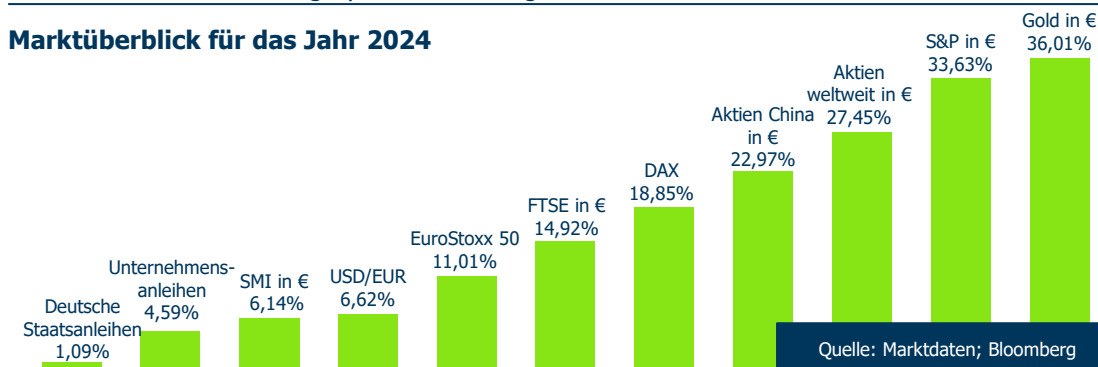


## 1. Überblick

Das 4. Quartal schloss das bis dahin schon sehr gute Börsenjahr 2024 als ein exzellentes ab. Die US-Wahl mit einem republikanischen Wahlsieg und Donald Trump als zukünftigen 47. Präsidenten, ließ die Märkte weiter steigen. Die wichtigste Veränderung der letzten zwölf Monate war aber die Normalisierung vieler wirtschaftlicher Variablen, insbesondere in Bezug auf Inflation und Wachstum. Diese Rückkehr machte den Weg zu einer Lockerung der Geldpolitik in den USA und Europa frei. Infolgedessen erzielten alle wichtigen Anlageklassen im Berichtszeitraum positive Renditen, allen voran Gold, dicht gefolgt von dem Nasdaq und dem S&P 500. Gleichzeitig sanken Zinsen, sowohl in den USA als auch in Europa. Die aktuellen Index-Bewertungen an den Märkten signalisieren über fast alle Assetklassen hinweg ein freundliches Konjunkturbild. Dieses von uns seit Mitte des Jahres 2024 beschriebene „Goldilocks - Szenario“ nutzte US-FED Chef Jerome Powell in der letzten Notenbanksitzung sehr smart, um im Dezember noch ein „Reset“ der Zinserwartungshaltung für das neue Jahr an den Märkten vorzunehmen. Mit einem „hawkishen FED cut“, der nur noch zwei Zinssenkungen, statt der erwarteten drei bis vier für das aktuelle Jahr vorsieht, nahm er deutlich Tempo aus der Zinssenkungsfantasie der Marktteilnehmer. Anstatt eine Dämpfung der Erwartungen im Januar zu lancieren, wo die Börsenuhren wieder „auf Null“ stehen und auch viele Risikobudgets von institutionellen Investoren neu befüllt werden, nutzte er geschickt den letzten Monat eines exzellenten Aktienbörsenjahres 2024, wobei der zu beobachtende Marktrückgang sehr im Rahmen blieb. So besteht nun für die Investoren eine bessere Möglichkeit sich auf neue Rahmenbedingungen eines flacheren Zinssenkungszyklus für das beginnende Jahr einzustellen.

### Marktüberblick für das Jahr 2024



Der positive Trend der US-Wirtschaft sollte auch unter Trump Bestand haben. Das „Goldilocks-Szenario“, welches eine Wirtschaft in der „Balance“ beschreibt, bleibt unser Hauptszenario. Die größte Gefahr geht zukünftig von steigenden Inflationsraten und der Bewertung am Aktienmarkt aus, welche die FED zu dem weiter oben beschriebenen Statement veranlasst hatte. Dazu trägt die neue Trump Administration bei, die mit der Ernennung von Scott Bessent zum US-Finanzminister auch seine „3-3-3“ Formel vorstellte. Der Konsens, dass die zweite Trump-Regierung nur die Defizite erhöhen wird, scheint die Interpretation der ersten Ankündigungen Trumps etwas sehr zu vereinfachen. Das Ziel der Formel lautet: ein Haushaltsdefizit von (nur noch) 3%, ein Wirtschaftswachstum von 3% und 3 Millionen mehr geförderte Barrel Öl pro Tag. Während in den USA damit eine radikale Wende zu libertären Prinzipien wie Deregulierung, schlanker Staat und weniger Fiskalpolitik einhergeht, agiert Europa in die entgegengesetzte Richtung. Weitere staatliche Interventionen und zunehmende Regulierung prägen hier das Bild. Unserer Ansicht nach erhöht sich der Druck auf Europa weiter. Allerdings sind die politischen Voraussetzungen für starke Veränderungen - besonders in den beiden größten europäischen Volkswirtschaften Deutschland und Frankreich - alles andere als erfolgsversprechend. In einer im Jahr 2025 weiter multipolaren Welt prägen aktive Industrie- und Fiskalpolitik die Wirtschaftsaktivitäten vieler Länder. Strategische Rückverlagerungen der Produktionsketten in die jeweiligen Heimatstaaten werden durch staatliche Ausgabenprogramme der USA, Europa und China unterstützt. Der Investitionszyklus der künstlichen Intelligenz (KI), die immer stärker Einzug in viele Sektoren erhält und für zusätzliche Profitabilität und Effizienz sorgt, setzt sich indes fort. So entwickeln sich US-Vermögenswerte und Vermögenswerte, die sich außerhalb der klassischen Kapitalmärkte befinden und damit sanktionsfrei sind (Gold, Bitcoin), weiter am besten. Wir halten Gold neben zukünftig verstärkter US-Investments für einen essentiellen Bestandteil unserer „Barbell-Strategie“, die auf ein ausgewogenes Risiko-Ertrags-Verhältnis in Form von zwei Segmenten abzielt: gleichgewichtete risikoreichere und risikoärmere Anlagen. Wir nutzen damit Chancen bei einem ausgeglichenen Risikoprofil. Bei festverzinslichen Wertpapieren sehen wir weiter in Anleihen mit sehr gutem Investment-Grade-Rating attraktive Renditen, besonders, wenn sie zusätzlich gute Neuemissionsprämien versprechen.



