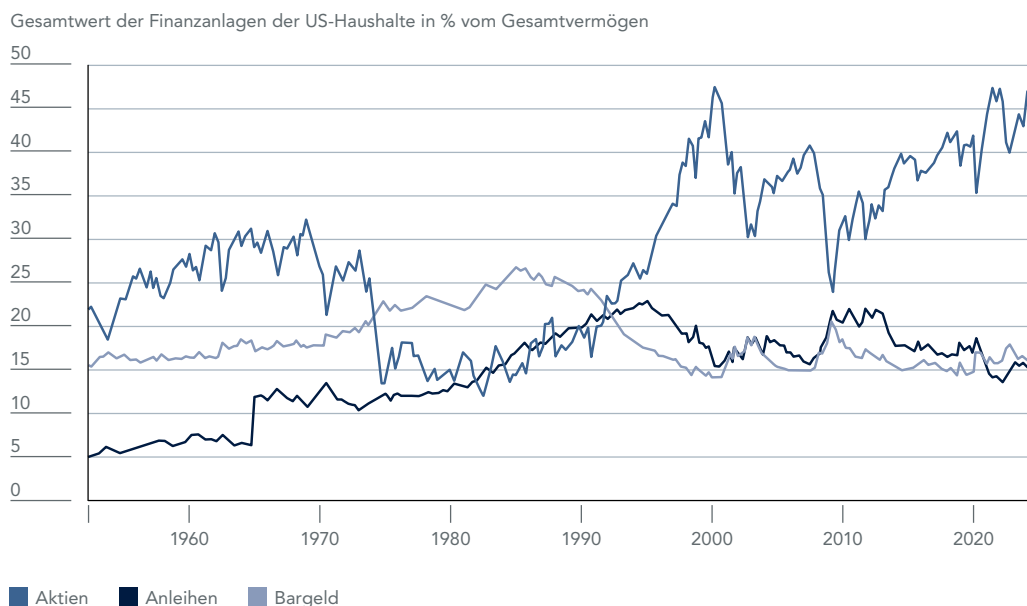
Kurs-Gewinn-Verhältnis nach Region (12-Monate vorlaufend)



Quelle: Institutional Brokers Estimate System (I/B/E/S), Thomas Reuters Corp., Morgan Stanley AG – Research, Stand: 17. November 2024

Um ein mögliches, weiteres Kurspotenzial einzuschätzen, sollte man auch einen Blick auf die Positionierung werfen, die sich auf erhöhtem Niveau befindet – hier anhand des Aktienanteils am liquiden Vermögen der US-Haushalte dargestellt:

Die Amerikaner halten einen Rekordanteil ihres Vermögens in Aktien



Quelle: Federal Reserve System, Goldman Sachs Group Inc. – Research, Stand: 15. Oktober 2024

Allgemein gesprochen scheinen bereits viele Marktteilnehmer in einem hohen Maße am Aktienmarkt investiert zu sein – ein Umstand, der die weitere Kursphantasie ein wenig begrenzt. Ein ähnliches Bild ergibt sich, wenn man die Positionierung der professionellen Asset Manager in US-Aktien-Futures betrachtet, die sich ebenso auf deutlich erhöhtem Niveau befindet.

Insgesamt ist wohl davon auszugehen, dass uns das neue Jahr am Aktienmarkt eine höhere Volatilität bescheren wird – dies ist schon allein in der Unberechenbarkeit der Trump-Administration begründet: Wie hoch werden die Zölle tatsächlich ausfallen, wie deutlich werden die Steuern gesenkt, an welchen Stellen werden Ausgaben gekürzt werden?

Da Donald Trump auch im Rahmen seiner ersten Präsidentschaft wiederholt betont hat, er lasse sich u. a. an der Entwicklung der Aktienmärkte messen, bleibt aus Anlegersicht zu hoffen, dass er auch in der kommenden Regierungsperiode zur Erreichung seiner Ziele angemessene Maßnahmen finden wird, die an den Kapitalmärkten positiven Widerhall finden werden.

Ob der beschriebene und von der Mehrheit der Kapitalmarktstrategen ausgerufene „American exceptionalism“? berechtigt ist, hängt natürlich auch von der Entwicklung der anderen Regionen ab. Lassen Sie uns daher im Folgenden einen Blick auf den alten Kontinent werfen, bevor wir die Situation in den Emerging Markets analysieren.

Perspektiven für Europas Aktienmärkte in einem herausfordernden globalen Umfeld

Zum einen steht Europa 2025 vor einem komplexen, globalen Umfeld mit Herausforderungen in China, potenziellen Auswirkungen der US-Politik und internen Wachstumshemmnissen. Auf der anderen Seite könnte politische Klarheit mit Neuwahlen in Deutschland, strukturelle Wachstumsthemen, eine lockere Geldpolitik der EZB und nicht zuletzt die aktuellen Bewertungsniveaus durchaus Potenzial für höhere Renditen am Aktienmarkt haben.

Die unserer Meinung nach wichtigsten Themen für das kommende Jahr sind mögliche Auswirkungen der „America First“-Politik mit der Einführung von Zöllen und die Abhängigkeit Europas von China, welche wir nachfolgend etwas detaillierter beleuchten wollen:

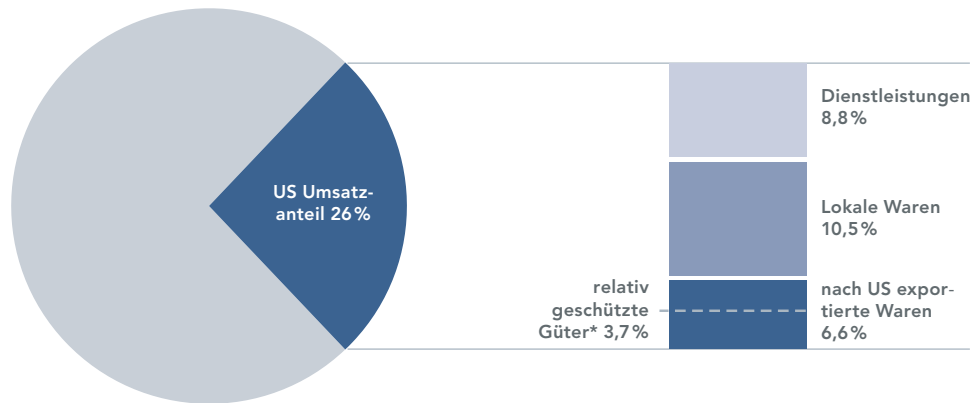
Europa und die potenziellen Auswirkungen der US-Wahl

Die Wiederwahl von Donald Trump und die republikanische Mehrheit im Kongress und Senat könnte für Europa weitreichende wirtschaftliche und politische Herausforderungen mit sich bringen. Trumps „America First“-Politik hat das Potenzial, neben den politischen transatlantischen Beziehungen auch die Gewinnaussichten der europäischen Unternehmen zu beeinflussen.

Eine der größten Bedrohungen für die Gewinnaussichten ist die Einführung von US-Zöllen auf europäische Waren. Obwohl derzeit Zölle von bis zu 20% diskutiert werden, sind doch viele Marktteilnehmer der Meinung, dass dies wohl eher eine erste Verhandlungsbasis darstellt. Verhandlungsmöglichkeiten, welche das Ausmaß für Europa begrenzen können, wären beispielsweise höhere Verteidigungsausgaben oder Energiepartnerschaften zur Erhöhung der US-Gasimporte. Experten rechnen daher mit weniger hohen Zöllen von rund 10%. Weiter wird es wohl Ausnahmen für strategisch wichtige Branchen wie beispielsweise Verteidigung und Pharmaindustrie geben. Während europäische Unternehmen gemessen am MSCI Europe einen Umsatzanteil in die USA von rund 26% ausweisen (Güter & Dienstleistungen), ist der Anteil von Gütern, die von außerhalb in die USA exportiert werden, mit ca. 7% deutlich geringer. Bereinigt man diese Zahl dann noch um die Branchen mit potenziellen Ausnahmen und Unternehmen mit einer hohen Preissetzungsmacht, kommt man auf einen Anteil von ca. 3%. Dem stehen Umsätze von europäischen Unternehmen in Höhe von 10,5% gegenüber, bei denen die Güter in den USA für den US-Markt gefertigt werden. Bei möglichen, bereits angekündigten Incentivierungen (Steuererleichterungen/-gutschriften) durch die neue US-Regierung würden hier auch positive Effekte entstehen.

MSCI Europe: Geografisches Umsatzrisiko 2025e

Während der MSCI Europe 26 % des gewichteten Umsatzes ausmacht, entfällt der größte Teil davon auf lokale Waren und Dienstleistungen und nicht auf Exportgüter (6,6 %).



* relativ geschützte Waren, die entweder eine hohe Preissetzungsmacht haben (z. B. Luft- und Raumfahrt) oder aufgrund ihrer fundamentalen und nationalen strategischen Bedeutung für Zölle einem relativ geringeren Zollrisiko ausgesetzt sind; Erlösrisiko Streubesitz-Marktkapital-gewichtet

Quelle: MSCI Inc., Factset Research System Inc., Morgan Stanley AG – Research, Stand: Dezember 2024

Verbleiben würde unter dem Strich dennoch eine Belastung der europäischen Unternehmensgewinne, die aber gegebenenfalls weitaus geringer ausfallen würde, als dies bei einer ersten Betrachtung der Fall wäre. Neben den direkten Auswirkungen auf Unternehmen würden erhöhte Zölle auch den globalen Welthandel und somit das globale Wirtschaftswachstum beeinflussen. Es wird davon ausgegangen, dass das globale GDP 2025 durch die möglichen Zölle um rund 0,5 % belastet wird. Dies würde dann noch zusätzlich und indirekt die Gewinne der Unternehmen belasten.

