

## Börsenmonitor Januar 2025



- **Die Aktienmärkte können auf ein erfreuliches Börsenjahr zurückblicken. Die Rahmenbedingungen für ein solides Aktienmarktjahr 2025 sind gegeben, jedoch dürften Umsetzungen möglicher Trump-Pläne für eine erhöhte Volatilität sorgen.**
- **Die robuste US-Konjunktur überraschte auch die Fed, die nun für 2025 weniger Zinssenkungen erwartet. Dagegen bleibt das Bild für die EZB unverändert, da die Konjunkturrisiken weiterhin hoch sind.**
- **Die Gewinnsituation der Unternehmen sollte sich weiter stabilisieren. Für die kommende Berichtssaison hängen die Erwartungen in den USA und Europa nicht mehr allzu hoch, was Spielraum für positive Überraschungen lässt.**
- **Das Fahrwasser am Rentenmarkt bleibt schwierig. Die zehnjährige US-Rendite bleibt im Fokus, und könnte bei radikalen Umsetzungen der Trump-Pläne auch zum Problem für risikoreiche Assetklassen werden.**

Die Aktienmärkte blicken auf ein erfreuliches Jahr 2024 zurück. Besonders die Gesamterträge im US-Leitindex S&P 500 beeindruckten mit einem Plus von 25%, das zweite Jahr in Folge auf einem sehr hohen Niveau (2023: +26%). Auch wenn die europäischen Aktienmärkte (STOXX 600: ca. 9%) auf aggregierter Basis mit der Performance des US-Marktes nicht mithalten konnten, lieferten sie insgesamt respektable Erträge. Die Wertentwicklung in Europa war jedoch auf nationaler Ebene stark unterschiedlich. So glänzte der deutsche Leitindex DAX mit einem Plus von 18,9%, während der französische CAC 40 (-3%) unter politischen Querelen (Neuwahlen und ein erfolgreiches Misstrauensvotum gegen die neue Regierung) litt. Auch die schwache Performance der Luxusgüterhersteller, die durch die wirtschaftliche Flaute in China belastet werden, haben belastet. Die technologische Vormachtstellung der US-Unternehmen spiegelte sich deutlich in der Ertragsentwicklung wider. Der Technologiesektor des S&P 500 erzielte eine Performance von +35,2%. Besonders das Mega-Thema Künstliche Intelligenz trieb die Halbleiterwerte massiv an. Der Halbleiter-Subindex des S&P 500 brillierte mit einer herausragenden Performance von +76%.

Diese Entwicklung wurde insbesondere vom Indexschwergewicht NVIDIA angetrieben, das mit einem Kursanstieg von +171% eine der besten Wertentwicklungen im gesamten Index verzeichnete. Der deutlich geringere Technologieanteil in den europäischen Indizes sowie die schwache Performance französischer Unternehmen erklären den Großteil des Performanceunterschieds zwischen den USA und Europa. Neben den eingeleiteten Zinssenkungszyklen der US-Notenbank und der EZB trug auch die US-Präsidentschaftswahl mit Donald Trump als Sieger erheblich zur positiven Marktentwicklung bei. Die Hoffnungen auf eine unternehmensfreundliche Politik (Deregulierung, Steuersenkungen) spiegeln sich schnell in den Kursen wider, während die Risiken (z. B. die mögliche Einführung von Importzöllen und daraus resultierende Handelskonflikte) bisher nur in begrenztem Umfang in bestimmten Sektoren berücksichtigt wurden. Für 2025 wird der Fokus der Investoren verstärkt auf den politischen Entscheidungen der USA liegen. Nach der Amtseinführung von Präsident Trump am 20. Januar dürfte er mit der Unterzeichnung mehrerer Exekutivorders signalisieren, welche Elemente seiner Agenda er kurzfristig umsetzen möchte. Die oftmals impulsive und emotionale Entscheidungsfindung des US-Präsidenten könnte jedoch für Unsicherheit und eine erhöhte Volatilität an den Aktienmärkten sorgen. Trotzdem sollten die positiven Faktoren weiterhin überwiegen. Besonders die Stabilisierung und das erwartete Wachstum der Unternehmensgewinne könnten eine stützende Wirkung auf die Aktienmärkte haben.