## 2. Unsere Einschätzungen im Überblick für 2025

**US-WAHLEN:** Donald Trump gewinnt die US-Wahl und wird der 47. Präsident der USA. Die Republikaner kontrollieren neben dem Kongress auch das Repräsentantenhaus und haben dadurch massive Gestaltungsmöglichkeiten. Dies bereitet den Boden für politische Veränderungen in den nächsten Jahren, aber knappe Führungspositionen und ideologische Parteilichkeit stellen den Gesetzgebungsprozess weiterhin vor Herausforderungen.

**WACHSTUM:** In den USA wird Donald Trump seine geplanten Steuersenkungen und Deregulierungen umsetzen, was möglicherweise einen positiven fiskalischen Impuls für das US-BIP zur Folge hätte. Trumps Zolldrohungen könnten ebenfalls umgesetzt werden, was im Inland Inflationsrisiken und anderswo Wachstumsrisiken birgt. Europa und China scheinen aufgrund ihrer Sensibilität gegenüber dem Welthandel am anfälligsten. Handelspolitische Vergeltungsmaßnahmen der US-Handelspartner könnten sich allerdings negativ auf das globale Wachstum auswirken und das BIP in den USA leicht bremsen. Wir gehen aber von mehr als 2% Wachstum in den USA für 2025 aus. Europa sollte bei etwa der Hälfte an BIP-Wachstum auslaufen (1 - 1,3%).

**GELDPOLITIK:** Eine lockerere Fiskalpolitik, Zölle, Deregulierung und die geopolitische Fragmentierung führen kurzfristig vermutlich zu höherem Inflationsdruck, welche die FED zu einer langsameren Normalisierung ihrer Geldpolitik zwingt. Jerome Powell bestätigte dies im Dezember und senkte die Zinserwartungen. In Europa könnte die zunehmende Unsicherheit in der Handelspolitik den Zeitplan der EZB für Zinssenkungen beschleunigen, da Handelsstörungen unserer Ansicht nach das Wachstum im Euroraum stärker belasten könnten.

**CHINA:** Der effektive Zollsatz auf US-Importe aus China könnte (nach Verhandlungen) um ca. 20% steigen. Wir gehen davon aus, dass die chinesischen Behörden ihren politischen Spielraum nutzen werden, um Wachstumsbremsen auszugleichen. Dies kann durch eine stärkere fiskalische Lockerung geschehen, um die Binnennachfrage anzukurbeln und Industriegüter aufzunehmen, die sonst exportiert worden wären. Das reale BIP-Wachstum könnte offiziell zwischen 4 - 5% liegen.

**US-AKTIEN:** Eine starke Gewinnprognose für Unternehmen, eine weitere Lockerung der Geldpolitik und eventuell niedrigere Körperschaftssteuersätze deuten auf weiteres Aufwärtspotenzial für US-Aktien hin. Allerdings spricht der hohe Anlegeroptimismus, eine im Verlauf wieder restriktiver umgesetzte Geldpolitik und die niedrigen Cashquoten der institutionellen Investoren für Vorsicht. Somit ist aktuell auf Sicht fahren und eine gewisse Risikoreduktion im Laufe des 1. Halbjahres bei hochbewerteten Titeln sinnvoll.

**EUROPA-AKTIEN:** Angesichts der zunehmenden Handelsunsicherheit in Bezug auf Zölle und der strukturellen und ertragsbezogenen Herausforderungen in der Region erwarten wir eine Underperformance europäischer Aktien. Dies könnte zu weiteren protektionistischen Maßnahmen und einer Neuausrichtung der Lieferketten und der Produktion führen. Allerdings bieten sich Opportunitäten aufgrund der Bewertung und einzelner Restrukturierungsfälle. Auch eine Bewegung im Ukraine-Krieg könnte besonders den europäischen Aktien Rückenwind verleihen.

**ZINSEN:** Die seit Ende 2022 zu beobachtenden inversen Zinsstrukturkurven haben sich nach dem im Sommer 2024 gestarteten geldpolitischen Richtungswechsel, angeführt von der EZB und der FED, sukzessive wieder normalisiert. Nach jeweils 100 Basispunkten an Zinssenkungen im Jahr 2024 sind für das Jahr 2025 unterschiedliche „Geschwindigkeiten“ in puncto weiterer Zinserleichterungen zu erwarten. Die EZB muss mehr machen, was europäische (Staats-) Anleihen stärker unterstützt. Im laufenden Jahr erwarten wir die Rendite für 10Y Bundesanleihen in einer Handelsspanne von 1,9% - 2,5%. Klassische Pfandbriefe und Anleihen mit expliziter und impliziter Staatsgarantie bleiben attraktiv.

**WÄHRUNGEN:** Starkes Schlussquartal des US-Dollars vs. Euro. Attraktive US-Zinsen, insbesondere im Vergleich zu Bundesanleihen, sprechen für weitere Mittelflüsse in diesen Währungsraum. Auf der anderen Seite könnte ein Wegfall der „Risikoprämie“ für den Euro aufgrund möglicher Friedensgespräche im Russland- / Ukraine Konflikt temporär die Einheitswährung beflügeln. In diesem Spannungsfeld erwarten wir im Jahresverlauf 2025 einen volatilen Seitwärtstrend zwischen 1,00 – 1,10 EUR/USD.

**GOLD:** Als systemfremder Vermögenswert sollte Gold weiter von nicht westlich orientierten Investoren gesucht werden. Auch die geopolitische Unsicherheit veranlasst Investoren weiter einen Anteil ihres Portfolios in Goldinvestments zu allokalieren. Der Anstieg sollte aber nicht mehr so dynamisch verlaufen wie in den letzten Jahren. Ein weniger dynamisch sinkender Leitzins in den USA und damit einhergehend ein vermutlich starker USD wirken auf den Goldpreis dämpfend.