Mögliche Zölle sind ein zentrales Thema beim Blick auf mögliche Auswirkungen der neuen US-Regierung auf die europäischen Aktienmärkte. Weitere Punkte, die man als Investor in diesem Zusammenhang in den kommenden Monaten im Blick behalten sollte, sind:

- 1) Deregulierung: Lockerungen bei regulatorischen Vorgaben (z. B. im Finanzsektor) könnten die Wettbewerbsfähigkeit europäischer Unternehmen schmälern.
- 2) Steuerreformen: Senkungen der Unternehmenssteuern in den USA könnten die Kapitalflüsse in die USA verstärken und die Attraktivität Europas für CAPEX-Investitionen schmälern.
- 3) Verteidigung: Druck vonseiten der USA auf die NATO könnte Verteidigungsunternehmen in Europa begünstigen, da Staaten mehr Geld für Rüstungsgüter ausgeben müssen.

Europas Abhängigkeit von China

Europa hat über die letzten Dekaden von Chinas Wirtschaftswachstum und globaler Handelsintegration profitiert. Insbesondere die Sektoren Automobil, Luxusgüter, erneuerbare Energien und Technologie waren große Profiteure von der prosperierenden Wirtschaft Chinas. Heute sieht sich diese Beziehung jedoch mit geopolitischen Spannungen, Chinas wachsender Konkurrenzfähigkeit und wirtschaftlichen Herausforderungen konfrontiert, die diese Abhängigkeit von China mit sich bringt.

Die zuletzt schwächelnde chinesische Wirtschaft ging deshalb auch nicht schadlos an den europäischen Unternehmen vorbei. Die Gewinne von europäischen Unternehmen mit einem hohen China-Exposure (Automobil- und Technologiesektor, Luxusgüter) wurden stark belastet und haben im Jahr 2024 dazu geführt, dass das Gewinnwachstum auf dem alten Kontinent auf magere 1,5% zusammenschmolz. Die Unternehmen mit einem chinesischen Umsatzanteil >15% herausgerechnet, hätte der MSCI Europa im abgelaufenen Jahr zumindest ein Gewinnwachstum von 5% ausweisen können. Dies zeigt sich auch entsprechend in der Wertentwicklung von diesen Titeln.

MSCI Europa- und ex-China-bezogene Aktien/Sektoren:
Performance in Landeswährung (umbasiert)



Quelle: MSCI Inc., Factset Research System Inc., Morgan Stanley AG – Research, Stand: Dezember 2024

Vor diesem Hintergrund überrascht es nicht, dass sich europäische Investoren zunehmend damit beschäftigen, eine Anlageklasse „Europa ohne China“ zu definieren, da man den Unternehmen mit einer geringeren Chinaabhängigkeit höheres Wachstumspotenzial zutraut.

Viele Marktteilnehmer fokussierten sich auf vergangene und potenzielle Stimulus-Pakete der chinesischen Regierung. Dies hatte auch immer wieder zu einer kurzen positiven Reaktion bei den europäischen „China-Plays“ (= Unternehmen mit einem chinesischen Umsatzanteil >15%) geführt. Die Stimulus-Maßnahmen hatten in der Vergangenheit und werden wohl auch in Zukunft nur einen begrenzten positiven Einfluss auf europäische Unternehmen haben, da diese sich – anders als in der Vergangenheit – mehr auf folgende Aspekte konzentrieren:

- 1) Industrieinvestitionen: Führen zu verstärktem Wettbewerb z. B. im Automobilsektor.
- 2) Konsum: unterstützt vor allem einkommensschwache Haushalte mit wenig positivem Einfluss z. B. auf den europäischen Luxusgütersektor.
- 3) „Common totaly“-Initiative: bleibt ein zentrales Ziel der Regierung und wirkt dämpfend auf den Konsum hochpreisiger Güter.
- 4) Technologierestriktionen: Exportverbote von fortschrittlichen technologischen Lösungen (insbesondere in der Halbleiterindustrie) belasten unabhängig von Stimulus-Maßnahmen.

Strukturelle Probleme und wirtschaftliche Herausforderungen belasten somit nicht nur China, sondern auch Unternehmen, die dort hohe Umsätze erwirtschaften. Auch im neuen Jahr dürfte dies der größte Belastungsfaktor für die Gewinnaussichten europäischer Unternehmen bleiben.

Fazit:

Auch wenn die beiden genannten Themen einen Gegenwind darstellen, sollte man Europa im neuen Jahr nicht gänzlich abschreiben. Dies zeigt beispielsweise auch die Performance des DAX im abgelaufenen Jahr. Trotz vieler Probleme im Land haben es Unternehmen nicht zuletzt auch wegen ihrer globalen Ausrichtung geschafft, eine überdurchschnittliche Kursperformance zu erzielen. Auch die Bewertungsniveaus des europäischen Marktes sollten unterstützen. Die relative KGV-Bewertung von Europa zu USA war nur zu Zeiten der globalen Finanzmarktkrise niedriger. Die Neuwahlen in Deutschland könnten ebenfalls ein positiver Katalysator sein. Eine veränderte Fiskalpolitik und mehr Klarheit in Bezug auf den Wirtschaftsstandort könnten Investitionen ankurbeln. Das überschaubare Wirtschaftswachstum in Europa sollte dazu führen, dass die EZB eine deutlich expansivere Geldpolitik anstrebt und die Leitzinsen in Richtung 2% senkt, was ebenfalls unterstützend wirken sollte. Zum Abschluss bleibt noch die „Wild Card“ eines Waffenstillstandes zwischen der Ukraine und Russland.

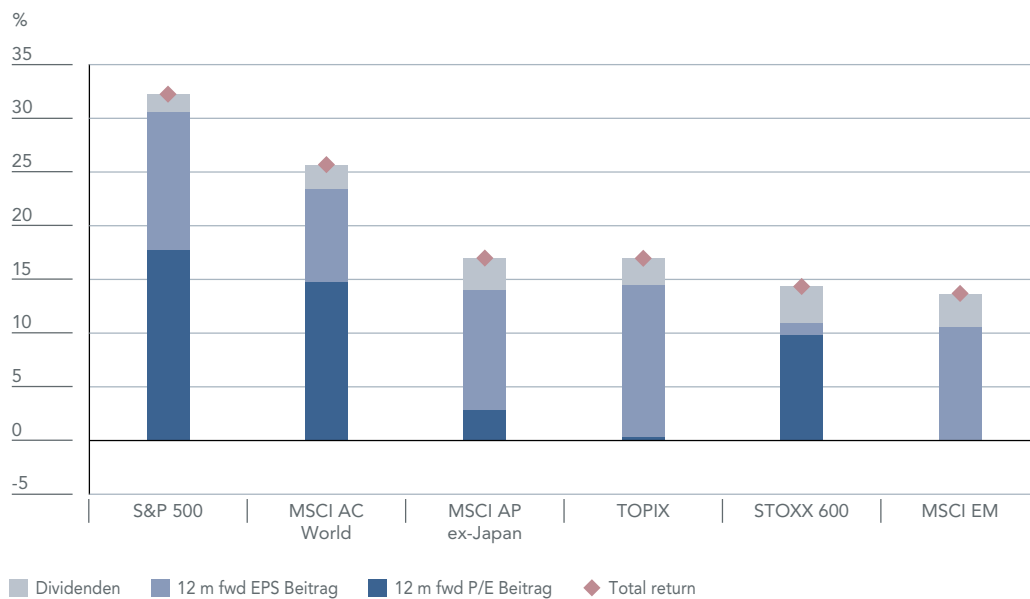
Ein weiteres bescheidenes Jahr für EM-Aktien in 2024 – Ausblick für 2025 zwischen externen Risiken und Stimulus-Maßnahmen in China

Die Schwellenländer konnten im Jahr 2024 von einer Reihe positiver Faktoren profitieren, wie z. B. gelockerten Finanzierungsbedingungen. Insbesondere China erlebte nach dem Sommer eine beeindruckende Rallye, ausgelöst von der Hoffnung auf eine durch signifikante Konjunkturmaßnahmen ausgelöste Wachstumsbelebung. Die lange Periode einer schwachen makroökonomischen Entwicklung veranlasste China im Herbst zum Handeln. Ende September brachten die People's Bank of China und die Regierung in einer konzertierten Aktion Stimulus-Maßnahmen auf den Weg. Darunter waren Zinssenkungen, Anreize für den Erwerb von Wohneigentum, zusätzliche Liquiditätsbereitstellung für Banken und Pläne für einen Aktienstabilisierungsfonds.

Im November folgte ein Paket in Höhe von 10 Billionen CNY (1,4 Billionen US-Dollar) über einen Zeitraum von fünf Jahren. Die anfängliche Euphorie verflog allerdings im weiteren Verlauf wieder, da die Markterwartungen an immer mehr zusätzliche Staats-hilfen enttäuscht wurden und Details zur konkreten Umsetzung noch ausstehen. Auch die Wahl von Donald Trump zum neuen US-Präsidenten belastete das Sentiment und führte zu Gewinnmitnahmen nach zwischenzeitlich massivem Kursanstieg.

Obwohl die EM-Aktien im Vergleich zu den Industrieländern – allen voran USA – hinterherhinkten, zeigten sie dennoch eine positive Entwicklung. Treiber für die Kursentwicklung war fast ausschließlich das positive Gewinnwachstum für den MSCI EM, während der US-Markt auch eine deutliche Bewertungsausweitung erfuhr. China spielte eine führende Rolle und erzielte im Jahresverlauf überdurchschnittliche Zuwächse.

Wertentwicklungsbeitrag (12 Monate rollierend) in lokaler Währung



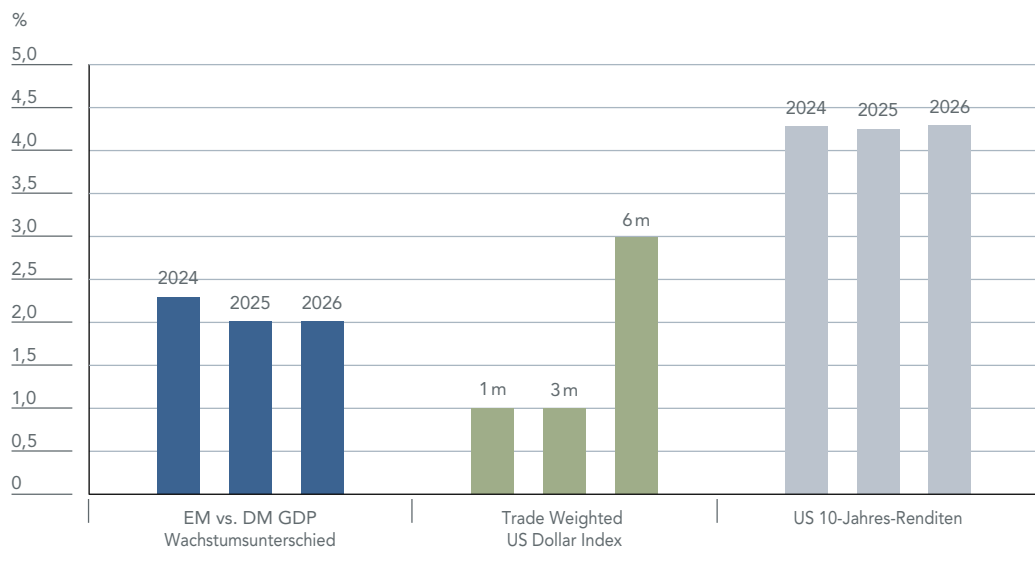
Quelle: Goldman Sachs Group Inc. Global Investment Research, Global Weekly Kickstart, Stand: 16. Dezember 2024

Die Aussicht auf Zinssenkungen in vielen Märkten stützte die Aktienmärkte in den Emerging Markets. Die Erholung der Weltkonjunktur nach der Covid-Pandemie trug ebenfalls zur positiven Entwicklung bei und wirkte sich insbesondere in Form steigender Nachfrage nach Gütern aus. Gerade für China war der anziehende Export eine wichtige Stütze der wirtschaftlichen Entwicklung. Geopolitische Risiken waren übers gesamte Jahr ein Belastungsfaktor. Auch die Spannungen zwischen den USA und China haben die chinesische Wirtschaft belastet. Der technologische Wettlauf zwischen den beiden Großmächten und die damit verbundenen Handelskonflikte bremsen.

Das makroökonomische Umfeld ist für die Schwellenländer schwieriger geworden

Die Rallye der Schwellenländer-Aktien im Sommer wurde durch einen günstigen Makrozyklus mit nicht rezessiven Zinssenkungen der FED und Lockerungen anderer Zentralbanken in den Schwellenländern sowie einem schwächeren Dollar angetrieben. Dieses günstige externe Umfeld in Verbindung mit der Hoffnung auf eine konjunkturbedingte Wachstumserholung in China und guten Gewinnaussichten ließ einen positiven Ausblick für EM-Aktien erwarten. Im November wurde die Erholung jedoch durch makroökonomische Veränderungen wie steigende US-Langfristzinsen und einen stärkeren US-Dollar und den republikanischen Wahlsieg unterbrochen.

Wichtige Makroerwartungen für Emerging Markets (Schätzungen von Goldman Sachs)



Quelle: Goldman Sachs Group Inc. – Global Investment Research, Global Weekly Kickstart, Stand: 16. Dezember 2024

Ein langsames Tempo der FED-Zinssenkungen, reduzierte Zinssenkungserwartungen in den meisten Schwellenländern und ein erstarkter US-Dollar sind in der historischen Betrachtung wichtige Makrofaktoren, die aktuell nicht für eine Outperformance der EM-Aktien sprechen.

Zollpolitik von besonders hoher Bedeutung

Die erneuten Handelsspannungen unter der neuen Trump-Administration mit der wahrscheinlichen Verhängung von Zöllen gegen China und die Ungewissheit über ein breiteres Spektrum von Zöllen weltweit werden das regionale Wachstum wahrscheinlich belasten. Ausgehend vom Zeitraum 2018-2019 wird ein Wiederaufflammen des Zollkriegs wahrscheinlich die Stimmung in der Weltwirtschaft dämpfen und Investitionen verzögern. Für die Schwellenländer sind die Nettoauswirkungen für China am stärksten.

ten zu erwarten und werden aufgrund der Verflechtungen mit den übrigen Schwellenländern generell belasten. Im Vergleich zum ersten Handelskrieg 2018–2019 hat sich der chinesische Anteil an den US-Importen signifikant verringert. Die Abhängigkeit der asiatischen Volkswirtschaften von Exporten in die USA ist geringer als vor einigen Jahren. Der Handel innerhalb Asiens hat sich hingegen intensiviert und die Binnenwirtschaft hat an Bedeutung gewonnen. Marktschätzungen gehen aktuell davon aus, dass die US-Politik zu einem Rückgang des chinesischen BIP zwischen 1% und 2% führen könnte.

China-Anteil an den US-Importen



Quelle: Goldman Sachs Group Inc. – Global Investment Research, Asia in Focus, Stand: 8. Dezember 2024

Stärkere politische Unterstützung in China könnte Makrorisiken teilweise ausgleichen

Allerdings hat die chinesische Regierung jüngst für 2025 zusätzliche entschlossene Maßnahmen angekündigt, um die Inlandsnachfrage zu stützen und externe Herausforderungen zu bewältigen. Inwieweit dies die erwarteten Belastungen kompensieren kann, ist die große Frage für 2025. Spannend wird in diesem Zusammenhang auch, welches Wachstumsziel die chinesische Regierung für das kommende Jahr ausgibt.

Fazit:

Es wird erwartet, dass viele Zentralbanken in den EM ihre Geldpolitik weiter lockern werden, um das Wachstum anzukurbeln. Dies könnte zu niedrigeren Zinsen und einer erhöhten Kreditvergabe führen. Zudem würde eine anhaltende Erholung der Weltkonjunktur die Exporttätigkeit auch 2025 stützen.

Insgesamt ist die makroökonomische Mischung aus langsamerem regionalen Wachstum, höheren US-Langfristzinsen, flacheren Lockerungszyklen und einem stärkeren

ren Dollar weniger günstig für EM-Aktien geworden. Historische Untersuchungen haben gezeigt, dass das Wachstumsgefälle ein wichtiger Faktor für die langfristige Outperformance der Schwellenländer gegenüber den Developed Markets (DM) ist.

Bewertung MSCI EM-Aktien vs. DM-Aktien (KGV – 12-Monate vorwärts)



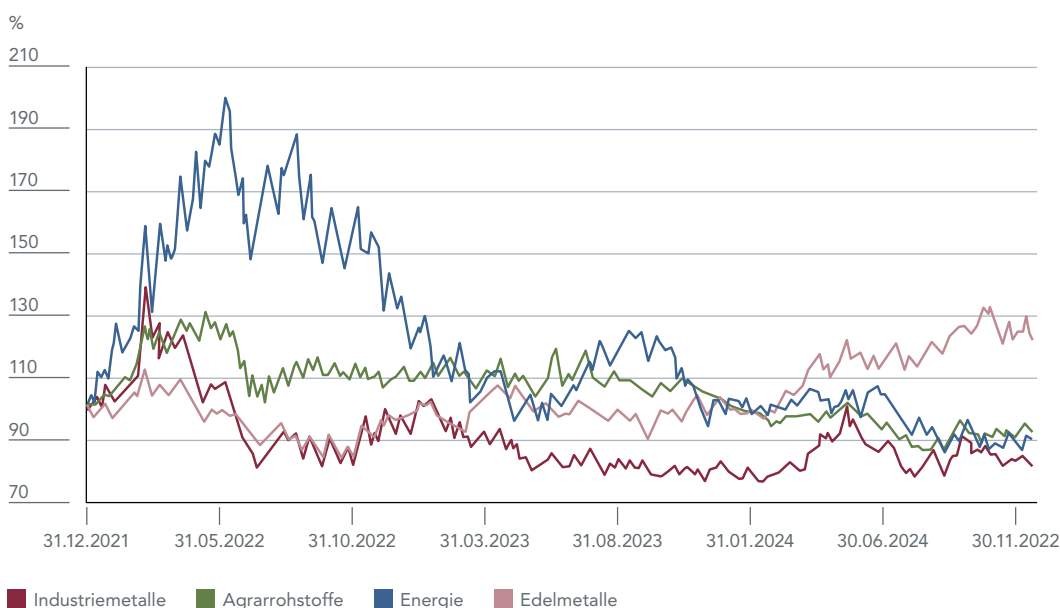
Quelle: Goldman Sachs Group Inc. – Global Investment Research, Global Weekly Kickstart, Stand: 16. Dezember 2024

Die EM-Aktienmärkte sind im Vergleich zu den entwickelten Märkten nahe einer historisch hohen Bewertungsdifferenz, welche insbesondere durch einen sehr hohen Abschlag von rund 40% gegenüber US-amerikanischen Aktien bedingt ist. Allerdings fehlt es aktuell an überzeugenden nachhaltigen Katalysatoren. Kurzfristige Trading-Aktivitäten im Zuge neuer Stimulus-Maßnahmen in China erscheinen hingegen jederzeit möglich.