### 3. Der Bericht vom Markt – Globale Sicht auf das Jahr 2025

Zu Beginn eines jeden Jahres machen wir uns Gedanken, welche Themen das Jahr bzw. die nächste Zeit besonders prägen und somit Auswirkungen auf zukünftige Kapitalströme haben könnten. Drei Aspekte halten wir für besonders wesentlich:

- eine multipolare Welt und strategische Rückverlagerungen,
- die Zinsnormalisierung und
- struktureller Wandel der Wirtschaft mit stärker werdendem Einfluss von Zukunftsbranchen

2024 war ein wichtiges Wahljahr, in dem etliche Amtsinhaber abgestraft wurden. In einigen Ländern haben neue Regierungen das Ruder übernommen, die den Auftrag politischer und wirtschaftlicher Veränderung haben. Besonders im Fokus steht die Trump 2.0 Administration, die, wie zuvor schon Javier Milei in Argentinien, eine ernstzunehmende Gegenbewegung zu dem staatlich unterstützten weltweiten Kapitalismus darstellen könnte. Die Grundsätze europäischer Wirtschaftspolitik spiegeln dieses Phänomen besonders stark wider, indem sie mit aktiver Industrie- und Fiskalpolitik eine zentrale Rolle bei der Steuerung von Konjunkturzyklen spielen.

Trumps Ernennung von Elon Musk und Vivek Ramaswamy für das neue Ministerium für Regierungseffizienz, sowie dem ehemaligen Macro-Hedgefonds-Manager Scott Besset als Finanzminister, lassen weitreichende Veränderungen und eine neue Herangehensweise erwarten. So könnte eine radikale Wende der US-Wirtschaftspolitik damit einher gehen, dass eine neue Ära mit libertären Prinzipien wie Deregulierung und einem schlanken Staat eingeläutet wird. Hinzu dürfte eine starke Konzentration auf die nationalen Themen Wirtschaft (Thema: Zölle) und Sicherheit (Thema: Migration), möglicherweise auch zulasten anderer Themen gehen. Dieses Vorgehen steht im konträren Gegensatz zu Europa, wo mehr staatliche Intervention als sinnvoll erachtet wird und der Staat immer stärker als Instanz und Entscheider in vielfältiger Art und Weise fungieren soll. Eine aufgeblähte Verwaltung mit teils ineffizienten Entscheidungswegen, sowie teilweise eine Entfremdung von den Bedürfnissen der Bürger und Unternehmen sind damit verbunden. Nobelpreisträger Friedrich August von Hayek beschrieb schon vor 80 Jahren in seinem Buch „Der Weg zur Knechtschaft“ genau dieses Phänomen der staatlichen Einflussnahme, die im Endstadium in einer Planwirtschaft münden könnte. Die Auswirkungen von derart politischen Einflussnahmen auf den Gleichgewichtspreis von Vermögenswerten war entsprechend bei zwei sich so unterscheidenden Herangehensweisen noch nie so groß wie heute und werden sich im Laufe des Jahres 2025 vermutlich weiter zeigen. Wir gehen davon aus, dass international die USA ihre Spitzenposition ausbauen sollte und sowohl Wachstum als auch damit verbundenes internationales Kapital weiter in Richtung USA fließen wird.

Eine weitere Entwicklung ist ein immer komplexeres und fragiles geopolitisches Umfeld. In diesem Zusammenhang neigen einzelne Länder immer stärker dazu, opportunistisch aus scheinbar großen Allianzen auszuscheren, um ihre nationalen Interessen zu wahren. Ausgangspunkt war neben der Konfrontation der USA mit China sicherlich der Einmarsch Russlands in die Ukraine im Februar 2022. Besonders strategisch wichtige Güter sind häufiger von Rückverlagerungstendenzen betroffen. Die Welt ist multipolar geworden und die Anzahl der Länder, die in zwischenstaatliche Konflikte verwickelt sind, nimmt entsprechend weiter zu. Dieses hat aus unserer Sicht vielfältige nachhaltige Konsequenzen. So spiegelt sich dieser Paradigmenwechsel zum Beispiel in weltweit steigenden Militärausgaben wider, die vermutlich zukünftig - so traurig wie es klingt - als nachhaltiges Investment für die Sicherheit eines jeden Landes betrachtet werden müssen. Auch die Gefahr von Unruhen und weiteren (kriegerischen) Auseinandersetzungen steigt und kann das Risiko von Angebotsschocks entsprechend strukturell erhöhen. Dieses gilt besonders für Sektoren und Produkte, die die nationale Sicherheit betreffen (z.B. der Technologie- oder Energiesektor). Solche Produkte und Waren können außenpolitisch als Waffe gegen konkurrierende Blöcke eingesetzt werden, auf die hohe Zölle oder sogar Exportverbote erlassen werden. Hierauf wird zukünftig bei Investments in Unternehmen verstärkt geachtet werden müssen. Ganze Märkte können politisch für Unternehmen wegfallen, oder nur über Zwischenhändler, bzw. blockfreie Länder versorgt werden. Die Globalisierung als Ganzes ist sicherlich damit nicht am Ende, aber der Welthandel wird komplizierter und sehr wahrscheinlich teurer, welches inflationäre Tendenzen zur Folge haben könnte.

Grundsätzlich kann das vergangene Jahr als ein Jahr der Normalisierung betrachtet werden, indem sich bei stabilem Wachstum die Inflation von den pandemiebedingten Höchstständen zurückbildete und sich geldpolitischer Spielraum für Zinssenkungen ergab. Wie groß dieses Ausmaß in 2025 sein wird, hängt im Wesentlichen von der weiteren Inflationsentwicklung ab. Ein treibender Faktor in



diesem Zusammenhang stellt die Entwicklung der Produktivität dar, die lange Zeit sank, nun aber durch die rasche Entwicklung besonders in der KI die Hoffnung nährt, wieder zulegen zu können.

Dies führt uns zu unserem Thema der Zukunftsbranchen. Diese sollten Volkswirtschaften grundlegend umgestalten. Ob es sich um „WASSER&UMWELT“ (Megathema: Dekarbonisierung)“, „GESUNDHEIT“ (Megathema: Demografie mit Alters- und Zivilisationserkrankungen)“ oder „DIGITALISIERUNG“ (mit den Megathemen: Big Data und KI) handelt, immer stärker beschleunigten sich im letzten Jahrzehnt die Innovationen und veränderten damit immer grundlegender unsere Lebens- und Arbeitsweise. Der Wettlauf der großen „US-Big-Player“ im Technologiebereich ist in vollem Gange und sie investieren riesige Summen in einen Innovationzyklus, der sich in den nächsten Jahren auch auszahlen muss. Diese Erwartungen sind sicher kein Selbstläufer und Vorsicht ist angesagt, da viel Positives derzeit schon in den Kursen der großen US-Unternehmen Berücksichtigung findet. Unbestritten dabei ist, dass es Fortschritte und Produktivitätsverbesserungen durch KI branchenübergreifend geben wird, wie weit diese gehen können und wie stark sich die Investitionen dann auch monetarisieren lassen, ist noch eine Unbekannte. Neben KI wird auch die Zukunftsbranche UMWELT in Form der Energiewende mit dem großen Ziel „Zero CO2 Emissionen“ weiter ein Thema sein. Kurzfristig ist dieses sicherlich aufgrund des starken Investitionsbedarfs und der hohen Zinsen aus Sicht des Kapitalmarktes ins Hintertreffen geraten, aber die Klimaveränderung wird uns weiterhin fortlaufend daran erinnern. Ähnliches sehen wir auch in der Zukunftsbranche GESUNDHEIT. So ist beispielsweise die Nachfrage und Auswirkung der Spritzen für Altersdiabetes in diesem frühen Stadium noch nicht umfassend abzuschätzen. Sie wird aber auf Sicht unser öffentliches Gesundheitswesen verändern, ähnlich wie die Ernährungsgewohnheiten oder das Freizeitverhalten. Besonders die entwickelten Gesellschaften, in denen Adipositas zu einer Volkskrankheit mit enormen Kosten für die Gemeinschaft geworden ist, dürften hiervon langfristig profitieren. Die kontinuierliche Entwicklung von KI-Technologien und der Übergang zu umweltfreundlicher Energie und die vielfältigen Verbesserungen im Gesundheitswesen haben maßgeblich zum Investitionswachstum beigetragen und könnten entsprechend auch den Beginn einer dringend benötigten Modernisierung des Kapitalstocks der US-Wirtschaft markieren. Der positive fiskalische Impuls in den USA lässt nun nach, aber Fiskalmaßnahmen wie der „Inflation Reduction Act“ und der „CHIPS and Science Act“ dürften in den kommenden Jahren weitere Steueranreize und branchenspezifische Zuschüsse sicherstellen.

Klar ist auch, dass sich solche massiven Transformationen auf die Anlagestrategie auswirken müssen, weswegen wir seit Jahren den zukunftsorientierten Ansatz in den Portfolios präferieren. Die Chancen, die sich aus strukturellen Veränderungen wie dem Vormarsch der KI ergeben und Volkswirtschaften und Branchen transformieren werden, scheinen uns sehr groß.

Das Jahr 2025 wird aus unserer Sicht eher ein Jahr des Kapitalerhalts sein, nach zwei Jahren eines starken Kapitalzuwachses. Entscheidend sollte sein, gezielter zu investieren und einzelne Unternehmen, anstatt ganze Regionen abzubilden. Einzelne Branchen / Sektoren wachsen rasant, während andere an Bedeutung verlieren. Mittel- und langfristig werden aus unserer Sicht besonders US-Unternehmen profitieren können, da man dort am kapitalmarktfreundlichsten aufgestellt ist und die Zukunftsthemen sich am schnellsten entwickeln und monetarisieren können. Europa tut sich weiter schwer. Der „Draghi-Plan“ über EUR 800 Mrd. Gemeinschaftsschulden der EU die Nachfrage zu steigern und Wirtschaftswachstum „zu erkaufen“, würde zwar Europa stärker zu einer Transferunion vereinen, aber weniger die verkrusteten Strukturen für seine Konkurrenzfähigkeit aufbrechen. Ob dieses politisch umsetzbar wird muss abgewartet werden. Bis dahin können in Europa einzelne defensive Sektoren aus Portfoliosicht interessant sein (Rüstung, Versicherung, Konsum) und vermutlich werden in diesem Jahr vermehrt taktische „Turnaround-Stories“ zu Tage treten, die durch Umstrukturierung neuen „Unternehmenswert“ freisetzen können.

## 4. Aktienmarkt

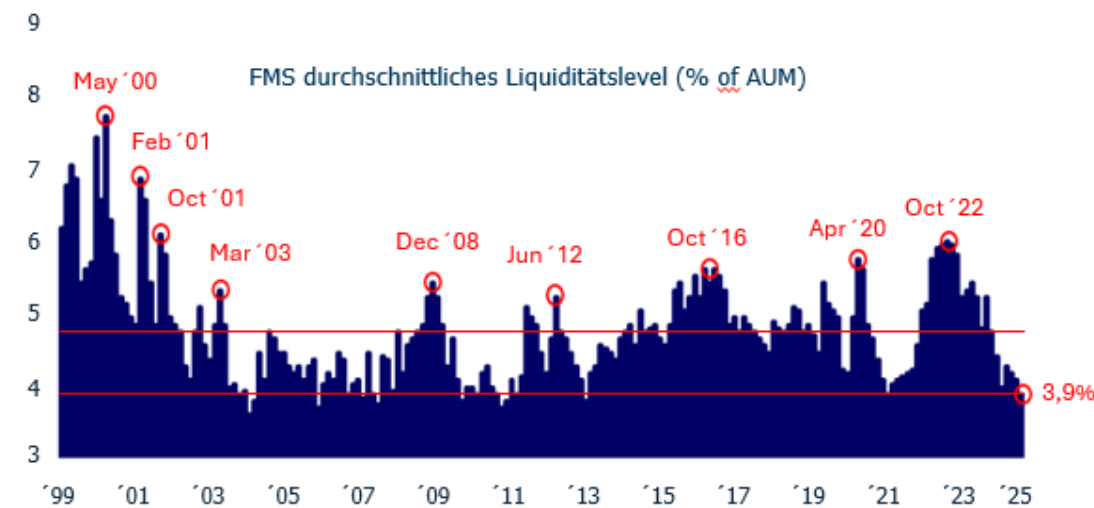
### 4.1 Kapitalerhalt anstatt unnötiger Risiken