Rohstoffpreise weiter schwach aufgrund globaler Konjunkturängste

Seit Jahresanfang haben die meisten Rohstoffpreise aufgrund der gestiegenen Konjunktursorgen weiter nachgegeben. Besonders die Energierohstoffe und Industriemetalle haben seit ihren Jahreshöchstständen stark korrigiert.

Wertentwicklung der einzelnen Rohstoffsektoren seit Jahresanfang 2022



Bereits im Vorfeld der Wahl von Donald Trump zum US-Präsidenten wurden Erwartungen geweckt, dass es zu Lockerungen bei der Rohöl- und Erdgasförderung kommen könnte. Seine Präsidentschaft wird voraussichtlich dazu führen, dass Umweltauflagen gelockert werden und die heimische Energieindustrie gestärkt wird.

Diese Maßnahmen könnten das Energieangebot der USA deutlich erhöhen. Bei einer weitgehend unveränderten globalen Nachfrage könnte dies zunächst zu sinkenden Energiepreisen führen und die Verbraucher entlasten.

Parallel dazu hat die OPEC+ ihre Prognose für die weltweite Energienachfrage mehrfach nach unten korrigiert. Diese Anpassung unterstreicht die Unsicherheiten in Bezug auf das langfristige Wachstum der Nachfrage. Hinzu kommen negative Kommentare der Internationalen Energieagentur (IEA), die den Rohölpreis in der jüngsten Vergangenheit wiederholt unter Druck gesetzt haben. Die IEA sieht bereits ab dem Jahr 2030 die globale Rohölnachfrage dauerhaft sinken. Bereits in den letzten Monaten haben daher die Preise für Energie, insbesondere Rohöl deutlich nachgegeben.

Aktuell steht die Preisentwicklung bei Industriemetallen im Fokus vieler Marktteilnehmer. Während die nach wie vor schwächelnde chinesische Wirtschaft die Nachfrage nach Kupfer dämpft, bleiben die langfristigen strukturellen Treiber wie der Klimawandel und die Energiewende unserer Einschätzung nach unverändert bestehen. Diese Faktoren könnten mittel- bis langfristig weiterhin Potenzial für steigende Kupferpreise bieten.

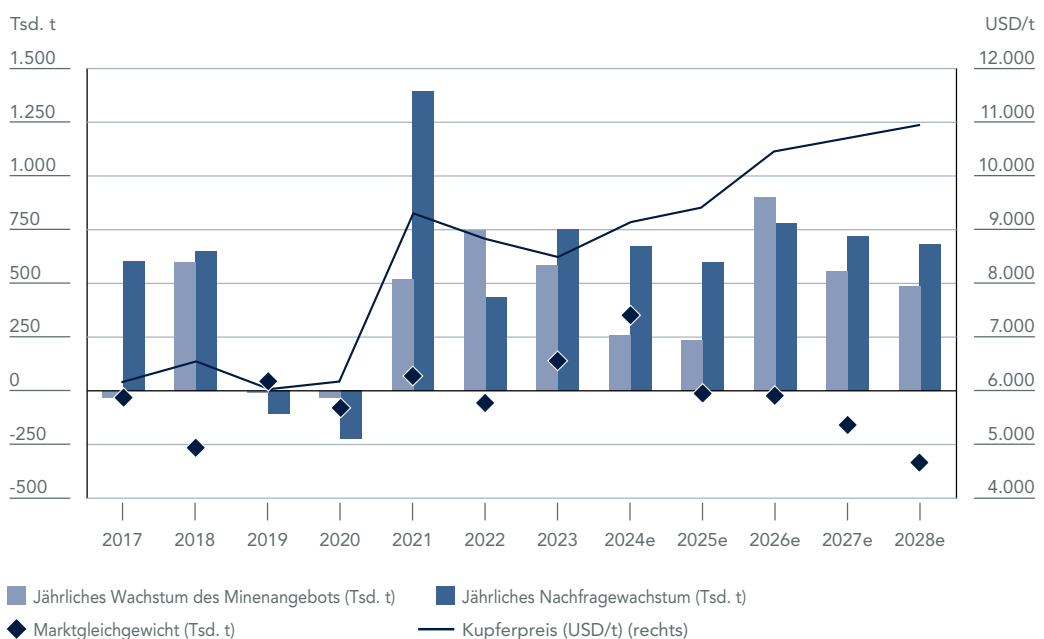
Analysten der Deutschen Bank schätzen jedoch den Einfluss makroökonomischer Entwicklungen für Kupfer in den nächsten Monaten höher ein als die klassischen Kurstreiber Angebot und Nachfrage.

Die US-Wahl hat auch hier deutliche Spuren hinterlassen. Einige Strategen sehen durch die Wahl von Präsidenten Donald Trump auch Risiken für die Industriemetallpreise. Der USD hat seit der Wahl von Donald Trump gegenüber anderen Währungen stark an Wert zugelegt. Eine weitere Stärkung des USD und eine Schwächung des chinesischen RMB dürfte wiederum zu weiteren Belastungen der Kupferpreise führen. Vor allem die von Präsident Trump lautstark angekündigten Einfuhrzölle – besonders gegenüber China – haben das Sentiment weiter belastet.

Wie tief könnte der Kupferpreisverfall in einem aggressiv geführten Handelskriegszenario fallen? Marktteilnehmer gehen davon aus, dass im Falle einer weiteren Verschlechterung der Weltwirtschaft durch einen Zoll-/Handelskrieg der Kupferpreis unter die Marke von 8.000 USD/Tonne fallen könnte.

Doch es gibt auch gute Nachrichten. Losgelöst von temporären Störfeuern bleibt die fundamentale Situation für Kupfer aussichtsreich. Die Minenproduktion bei Kupfer wird 2024 voraussichtlich um 1% im Jahresvergleich wachsen – der niedrigste Wert seit 2020 und deutlich unter dem Nachfragewachstum (~2,5% p.a.). Verantwortlich für das niedrige Wachstum war die Schließung der Cobre-Panama-Mine Ende 2023.

Angebot und Nachfrage des globalen Kupfermarktes



Quelle: Deutsche Bank AG Schätzungen, CRU International Ltd., Bloomberg Finance L.P., Stand: Dezember 2025

Mit 3,0 Milliarden Tonnen nachgewiesener und wahrscheinlicher Reserven ist die Cobre-Panama-Mine eine der größten neuen Kupferminen, die im letzten Jahrzehnt weltweit eröffnet wurden. Der Produktionskomplex befindet sich in der Provinz Colon 120 km westlich von Panama-Stadt und umfasst zwei Tagebaugruben, eine Verarbeitungsanlage, ein 300-Megawatt-Kraftwerk und einen internationalen Hafen. Die Mine wird von der Aktiengesellschaft First Quantum Minerals betrieben. Das Unternehmen geht von einem Neustart der Mine im nächsten Jahr aus. Sollte dieser, wie geplant stattfinden, könnte damit das Produktionswachstum auf 1% angehoben werden. Sollte dagegen die Mine im Jahr 2025 vollständig offline bleiben, würde das Produktionswachstum auf 0,5% fallen.

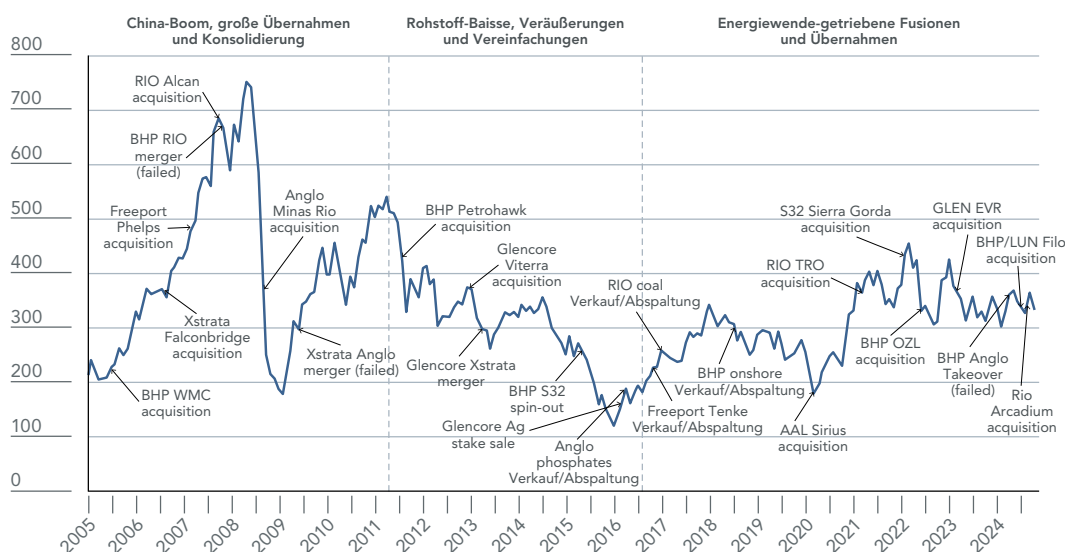
Unverändert bleibt die geringe Bereitschaft großer Minenunternehmen, in neue Projekte zu investieren. Minengesellschaften setzen momentan lieber auf Zukäufe.

Die BHP Group plante die Übernahme von Anglo American, um ihre Position als weltweit führender Bergbaukonzern weiter zu stärken. Ziel war es, durch den Zusammenschluss Synergien zu schaffen, das Portfolio an Rohstoffen zu diversifizieren und insbesondere Zugang zu Anglo Americans hochwertigen Kupfer- und Platinressourcen zu erhalten. Durch den Zusammenschluss wäre der weltgrößte Kupferförderer entstanden, auf den ca. 10% der weltweiten Kupferproduktion entfallen wäre.

Das Vorhaben scheiterte jedoch aus mehreren Gründen. Zum einen stieß die Übernahme auf Widerstand von Regulierungsbehörden, die Bedenken hinsichtlich einer möglichen Marktbeherrschung äußerten. Zum anderen zeigte sich Anglo American nicht bereit, auf die Übernahmehbedingungen einzugehen, da das Angebot als zu niedrig eingeschätzt wurde. Auch die Aktionäre beider Unternehmen äußerten teilweise Vorbehalte, da sie potenzielle Risiken für die finanzielle Stabilität befürchteten.

Diese Faktoren führten letztlich dazu, dass die Übernahmepläne nicht realisiert wurden.

Größte Übernahmen seit 2003 (Stahl und Gold ausgenommen)



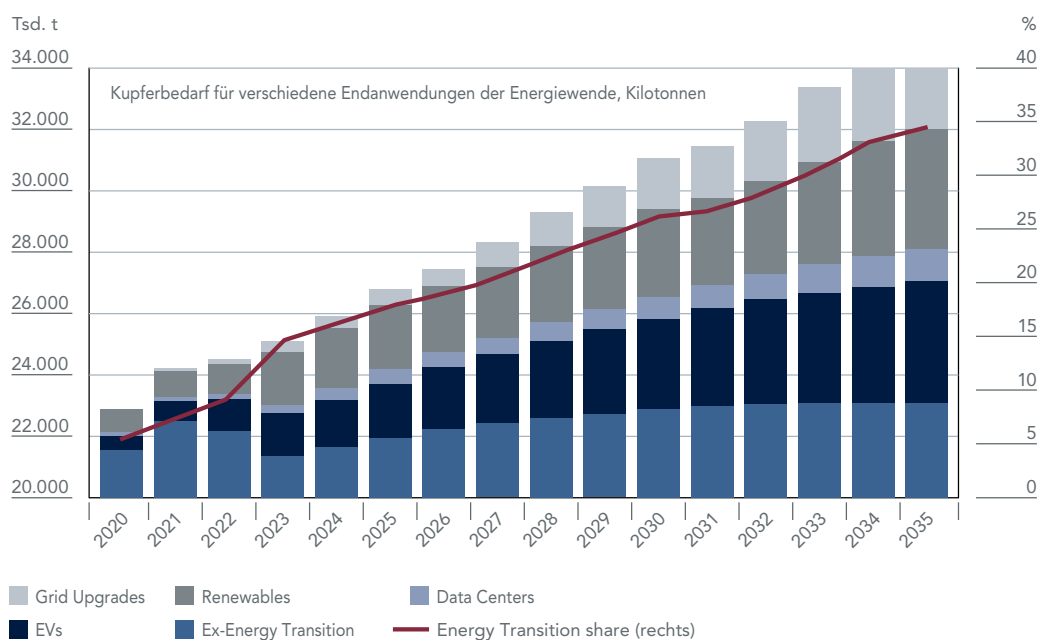
Quelle: Deutsche Bank AG, Bloomberg Finance L.P. Stand: Dezember 2024

Es kann keine Zusicherung gegeben werden, dass eine Prognose oder ein Ziel erreicht wird. Alle Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Meinungen und hypothetischen Modellen, die sich als unzutreffend erweisen können. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Investitionen sind mit Risiken verbunden. Es besteht ein Kapitalverlustrisiko. Dieses Dokument wurde im Dezember 2024 erstellt.

Trotz optimistischer Aussichten für den Kupferpreis fehlen signifikante Investitionen in neue Projekte. Ein strukturelles Kupferdefizit könnte entstehen, da das Angebot träge auf Preissteigerungen reagiert. Wenn die Kupferpreise 2025/2026 durch höheres globales Wirtschaftswachstum wieder auf 10.000 USD/t steigen, könnten diese Jahre entscheidend für die Genehmigung neuer Projekte in Lateinamerika und weltweit sein.

Die US-Investmentbank J.P. Morgan bleibt bei Kupfer ebenfalls positiv gestimmt. Die langfristige Nachfrage nach Kupfer wird trotz Herausforderungen wie Substitution, neuen Technologien und Recycling voraussichtlich weiter steigen. J.P. Morgan erwartet ein Angebotsdefizit von etwa 4 Millionen Tonnen bis 2030, unterstützt durch die steigende Nachfrage im Bereich der Elektrofahrzeuge.

Strukturelle Treiber der Kupfernachfrage



Gold war der große Gewinner und bleibt aussichtsreich

Ungeachtet der schlechten Wertentwicklung anderer Rohstoffe dürften die Edelmetalle ein sehr erfolgreiches Jahr 2024 abschließen.

Der Goldpreis verzeichnete Ende Oktober 2024 ein neues Allzeithoch und stieg in der Spitze auf 2.790 USD je Unze. Bemerkenswert waren die Kurstreiber für Gold im laufenden Jahr.

Die herkömmliche, inverse Beziehung zwischen Goldpreis und US-Renditen begann Anfang 2022 zu bröckeln. Obwohl die US-Renditen stiegen, legte der Goldpreis zu, angetrieben von höheren Käufen durch Zentralbanken, starker Anlegernachfrage sowie anhaltenden Barren- und Münzkäufen privater Investoren. Zusätzlich unterstützte die steigende Kosteninflation im Bergbau die Preise.

Goldpreisentwicklung vs. Renditeentwicklung 2Y/10Y US-Staatsanleihen



Da sich die jüngste Goldpreisentwicklung anhand klassischer Modelle nicht mehr gut erklären lässt, haben einige Investmentbanken ihre Regressionsmodelle überarbeitet.

So wurden Einflussfaktoren auf den Goldpreis wie z.B. Mittelzuflüsse in Gold-ETFs, Zentralbankkäufe, Verbraucherpreisinflation, US-Dollar-Index, globale Risikoindikatoren sowie die Position von Spekulanten in die Regressionsmodelle eingepflegt und damit die Erklärungsqualität erheblich verbessert. Gold-ETF-Bestände, Zentralbankkäufe und Futures-Positionen sind heute wichtiger als zuvor.

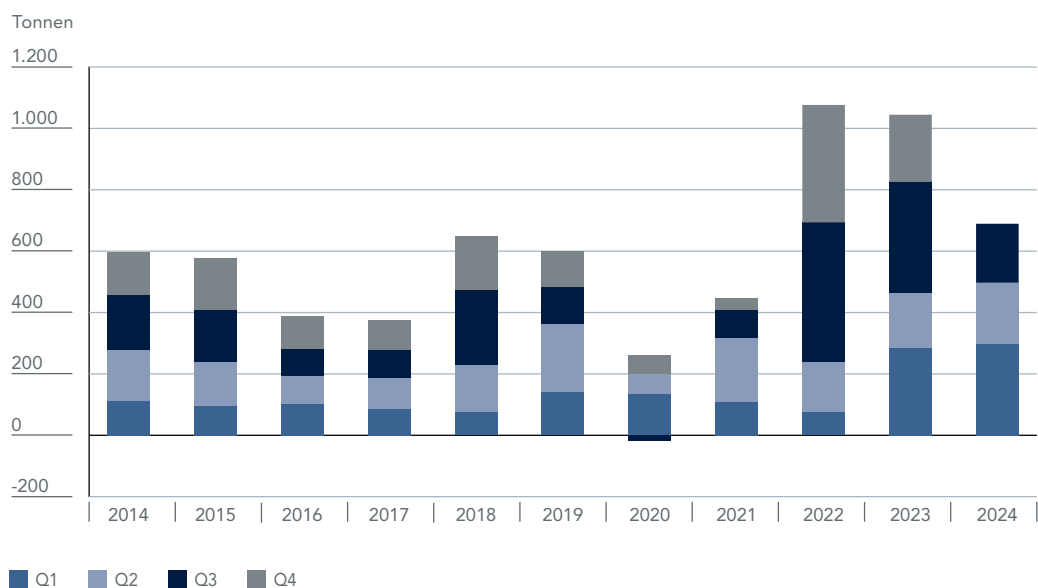
Gleichzeitig spielen Faktoren, die nicht einfach in hochfrequente Modelle integriert werden können (z.B. physische Nachfrage nach Barren und Münzen, OTC-Käufe, Minen- und Recyclingangebot, geopolitische und ökonomische Unsicherheit, steigende Minenkosten), weiterhin eine große Rolle. Während die Schmucknachfrage bei hohen Preisen nachlässt, bleiben Käufe aus Schwellenländern über ETFs und durch Zentralbanken robust.

Wie geht es mit dem Goldpreis weiter?

Ungeachtet der positiven Wertentwicklung im Jahr 2024 sehen wir auch für das nächste Jahr Kurspotenzial für den Goldpreis. Viele Investoren fragen sich angesichts der bisherigen starken Goldpreisentwicklung 2024, wer denn als Anschlusskäufer 2025 in Frage kommen könnte.

Angesichts eines möglichen disruptiven makroökonomischen Umfeldes (steigende Zölle, wachsende Handelskonflikte, höhere Inflation, Ausweitung des US-Haushaltsdefizits) könnten Zentralbankkäufe auch 2025 für weiter steigende Goldnotierungen verantwortlich sein.