Wir sehen weiter an den US-Märkten ein „Goldilocks-Szenario“, welches grundsätzlich für Aktieninvestments spricht. Tendenziell sinkende Zinsen, ein positives Wirtschaftswachstum (Erwartung > 2% BIP 2025) und eine zu beherrschende Inflation, sprechen für gute Rahmenbedingungen. Entsprechend gilt es kurzfristig in den thematischen Anlagen investiert zu bleiben und der Börsenregel „the trend is your friend“ zu folgen. Eine Dynamik, die wir seit einiger Zeit beobachten: Gewinnerwerte werden weiter gekauft und steigen entsprechend weiter. Allerdings

erscheint die Bewertung einiger US-Mega Caps in der Zwischenzeit recht hoch, welches auch die Outperformance des Jahrs 2024 erklärt. Selbst wenn man diese „Ausreißerwerte“ in der Marktbewertung außen vorlässt, notiert der gesamte US-Markt ca. 10% teurer als sein europäisches Pendant. Der Optimismus der Anleger geht in Richtung Euphorie und das Vertrauen der Anleger und das Risiko sind dann auch am höchsten. Wir sehen zwar weiterhin keine Rezessionswahrscheinlichkeit, aber die Inflation könnte anziehen, welche die Zinssenkungsfantasie negativ beeinträchtigen würde. Hinzu kommt die Unsicherheit mit Beginn der Trump 2.0 Regierung, die viele Unwägbarkeiten bereithält. Somit heißt es wachsam zu sein und im Laufe des ersten Halbjahres auch die Gewichtung in den zu hoch gelaufenen Titeln zu reduzieren.

Die aktuellen Bargeldbestände der Institutionellen Investoren (wie man der Grafik sieht) befinden sich auf Tiefständen. Sie sind also gut im Markt investiert und weitere Kurssteigerungen erscheinen unter dieser Ausgangslage schwierig. Ebenfalls zeigte uns der Dezember, wie auch große Teile des Jahres 2024, eine extreme Konzentration auf wenige Werte, die die Indizes nach oben zogen. Die Marktbreite war entsprechend sehr gering. Dies birgt die Gefahr einer Korrektur von 10 -15% in den US-Indizes. Wir könnten uns vorstellen, dass diese über die inzwischen hoch bewerteten und entsprechend auch konzentrierten Mega Cap Werte initiiert werden könnte.

#### Barbestände institutioneller Investoren



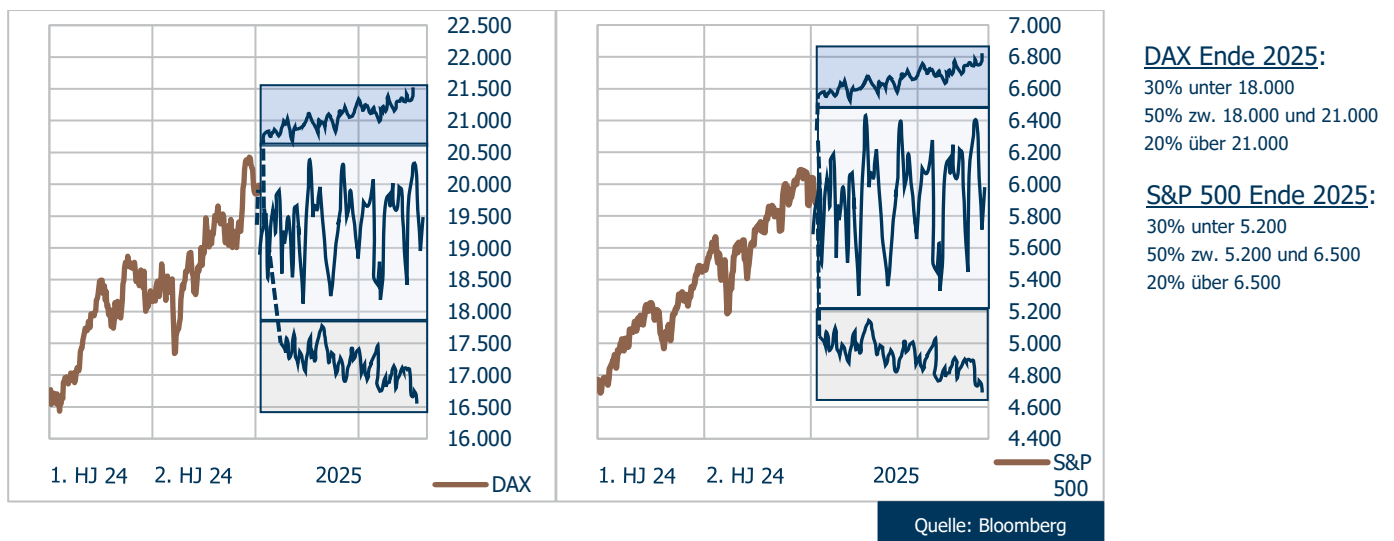
Quelle: BofA Securities; Bloomberg

Mittelfristig erscheinen uns dennoch die USA unter Wachstumsaspekten interessanter zu sein als Europa und wir sehen noch keine Anzeichen für ein Ende der US-Dominanz. Es gibt auch keine wirklichen Alternativen zu US-Wachstumswerten, so dass eine Korrektur durchaus zum Nachkauf genutzt werden sollte. Die technologischen Innovationszyklen dürften den US-Markt weiter unterstützen, viel Cashflow und mittelfristig überdurchschnittliches Wachstum generieren. Diese Überlegenheit wird unsere Ansicht vorerst anhalten und zur signifikanten Steigerung des Aktionärswertes führen. Ob es Cloud, Big Data oder generative KI sind, alle wichtigen Themen werden von US-Technologiegiganten geprägt. Auch die Gefahr einer politischen Zerschlagung dieser Tech-Konglomerate sehen wir unter Trump als etwas gemildert an, da er ein nationales Interesse an starken US-Unternehmen signalisiert hat. In Europa gibt es dagegen wenige dieser Mega Cap Unternehmen und strukturelle Nachteile (Politik, Regulation...) erschweren es den Top Unternehmen zusehends. Es gibt hier (leider) eine Tendenz der politischen Entscheidungsträger Regulierung über Innovation zu stellen, was besorgniserregend ist. Nichtsdestotrotz bietet Europa einige spannende Einzelunternehmen, die unter Bewertungsaspekten Vorteile ggü. ihren US-Titeln bieten. Auch wenn wir uns vorstellen können, dass die Outperformance der US-Technologieunternehmen bis auf weiteres bestehen bleibt, sollte Europa nicht gänzlich links liegen gelassen werden. Die aktuelle politische und wirtschaftliche Krise, gerade in Frankreich und Deutschland, bietet interessante Opportunitäten und Turnaround-/ Konsolidierungsgelegenheiten in verschiedenen Branchen und Einzelwerten. So wurde beispielsweise der VERSORGER-Sektor 2024 übermäßig abgestraft und könnte Erholungstendenzen aufweisen. Gleiches gilt für den INDUSTRIE-Sektor, der unter massiven Beeinträchtigungen durch hohe Energiekosten zu leiden hatte. Hier ergeben sich im Laufe des Jahres sicherlich taktische Opportunitäten. Die vorgezogene Bundestagswahl im Februar sehen wir nur bedingt als einen „Trigger“ für Investments in europäische oder deutsche Aktien an. Wir betrachten

die notwendigen radikalen Veränderungen wirtschaftlicher Art mit welcher Koalition auch immer als nicht stark genug, lassen uns aber gerne vom Gegenteil überraschen. Ein möglicher Waffenstillstand in der Ukraine in diesem Jahr könnte dagegen stärkeren Einfluss auf europäische Aktien haben. Hierfür sehen wir die Wahrscheinlichkeit deutlich erhöht, da auch Donald Trump starkes Interesse daran signalisiert hatte.

#### 4.2 Wie sieht unsere Erwartung für 2025 aus?

Unter den oben beschriebenen Rahmenbedingungen ist es ambitioniert, einen Blick auf mögliche Jahresindexendstände zu wagen. Wir könnten uns jedoch vorstellen, dass die nächsten Monate ein schwankungsreiches Umfeld für Aktien und Risiko-Assets bereithalten. Evtl. wird das erste Halbjahr den aktuellen Trend und die Dynamik noch eine Weile fortsetzen können. Gegen Jahresmitte muss neu kalibriert werden, wie sich die Ideen von Donald Trump auswirken könnten und ob sie für Unsicherheit oder eher für Klarheit an den (US-)Märkten sorgen werden. Ergänzend dazu könnte die FED einen doch restriktiveren geldpolitischen Weg einschlagen, was einen gewissen Gegenwind für Aktien bedeuten würde. Mit einer Wahrscheinlichkeit von 70% sehen wir einen DAX von nicht unter 18.000 Punkte zum Jahresende 2025. Einen deutlicheren Anstieg über 21.000 Punkte halten wir mit 20% für eher unwahrscheinlich. Eine ähnliche Wahrscheinlichkeitsverteilung sehen wir auch für den S&P 500, wobei er unter den günstigsten Annahmen (20% Wahrscheinlichkeit) mit einer deutlich höheren Wertsteigerung über 6.500 Punkten steigen könnte. Auf der reinen Indexebene werden die Möglichkeiten unserer Meinung nach begrenzt sein. Durch eine gute und geschickte Einzeltitel- und Branchenauswahl erwarten wir, dass die in den nächsten Monaten wahrscheinlich auftretenden stärkeren Schwankungen gut genutzt werden können und das Portfolio stabil durch die unsicheren Rahmenbedingungen geleitet werden kann.



## 5. Anleihenmarkt

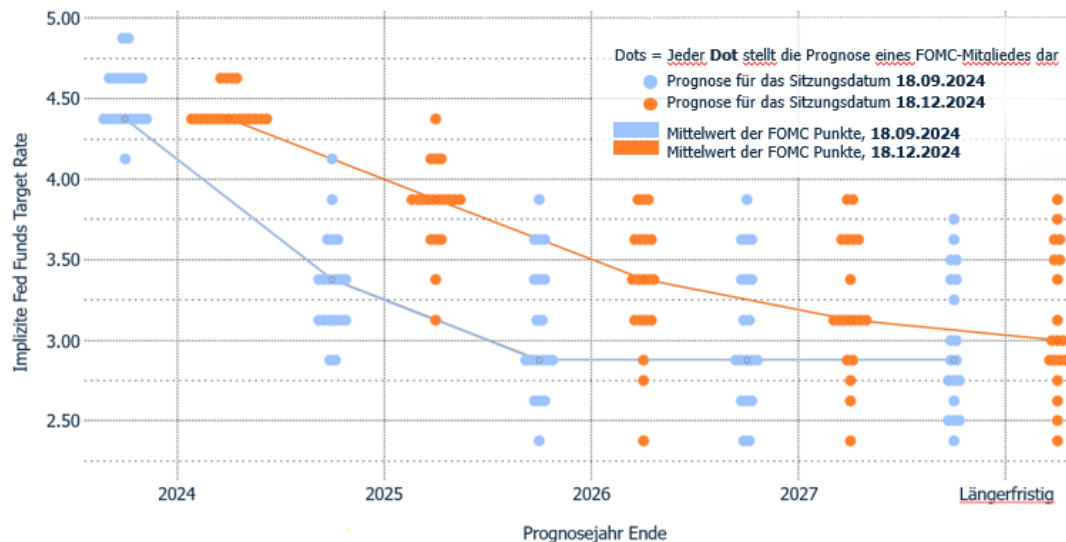
### 5.1 Normalisierung der Zinsstrukturkurven nach geldpolitischem Richtungswechsel

Das Jahr 2024 begann mit sehr gedämpftem Optimismus. Die Wahrscheinlichkeit für eine Rezession in den USA lag zumindest aus dem Zinsblickwinkel noch hoch. Die Zinskurve war invers, was in der Vergangenheit ohne Ausnahme zu einer Rezession geführt hatte. Die dann im Sommer eingeläutete geldpolitische Lockerung der EZB (10. Juni 2024) und der FED (17. September 2024) führte dazu, dass die Leitzinsen in den USA und in der Eurozone um jeweils 100 Basispunkte gesenkt wurden. Während die Zinsen am kurzen Ende sich kontinuierlich zurück bildeten, entwickelte sich das „lange Ende“ unter größeren Schwankungen eher seitwärts und zogen im Anschluss an die letzte FED-Sitzung im Dezember 2024 wieder deutlich an. Für das kommende Jahr wurden nur noch zwei weitere Zinssenkungen in Aussicht gestellt, die Erwartungen der Marktteilnehmer lagen zu diesem Zeitpunkt bei drei bis vier Senkungen á 0,25% Punkte für das Jahr 2025.