Jährliche Goldkäufe von Zentralbanken



Quelle: Metals Focus, World Gold Council, J.P. Morgan Securities – Commodities Research, Stand: 30. September 2024

Unter den Zentralbanken könnte besonders die chinesische Zentralbank für eine stärkere Goldnachfrage verantwortlich sein. Auffallend waren bereits Goldkäufe der chinesischen Zentralbank (PBoC) im November. Deren Käufe (5 Tonnen im November) haben viele Marktteilnehmer überrascht – hatte die Zentralbank doch seit dem Monat April eine Pause eingelegt.

Kritiker könnten anführen, dass der Kauf von 5 Tonnen Gold im letzten Monat im Vergleich zu Chinas durchschnittlichen Käufen von fast 18 Tonnen pro Monat im Zeitraum von November 2022 bis April 2024 relativ bescheiden war. Dennoch markiert diese Transaktion eine wichtige Rückkehr zu Goldzukaufen inmitten eines anhaltenden Abbaus von US-Staatsanleihen. China hält derzeit rund 23% seiner Devisenreserven in US-Dollar, verglichen mit einem Höchststand von 45% im Jahr 2010.

Eine strukturelle Verschiebung weg vom US-Dollar bei Zentralbanken und hin zu Goldkäufen dürfte weitergehen. Laut IWF-Daten (3. Quartal 24) machen Goldreserven weltweit etwa 18% der offiziellen Reserven aus, gegenüber 15% Ende 2023.

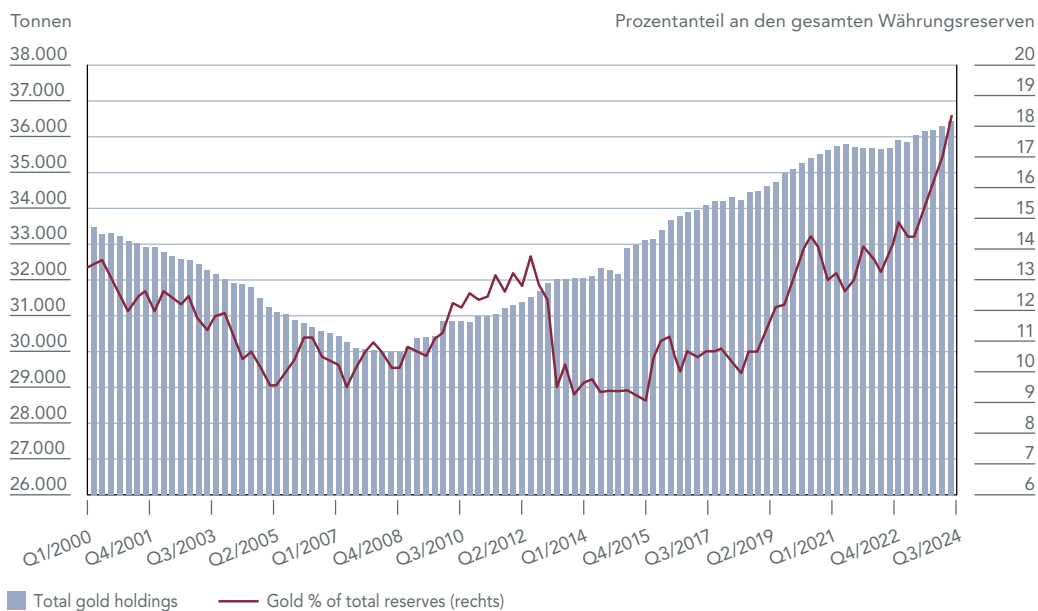
China's Währungsreserven bei Gold und US-Staatsanleihen



Quelle: PBOC, US Department of the Treasury, J.P. Morgan SE, Stand: Dezember 2024

Ein Erbe des Bretton-Woods-Systems, das den US-Dollar an Gold band, führt dazu, dass die USA, Deutschland, Frankreich und Italien zusammen etwa 16.400 Tonnen Gold halten – beinahe die Hälfte der weltweit offiziell gemeldeten Goldreserven. Die USA verfügen dabei allein über rund ein Viertel aller gemeldeten Bestände. Jede dieser vier Nationen lagert mehr als 70% ihrer Reserven in Gold. Entfernt man diese „Großhalter“ aus der Rechnung, verringert sich der Goldanteil in den weltweiten offiziellen Reserven auf etwa 11%. China ist weiterhin der Staat mit großen Devisenreserven, aber relativ geringem Goldanteil.

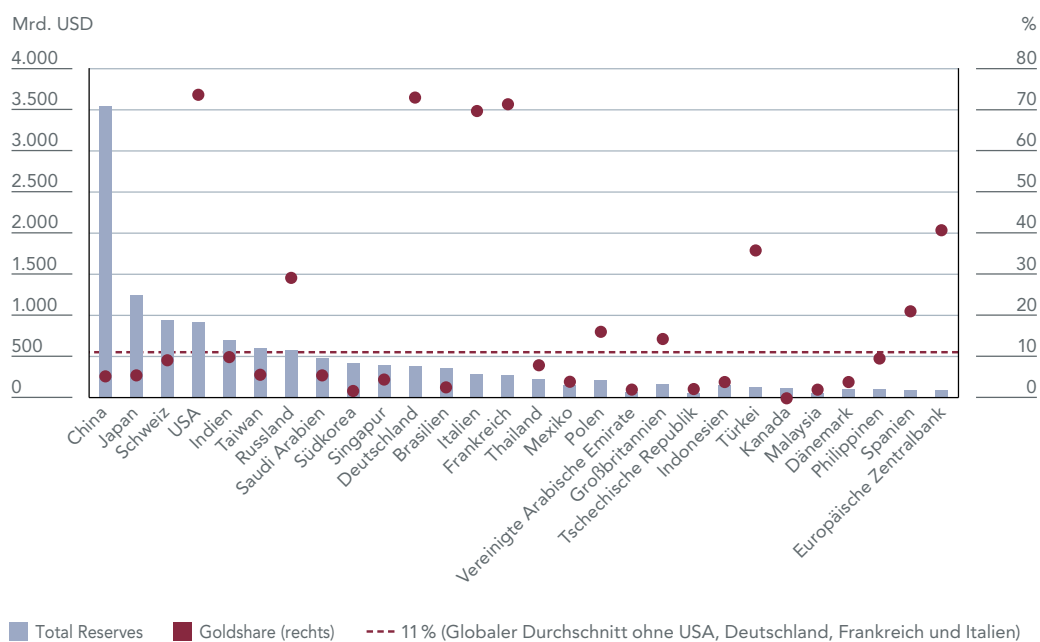
Anteil offizieller Goldreserven laut International Monetary Fund (IMF)



Quelle: World Gold Council, International Monetary Fund, Stand: Dezember 2024

Es kann keine Zusicherung gegeben werden, dass eine Prognose oder ein Ziel erreicht wird. Alle Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Meinungen und hypothetischen Modellen, die sich als unzutreffend erweisen können. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Investitionen sind mit Risiken verbunden. Es besteht ein Kapitalverlustrisiko. Dieses Dokument wurde im Dezember 2024 erstellt.

Währungsreserven vs. Goldanteil



Quelle: World Gold Council, International Monetary Fund, J.P. Morgan SE – Commodities Research, Stand: Dezember 2024

Neben der chinesischen Zentralbank könnten chinesische Privatanleger ebenfalls verstärkt Gold kaufen. Die Goldnachfrage wird von einigen Faktoren beeinflusst, darunter Preisentwicklung, BIP-Wachstum, Zinsen, Wechselkurse, Immobilien- und Aktienmärkte sowie Demografie. Laut World Gold Council ist die chinesische Schmucknachfrage in den ersten drei Quartalen 2024 um 22% gesunken, während die Nachfrage nach Anlagebarren und -münzen um 28% gestiegen ist. Vor kurzem kündigte das Politbüro Chinas erstmals seit 2008 eine mäßig lockere Geldpolitik an. Zwar fehlen Details, aber die anschließende Zentralwirtschaftskonferenz versprach Zinssenkungen und Fiskalstimuli. Die Nachrichtenagentur Reuters berichtete, dass die chinesischen Behörden angesichts wachsender Handels- und Zollrisiken über einen schwächeren Yuan nachdenken.

Mit niedrigeren Zinsen, erneuten Zentralbankkäufen und einer wahrscheinlichen (kontrollierten) Yuan-Abwertung wird Gold für chinesische Verbraucher als Wertspeicher interessant bleiben. Skeptiker führen an, dass ein Risiko darin besteht, dass stimulierende Maßnahmen zu einer stärkeren Belebung des Immobilien- und Aktienmarktes führen und damit Kapital aus Gold abgezogen werden könnte.