In Summe hat die FED ihren Zinspfad aufgrund der weiterhin etwas hartnäckigeren Inflation „abgeflacht“, bleibt aber bei ihren langfristigen Prognosen weiterhin bei einer „Terminal-Rate“ von

ca. 3%. Mit der angepassten Zinspolitik, die Jerome Powell im Dezember ankündigte, ist der Zinspfad der Fed flacher und gradueller als noch im September in Aussicht gestellt:

#### FED „Dot-Plots“



Quelle: Bloomberg

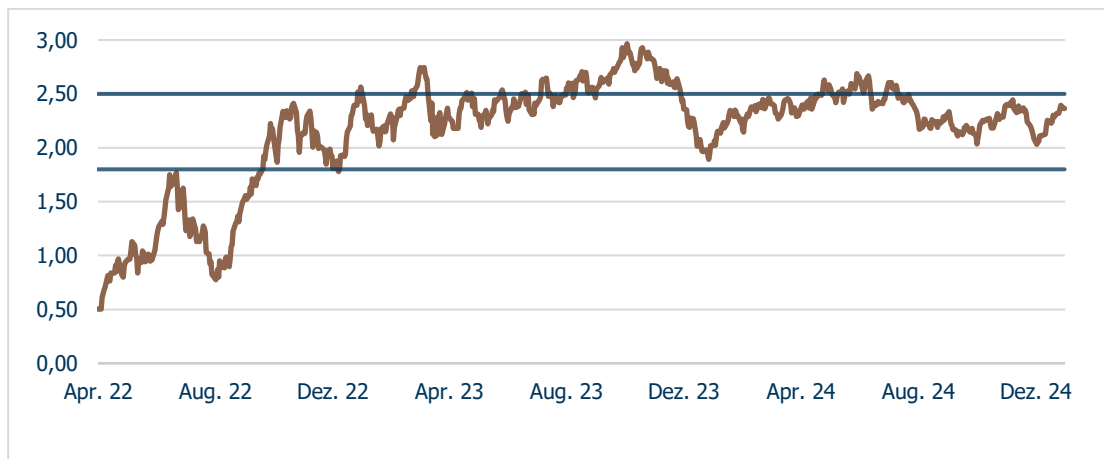
Die Rendite für 10-jährige US-Staatsanleihen beendete das Jahr bei 4,55% und damit deutlich höher als noch am Jahresanfang mit 3,88%. Die Rendite von Bundesanleihen gleicher Laufzeit stieg „nur“ um 0,35% Punkte auf 2,37%. Somit befinden sich beide Zinsstrukturkurven (Betrachtung 2Y minus 10Y Laufzeiten) nicht mehr in einer inversen Konstellation, sondern normalisierten sich sukzessive im Jahresverlauf. Anleihen mit längerer Laufzeit rentieren nun wieder höher als kürzere Laufzeiten. Viele Fundamentaldaten sehen auch für 2025 weiterhin günstig aus: 1. Die Arbeitsmärkte sind widerstandsfähiger als in der Vergangenheit auf beiden Seiten des Atlantiks; 2. gesunde Bilanzen dienen als Puffer gegen Abwärtsrisiken für Haushalte und Unternehmen. Es müssen keine vorangegangenen Übertreibungen, wie z.B. 2007, korrigiert werden; 3. die meisten Regierungen verstärken ihre Investitionen und 4. die Finanzinstitute sind größtenteils in guter Verfassung.

Die amerikanische Konjunktur könnte in den nächsten Jahren zusätzlichen Rückenwind durch neue Steuersenkungen und Deregulierungsinitiativen erhalten. Dies sollte aber höhere Fiskalausgaben zur Folge haben. Zusätzlich stehen im kommenden Jahr Fälligkeiten von US-Staatsanleihen in Höhe von 9,4 Billionen also 9.400! Milliarden US-Dollar zur Refinanzierung an. Das entspricht ca. 30% der gesamten ausstehenden Verbindlichkeiten der USA. Da die FED weiter ihre Bilanz verkürzt („Quantitative Tightening“), steht sie aktuell nicht als Käufer dieser Anleihen zur Verfügung. Ein reibungsloser Verlauf ohne Unterstützung durch die FED ist aktuell schwer vorstellbar. Ob die amerikanische Notenbank zusätzlichen geldpolitischen Spielraum zur Verfügung stellen kann, hängt im Wesentlichen von der Inflationsentwicklung ab, die durch die ungewisse Zoll- und Handelspolitik des zukünftigen US-Präsidenten noch schwieriger zu prognostizieren ist. All dies spricht für eine erhöhte Schwankungsbreite bei den US-Renditen im Jahresverlauf. Auch wenn das aktuelle Niveau von rund 4,5% für zehnjährige US-Treasuries bereits viel vorwegnimmt, sind „Unfälle“ bzw. Ausreißer auf 5% oder mehr nicht auszuschließen.

Da die EU-Zone, insbesondere Deutschland, im Vergleich zu den USA weniger dynamisch wächst und auch die Inflation vermutlich früher das Notenbankziel erreichen sollte, ist der Handlungsspielraum der EZB besser unterstützt. Der Zinspfad in der Eurozone sollte klarer nach unten gerichtet sein und dient als Stütze für europäische Staatsanleihen.

Für das Jahr 2025 erwarten wir die Rendite für zehnjährige Bundesanleihen in einer Handelsspanne von 1,9% - 2,5% (siehe Grafik). Eine aktive Steuerung der Portfolioduration innerhalb dieser Bandbreite sollte nach 2024 auch für das Jahr 2025 eine zusätzliche Einnahme- bzw. Performancequelle (Alpha) ermöglichen.

## Entwicklung der 10-jährigen Rendite Bundesanleihen



Quelle: Bloomberg

### 5.2 Unternehmensanleihen: Leichte Spreadausweitung aber positive Returns

Europäische Unternehmensanleihen guter Bonitäten (Investmentgrade) schlossen das Jahr 2024 mit einem Wertzuwachs von 4,74% („Bloomberg Euro-Aggregate Corporates Index“) positiv ab.

Solide Fundamentaldaten (geringe Ausfallraten, niedrige Spreadvolatilität, solide Zinsdeckungen) und starke ETF-Mittelzuflüsse stützten die positive Entwicklung. Die Suche nach Rendite in einem Umfeld mit begrenztem Systemrisiko ließ die Risikoprämien der Unternehmensanleihen auf historisch sehr niedrigen Niveaus verharren. So entwickelte sich der durchschnittliche Renditeaufschlag einer fünfjährigen BBB-Unternehmensanleihe („Markit iTraxx 5Y Main“) im Jahresverlauf 2024 in einer sehr engen Handelsspanne von 0,5% bis 0,65% Prozentpunkte und schloss das Jahr bei 0,58% nahezu unverändert ab. Von der Spreadperspektive aus bieten Unternehmensanleihen relativ gesehen wenig Potenzial. Da für viele Investoren aber die absolute Verzinsung eine größere Rolle spielt und im Zuge der Zinssenkungen Festgeldanlagen an Attraktivität einbüßen, bleiben Unternehmensanleihen auch 2025 gut unterstützt.

Im aktuellen Umfeld und aufgrund des bereits weit fortgeschrittenen Konjunkturzyklus behalten wir auch für das Jahr 2025 unsere Einschätzung bei, dass neben einem aktiven „Bondpicking“ Anleihen guter bis sehr guter Bonitäten zu bevorzugen sind. Klassische Pfandbriefe und Anleihen mit expliziter und impliziter Staatsgarantie erscheinen in diesem Kontext ebenfalls attraktiv.

## 6. Währungen

An den Devisenmärkten wertete die europäische Gemeinschaftswährung im abgelaufenen Jahr lediglich gegenüber dem US-Dollar (+6,6%) sowie dem Britischen Pfund (+4,8%) ab. Gegenüber allen anderen Währungspaaren der G10 Länder wertete der Euro leicht bzw. vs. Norwegische Krone (-4,8%) und dem Neuseeländischem Dollar (-5,6%) deutlich auf, so dass Investments in diesen Währungen in Euro betrachtet zu Verlusten führten. Der EUR/USD bewegte sich überwiegend in der von uns für 2024 erwarteten Spanne zwischen 1,05 – 1,15. Insbesondere im letzten Quartal 2024 legte der US-Dollar dann deutlich zu und beendete das Jahr bei 1,0354 EUR/USD.

Vieles spricht auch 2025 für einen festen US-Dollar. Die attraktiven US-Zinsen, insbesondere im Vergleich zu Bundesanleihen, sollten weiter für Mittelzuflüsse in diesen Währungsraum sorgen. Die robustere US-Wirtschaft und die Aussicht auf weniger Zinssenkungen seitens der FED wirken unterstützend.

Auf der anderen Seite ist die Marktpositionierung im „Greenback“ schon sehr hoch, was darauf hindeutet, dass viele positive Faktoren bereits im aktuellen Wechselkurs berücksichtigt sind. Auch könnte ein Wegfall der „Risikoprämie“ für den Euro im Falle von Waffenstillstands- bzw. Friedensgesprächen im Russland-/Ukrainekonflikt den US-Dollar vs. Euro temporär schwächen.

In diesem Spannungsfeld erwarten wir im Jahresverlauf 2025 einen volatilen Seitwärtstrend zwischen 1,00 – 1,10 EUR/USD.



## 7. Gold (systemfremder Vermögenswert)

Gold verzeichnete trotz der im Dezember stärkeren Volatilität einen der größten Jahresgewinne seit mehr als einem Jahrzehnt (+36%). Es hat sich einmal mehr als Absicherung gegen Marktschwankungen und geopolitische Unsicherheiten bewährt. Auch für das aktuelle Jahr sind wir positiv gestimmt. Der Anstieg sollte aber moderater ausfallen, da die FED in diesem Jahr weniger Zinssenkungen vornehmen dürfte und zudem mit einem starken USD das Jahr über zu rechnen sein sollte. Beides Faktoren, die dämpfend wirken dürften. Somit erscheinen uns Kurse pro Unze um USD 2.800 für das aktuelle Jahr realistisch.

Im Dezember wirkte der Wahlsieg des designierten Präsidenten Trumps negativ auf Zuflüsse in Gold-ETCs und das obwohl durchaus mit einem leichten Anstieg der US-Inflation aufgrund seiner politischen Vorhaben gerechnet werden konnte. Weiterhin bestehen zudem die bekannten geopolitische Risiken, die sich jederzeit erhöhen können. Auch die bisherigen Treiber des Goldpreises bleiben bestehen. So gibt es Marktteilnehmer (Länder, Regierungen), die Interessen an systemfremden Anlageklassen zeigen, um ihre Devisenüberschüsse sicher zu investieren. Auch die chinesische Zentralbank, die sich zwischenzeitlich zurückgezogen hatte, dürfte bald wieder als Käufer auftreten, ebenso andere Zentralbanken, die Gold als Möglichkeit der sanktionsfreien Geldaufbewahrung (nach dem Einfrieren russischer Vermögen in den USA aufgrund des Ukraine Krieges) betrachten. Das ansteigende US-Defizit dürfte ebenfalls wieder stärker in den Fokus rücken und könnte für Gold als Alternative sprechen. Für uns ist und bleibt Gold ein wichtiger Basisbestandteil eines diversifizierten Depots.

### Aktuelles zu Bitcoin

Bis zum heutigen Zeitpunkt haben wir uns nicht zum Bitcoin geäußert, da wir Kryptowährungen grundsätzlich in den Portfolien nicht einsetzen. Da der Bitcoin aber neben Gold als ein sanktionsfreier und systemfremder Vermögenswert gilt und genutzt wird, zudem im Berichtszeitraum die magische Grenze von USD 100.000 pro Bitcoin erreicht wurde, möchten wir Ihnen an dieser Stelle ganz wertneutral und nur zu Informationszwecken die Verteilung und die Bandbreite 2024 der ca. 21 Mio. Bitcoin auflisten:

9,5%	Kleinanleger, die weniger als 1 BTC besitzen
57%	Privatpersonen
17,6%	sind inzwischen verloren gegangen
6,6%	sind noch nicht geschürft / gefunden worden
5,2%	in der Satoshi Wallet, eine digitale Geldbörse zur Speicherung, Verwaltung und Nutzung
3,9%	ETF's
3,4%	Miners / Schürfer
2,7%	Regierungen

52-Wochen-Verlaufshoch: USD 106.407

52-Wochen-Verlaufstief: USD 39.200

Quelle: River; Bitcoin Treasuries; Bloomberg

### **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 Marktkommentar 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 Marktkommentars oder deren Inhalt. Änderungen des Marktkommentars oder dessen Inhalt bedürfen der ausdrücklichen Erlaubnis des Verfassers oder der Gesellschaft.*