Aktien	Europa:	untergewichten
	USA:	neutral
	Asien:	untergewichten
Anleihen	EUR-Anleihen:	übergewichten
	EUR-Duration:	übergewichten
Alternative Investments		übergewichten
Rohstoffe		untergewichten
Liquidität		untergewichten
US-Dollar		neutral

Alternative Investments	Kapitalanlagen, die nicht zu den traditionellen Finanzprodukten (z. B. Bankeinlagen, Rentenpapiere oder Aktien) gehören. Es handelt sich um spezialisierte Anlagestrategien und -konzepte, die einer besseren Diversifizierung sowie Optimierung der Rendite- und Risikostruktur eines Investmentvermögens dienen sollen.
America first	Deutsch „Amerika zuerst“ ist eine politische Einstellung, die US-amerikanischen Nationalismus und Anti-Interventionismus betont.
American exceptionalism	Amerikanischer Exzeptionalismus. Anspruch, dass die USA eine Sonderstellung gegenüber allen anderen Nationen einnehmen.
Annualisiert	Als annualisiert werden Daten eines Zeitraumes bezeichnet, wenn sie auf ein Jahr hoch berechnet werden. So werden beispielsweise Quartalsgewinnwachstumsraten eines Unternehmens oder Konjunkturdaten annualisiert, um eine bessere Vergleichbarkeit herzustellen.
Asset	Vermögen(-swert)/Anlage
Bank of Japan	Japans Zentralbank
BIP	Bruttoinlandsprodukt
Bloomberg L. P.	Bloomberg L. P. ist ein von Michael Bloomberg im Jahre 1981 gegründetes Informationsdienstleistungs-, Nachrichten- und Medienunternehmen.
Bretton-Woods-System	Als Bretton-Woods-System wird die nach dem Zweiten Weltkrieg neu geschaffene internationale Währungsordnung mit Wechselkursbandbreiten bezeichnet, die vom US-Dollar als Ankerwährung bestimmt war.
Bureau of Economic Analysis	Handelsministerium der Vereinigten Staaten
CAPEX	Der englische Begriff CAPEX steht als Abkürzung für Capital Expenditure, was übersetzt in etwa Investitionsausgaben heißt. Als CAPEX werden Investitionsausgaben eines Unternehmens bezeichnet, die bei der Anschaffung längerfristiger Anlagegüter entstehen.
Cash Flow	Englisch für Kapitalflussrechnung. Wird regelmäßig auch zur Bezeichnung der Position Mittelzuflüsse (vor Investitionen und Finanzierung) in der Kapitalflussrechnung benutzt.
Carry Trades	Investmentposition, die darauf abzielt, von Zinsunterschieden zu profitieren.
CBO (Congressional Budget Office)	Für die offizielle Analyse der Bundeshaushaltsslage sowie entsprechende Projektionen ihrer Entwicklung ist in Amerika das „Congressional Budget Office“ (CBO) zuständig. Es wurde 1974 als eine überparteiliche, also politisch neutrale, in Washington DC ansässige Institution, gegründet. Seine regelmäßigen Analysen sollen den Haushaltsprozess im amerikanischen Kongress unterstützen.
CPI (Consumer Price Index)	Inflationsindex für die städtische US-amerikanische Bevölkerung
CNY	Renminbi Yuan/Währung der Volksrepublik China
Common Prosperity	Gemeinsamer Wohlstand
Developed Markets (DM)	Märkte der Industrieländer
Diametral	Völlig entgegengesetzt

Disinflation	Unter einer Disinflation oder Desinflation versteht man eine Verringerung des Preisniveaustiegs, das bedeutet die Geschwindigkeit von Preissteigerungen nimmt ab. Disinflation bezeichnet somit eine Verminderung der Inflation, jedoch nicht ein Sinken des Preisniveaus (Deflation).
Diversifikation	Unter Diversifikation versteht man die Verteilung von Risiken auf mehrere Risikoträger mit möglichst geringem Gleichlauf untereinander. In einem Portfolio wird im Zuge dessen das Vermögen auf unterschiedliche Investments und Anlageklassen wie z. B. Anleihen, Aktien, Währungen, Immobilien, Edelmetalle und Alternative Investments verteilt.
Dividende	Gewinnausschüttung eines Unternehmens an seine Anteilseigner:
Duration	Duration ist die durchschnittliche Kapitalbindungsdauer einer Geldanlage in einem festverzinslichen Wertpapier.
Economic and Social Research Institute	Das Economic and Social Research Institute (ESRI) ist ein irisches Forschungsinstitut, das 1960 gegründet wurde, um evidenzbasierte Forschung bereitzustellen, die zur Information der öffentlichen politischen Debatte und Entscheidungsfindung verwendet wird.
Emerging Markets	Aufstrebende Märkte der Schwellenländer
ETFs	Exchange Traded Funds (ETFs) ist eine andere Bezeichnung für börsen-gehandelte Indexfonds.
Euroraum/ Eurozone	Umfasst die 19 Staaten der EU, in denen der Euro gesetzliches Zahlungsmittel ist. Hierzu gehören: Belgien, Deutschland, Estland, Finnland, Frankreich, Griechenland, Irland, Italien, Lettland, Litauen, Luxemburg, Malta, Niederlande, Österreich, Portugal, Slowakei, Slowenien, Spanien und Zypern.
Eurostat	Das Statistische Amt der Europäischen Union, kurz Eurostat oder ESTAT, ist die Verwaltungseinheit der Europäischen Union (EU) zur Erstellung amtlicher europäischer Statistiken und hat ihren Sitz in Luxemburg.
Exposure	Engagement einer Anlage, d.h. das Risiko (Chance) eines Kursverlusts (-gewinns)
FRED	FRED steht für „Federal Reserve Economic Data“ und ist ein Angebot der Federal Reserve Bank of St. Louis. FRED ermöglicht den Zugriff auf ökonomische Zeitreihendaten nationaler, internationaler, öffentlicher und privater Quellen insbesondere für die USA.
Forward (fwd.) EPS	Geschätzter Gewinn je Aktie
Forward (fwd.) PE	Geschätztes KGV
Future	Ein standardisierter Vertrag mit einer Gegenpartei, ein Wertpapier in der Zukunft zu einem heute definierten Preis zu kaufen/verkaufen
GDP	Gross domestic product = Bruttoinlandsprodukt
Geldpolitik	Alle wirtschaftspolitischen Maßnahmen, die eine Zentralbank ergreift, um ihre Ziele zu verwirklichen.
General Administration of Customs of the People's Republic of China (GACC)	Die Allgemeine Zollverwaltung der Volksrepublik China (GACC) – auch bekannt als Chinesischer Zoll – ist eine Verwaltungsbehörde auf Ministeriumsebene, die dem Staatsrat der Volksrepublik China untersteht. Sie ist für die Erhebung von Mehrwertsteuern Zöllen, Verbrauchsteuern und anderen indirekten Steuern wie Fluggaststeuern, Klimaänderungs-abgaben, Versicherungssteuern, Deponiesteuern und Zuschlagstoff-abgaben zuständig.

Goldilock Szenario	Das Goldlöckchen-Szenario beschreibt in der Welt der Wirtschaft die perfekte Mitte. Das Wachstum der Weltwirtschaft ist weder zu hoch noch zu niedrig. Es liegt leicht oberhalb des langjährigen Durchschnitts. Auch die Inflation ist gering.
Harte Landung	Eine harte Landung bezieht sich auf eine deutliche Konjunkturabschwächung oder einen Abschwung nach einer Phase schnellen Wachstums. Die Metapher wird für hochfliegende Volkswirtschaften verwendet, die auf eine plötzliche, scharfe Kontrolle ihres Wachstums stoßen, wie z. B. eine geldpolitische Intervention, die die Inflation eindämmen soll.
International Monetary Fund	Internationaler Währungsfonds
International Energy Agency (IEA)	Die internationale Energieagentur ist eine Kooperationsplattform im Bereich der Erforschung, Entwicklung, Markteinführung und Anwendung von Energietechnologien. Außerdem verfügt die Agentur über strategische Ölreserven, mit denen sie in den Ölmarkt eingreifen kann.
Incentive	Anreiz
Industrieländer	Als Industrieland bezeichnet man technisch und wirtschaftlich hoch entwickelte Staaten (Länder) mit einer bedeutenden industriellen Produktion. In ihnen besteht eine durch hochspezialisierte Arbeitsteilung gekennzeichnete Industriegesellschaft.
IWF	Internationaler Währungsfond. Sonderorganisation der Vereinten Nationen, die Kredite an Länder ohne ausreichende Währungsreserven vergibt, und die die Zusammenarbeit in der Währungspolitik, die Wechselkursstabilität und den Welthandel fördert.
Keine Landung	Die Wirtschaft wächst einfach weiter, während die Arbeitslosenquote relativ niedrig bleibt und die Inflation sich abkühlt, sich dem Ziel von zwei Prozent nähert und dortbleibt.
Kerninflationsrate	Schließt die Preise für Lebensmittel und den Energiesektor aus der Berechnung aus, da diese in stärkerem Maße Schwankungen unterworfen sind, deren Ursachen nicht innerhalb der betrachteten Volkswirtschaft zu finden sind.
KGV	Kurs-Gewinn-Verhältnis; bei Aktien: Kurs dividiert durch Gewinn pro Aktie; bei Aktienindizes: Marktkapitalisierung der Aktien im Index dividiert durch die Summe der Unternehmensgewinne.
Korrelation	Statistische Kennzahl, die die Abhängigkeit zweier Zufallsvariablen misst.
Leitzinsen	Die Leitzinsen sind von Zentral- bzw. Notenbanken festgelegte Zinssätze, zu denen sich Geschäftsbanken von diesen Geld leihen oder überschüssige Reserven anlegen können.
Liquidität	Wird in drei Zusammenhängen benutzt: Der von Zentralbanken dem Finanzsystem zur Verfügung gestellten zusätzlichen liquiden Mittel, der Möglichkeit, Vermögenswerte schnell und in großem Umfang liquidieren zu können oder liquide Anlage in einem Vermögen.
MSCI AC World Index	Aktienindex, der Unternehmen aus 23 Industrie- und 23 Entwicklungsländern enthält.
MSCI AP ex Japan Index	Aktienindex, der große und mittelgroße notierte Unternehmen Asiens und Ozeaniens außerhalb Japans abbildet.
MSCI Emerging Markets Index	Aktienindex, der große und mittelgroße notierte Unternehmen der Entwicklungsländer abbildet.
MSCI Europe Index	Aktienindex, der große und mittelgroße notierte Unternehmen aus den entwickelten Aktienmärkten Europas abbildet.

MSCI USA Index	Aktienindex, der große und mittelgroße notierte Unternehmen der USA abbildet.
Multiple	Multiplikator; finanzieller Quotient zur Analyse von Aktien (z. B. KGV)
NATO – North Atlantic Treaty Organization	Die NATO ist ein Verteidigungsbündnis von 30 europäischen und nord-amerikanischen Mitgliedstaaten, das dem gemeinsamen Schutz der eigenen Territorien dient und darüber hinaus das Ziel weltweiter politischer Sicherheit und Stabilität verfolgt.
OPEC – Organisation erdölexportierender Länder	Organisation zur Festlegung von Förderquoten für die einzelnen Mitglieder und zur Absicherung der Erdölproduktion.
OTC	OTC steht für „over the counter“ und bedeutet außerbörslicher Handel. Finanztransaktionen zwischen Marktteilnehmern werden bilateral und nicht über eine Börse abgewickelt.
Outperformance	Bessere Wertentwicklung als eine Vergleichsgröße.
Performance	Wertentwicklung
Pew Research Center	Das Pew Research Center ist ein nichtstaatliches Meinungsforschungsinstitut mit Sitz in Washington.
People’s Bank of China (PBoC)	Notenbank der Volksrepublik China
Prognose	Eine Prognose stellt eine Aussage über zukünftige Entwicklungen dar. Sie ist in der Regel verbunden mit der Vorstellung eines kausalen Zusammenhangs zwischen Zukunft und Vergangenheit. Im Finanzbereich werden häufig Punktprognosen zu zukünftigen Kursentwicklungen getroffen (z. B. Indexstand DAX in einem Jahr). In einzelnen Fällen werden Prognosen in Form eines Intervalls formuliert. Entscheidend in diesem Zusammenhang ist, dass sich die Prognose auf das Ereignis selbst (z. B. der Kursentwicklung des DAX) bezieht. Zur Erstellung von Prognosen können qualitative, quantitative (auch statistische) Techniken genutzt werden.
Prosperität	Unter Prosperität (lateinisch prosperare = gedeihen) versteht man in den Wirtschaftswissenschaften eine Konjunkturphase oder einen Zustand, der durch Wirtschaftswachstum und den damit einhergehenden Wohlstand der Wirtschaftssubjekte gekennzeichnet ist. Das Gegenteil der Prosperität ist Krise, Depression oder Austerität.
Rallye	Umgangssprachlich für eine Phase schnell steigender Kurse
Rendite	Die Rendite ist eine Kennzahl zur Verdeutlichung des Erfolges einer Kapitalanlage. Sie gibt den Ertrag einer Vermögensanlage üblicherweise für ein Jahr wieder und wird in Prozent ausgedrückt.
RMB	Renminbi Yuan. Seit 1945 lautet die offizielle Bezeichnung für die Währung Chinas Renminbi (RMB). Der internationale ISO-Währungscode für Renminbi jedoch lautet CNY. Dieser wird beispielsweise beim internationalen Zahlungsverkehr verwendet.
S&P 500	Marktkapitalisierungsgewichteter Index, der die 500 führenden notierten Unternehmen der USA abbildet.
Sanfte Landung	Als sanfte Landung (auch: soft landing) wird in der Wirtschaft ein mögliches Folgeszenario auf eine konjunkturelle Boom-Phase bezeichnet. Hierbei schwächt sich die Wachstumsrate ab, wird jedoch nicht negativ, es gibt weder signifikante Gewinneinbrüche auf Unternehmerseite noch Entlassungen.

Schwellenländer	Als Schwellenländer werden die Länder angesehen, die zum Zeitpunkt der Anlage seitens des Fonds vom Internationalen Währungsfonds, der Weltbank, der International Finance Corporation (IFC) oder einer der großen international tätigen Investmentbanken als nicht entwickelte Industrieländer betrachtet werden.
STOXX 600	Aktienindex europäischer Unternehmen aus dem Large-, Mid- und Small-Cap-Segment
Terminal Rate	Aus den Geldmarkt-Futures abgeleiteter maximaler Zinssatz.
TOPIX	TOPIX steht für Tokyo Stock Price Index und ist neben dem Nikkei 225 ein Kursindex der Tokioter Börse.
Total Return	Der Total Return ist eine Renditekennzahl, mit deren Hilfe sowohl Renditen für Kapitalanlagen als Einzelinvestment als auch Renditen für ganze Portfolios berechnet werden können.
Trade Weighted US Dollar Index	Der Trade Weighted US Dollar Index ist eine Kennzahl, die den Wert des US-Dollars im Vergleich zu einem Währungskorb aus 26 verschiedenen Währungen misst. Dieser Index wird von der US-Notenbank (FED) berechnet und stellt den handelsgewichteten Durchschnitt dieser Währungen dar.
Trading	Handel
US-Treasuries	US-amerikanische Staatsanleihen
Volatilität	Standardabweichung einer Kursveränderung vom Mittelwert der Kursveränderungen in einem Zeitintervall; gibt die Schwankungsintensität eines Wertpapiers an und wird daher als Kerngröße für das Risiko verwendet.
Wild Card	Als Wild Card werden unerwartete Ereignisse bezeichnet, die eine geringe Wahrscheinlichkeit haben, deren Eintreten jedoch starke Veränderungen nach sich zieht.
World Gold Council	Der World Gold Council ist eine globale Lobby-Organisation der Goldbergbauindustrie. Ziel der Organisation ist es, die Goldnachfrage zu stimulieren und zu erhalten. Die Organisation hat ihren Sitz in London. Die Organisation wurde im Jahr 1987 von Goldbergbauunternehmen gegründet.
Worst Case	Im schlimmsten Fall
Y	Year – Jahr
YTD	Year to date – Im Jahresvergleich
Zillow	Zillow Group, Inc. oder einfach Zillow ist ein US-amerikanisches Unternehmen mit Hauptsitz in Seattle. Zillow ist der führende Online-Immobilienmarktplatz in den Vereinigten Staaten. Über die verschiedenen Webseiten von Zillow, darunter der Hauptwebsite Zillow.com, können User und Entwickler Immobilien kaufen, mieten und verkaufen. Zillow erstellt auch regelmäßig Berichte über lokale Immobilienmärkte und führt eine Datenbank, welche über 100 Millionen Immobilien in den Vereinigten Staaten erhält.

Rechtliche Hinweise

Prognosen und Werturteile

Die in diesem Dokument wiedergegebenen Meinungen des Verfassers/der Verfasser sowie Dritter stellen nicht notwendig die Meinung der Deutsche Oppenheim Family Office AG dar. Die in diesem Dokument zum Ausdruck gebrachten Meinungen sind Einschätzungen aufgrund der jeweils aktuellen Informationen und können sich ändern, ohne dass dies zuvor oder später bekannt gemacht wird.

Kein Angebot zum Erwerb von Finanzinstrumenten, keine Anlageberatung

Dieses Dokument dient lediglich zu Informationszwecken und stellt weder ein Angebot zum Erwerb von Finanzinstrumenten noch eine Aufforderung zur Abgabe eines solchen Angebots dar. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stellen weder eine Anlageberatung noch eine sonstige Wertpapierdienstleistung dar. Diese Informationen können eine auf die persönlichen Kenntnisse und Erfahrungen, Anlageziele und finanziellen Verhältnisse des Anlegers zugeschnittene Aufklärung über die mit Finanzinstrumenten und Anlagestrategien verbundenen Risiken und Beratung nicht ersetzen.

Steuerliche Hinweise

Die steuerliche Behandlung eines Finanzinstruments hängt von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Anlegers ab und kann künftig Änderungen unterworfen sein.

Weitere Hinweise zu den in diesem Dokument enthaltenen Aussagen zur Wertentwicklung eines Finanzinstruments, eines Finanzindex oder einer Wertpapierdienstleistung

1. Bei Anlagen in anderen Währungen als Euro kann die Rendite infolge von Währungsschwankungen steigen oder fallen.
2. Falls nicht abweichend angegeben, wird auf die Bruttowertentwicklung ohne Berücksichtigung von Provisionen, Gebühren und anderen Entgelten Bezug genommen, die – je nach Haltedauer – zu einer geringeren Nettorendite führen.
3. Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind keine verlässlichen Indikatoren für die künftige Wertentwicklung.

Urheberrechtsschutz

Der Inhalt dieses Dokuments ist urheberrechtlich geschützt. Die Vervielfältigung von Informationen oder Daten, insbesondere die Verwendung von Texten, Textteilen oder Bildmaterial, bedarf der vorherigen Zustimmung der Deutsche Oppenheim Family Office AG.

Nachhaltigkeit

Derzeit fehlt es an einheitlichen Kriterien und einem einheitlichen Marktstandard zur Bewertung und Einordnung von Finanzdienstleistungen und Finanzprodukten als nachhaltig. Dies kann dazu führen, dass verschiedene Anbieter die Nachhaltigkeit von Finanzdienstleistungen und Finanzprodukten unterschiedlich bewerten. Zudem gibt es aktuell neue Regulierungen zum Thema ESG (Environment = Umwelt, Social = Soziales, Governance = Unternehmensführung) und Sustainable Finance (nachhaltige Finanzwirtschaft), die noch konkretisiert werden müssen, sowie noch nicht finalisierte Regulierungsvorhaben, die dazu führen können, dass gegenwärtig als nachhaltig bezeichnete Finanzdienstleistungen und Finanzprodukte die künftigen gesetzlichen Anforderungen an die Qualifikation als nachhaltig nicht erfüllen.

DEUTSCHE OPPENHEIM
Family Office

Deutsche Oppenheim Family Office AG
Oppenheimstraße 11
50668 Köln
Telefon +49 221 57772 0
info@deutsche-oppenheim.de
www.deutsche-oppenheim.de