**Geldpolitik – Fed geht langsamer vor, EZB bleibt auf dem Zinspedal:** Ein entscheidender Faktor für die starke Entwicklung an den Aktienmärkten im Kalenderjahr 2024 war die eingeschlagene Zinswende der US-Notenbank. Am 19. Dezember senkte die Fed zum dritten Mal seit Anfang September ihren Leitzins um 0,25 Prozentpunkte und bewegt sich nun in einem Zinsband von 4,25% bis 4,50%. Wichtig war zudem die Veröffentlichung der aktualisierten Zinsprognosen („Dot

Plot“). Diese zeigen, dass für 2025 nur noch zwei Zinssenkungen geplant sind – zuvor waren es noch vier. Nach Auffassung der US-Währungshüter könnte der Leitzins Ende 2025 zwischen 3,75% und 4,25% liegen. Die Anpassungen beruhen auf höheren Wachstums- und Inflationsprognosen. Die Fed erwartet für das letzte Jahr ein Wirtschaftswachstum von 2,5% (zuvor 2,0%) und für 2025 von 2,1% (zuvor 2,0%). Gleichzeitig wird ein Anstieg der Verbraucherpreise auf 2,8% für 2024 (zuvor 2,6%) und 2,5% für 2025 (zuvor 2,1%) prognostiziert. Die Arbeitslosenquote wird voraussichtlich leicht auf 4,3% steigen und dort bis 2027 verharren. Insgesamt betonte Fed-Chef Powell, dass die US-Wirtschaft weiterhin robust sei, auch wenn die Inflation mit 2,7% noch über dem Ziel der Fed liegt. Künftige Entscheidungen sollen weiterhin datenabhängig getroffen werden. Angesichts der Stärke der US-Konjunktur erwarten wir für 2025 maximal zwei Zinssenkungen um jeweils 0,25 Prozentpunkte.

Der Pfad der EZB ist klarer vorgezeichnet. Die Inflationsraten im Euroraum hatten zwischenzeitlich das Ziel von 2% unterschritten. Zum Jahresende stieg die Rate jedoch aufgrund von Basiseffekten bei den Energiepreisen auf 2,4% an. Der wesentliche Unterschied zu den USA liegt in der schwachen Konjunktur der Währungsunion, die sich aufgrund negativer Frühindikatoren voraussichtlich noch bis zum Ende des Frühjahres fortsetzen wird. Die niedrige Kapazitätsauslastung in der Industrie (aktuell bei 76,8%, das niedrigste Niveau seit 2010, abgesehen von der Pandemiezeit) und der zu erwartende nachlassende Preisdruck im Dienstleistungssektor geben der EZB Spielraum für weitere Zinssenkungen. Der nächste Zinsschritt zur Sitzung Ende Januar scheint nach derzeitigem Stand sehr wahrscheinlich. Darüber hinaus könnte der Leitzins im weiteren Jahresverlauf um weitere zwei bis drei Schritte reduziert werden.

Während der Rückenwind seitens der US-Geldpolitik für die Aktienmärkte etwas nachlässt, bleibt die EZB auf ihrem expansiven Kurs. Andere Notenbanken, darunter

Großbritannien, Norwegen, Schweden und Kanada, setzen ihre Anpassungen in Richtung eines „neutralen“ Zinsniveaus fort. Somit dürfte der geldpolitische Rückenwind zwar etwas abnehmen, jedoch weiterhin einen unterstützenden Einfluss auf die Stimmung an den globalen Aktienmärkten haben.

**Q4-Berichtssaison – Die Messlatte wird erneut gesenkt:** Mitte des Monats beginnt in den USA die Berichtssaison für das vierte Quartal 2024. Nachdem die Unternehmen im S&P 500 ihre Gewinne im dritten Quartal um 9,1% gegenüber dem Vorjahr steigern konnten, wird für das vierte Quartal ein ähnliches Wachstum von 9,6% erwartet. Die Chancen stehen gut, dass der prognostizierte Wert erreicht oder sogar übertroffen wird. Seit Anfang Oktober wurden die Gewinnerwartungen für das vergangene Quartal von 12,8% auf den aktuellen Wert deutlich reduziert, wodurch die Hürde niedriger liegt. Mit Ausnahme der Rohstoffsektoren (Energy: -27%; Materials: -0,2%) wird in allen anderen Branchen ein Gewinnwachstum erwartet. Angeführt wird die Liste erneut von den Sektoren Technologie (+15,3%) und Kommunikation (+22,6%), zu denen Unternehmen wie Alphabet und Amazon gehören. Zweistellige Wachstumsraten werden außerdem bei Finanzwerten (+17,5%), im Gesundheitswesen (+12,8%) sowie im zyklischen Konsum (+12,9%) erwartet. In Europa fallen die Gewinnerwartungen für den STOXX 600 mit 2,4% deutlich zurückhaltender aus. Positiv ist jedoch, dass erstmals seit sechs Quartalen auch ein Umsatzwachstum von +2,5% für europäische Unternehmen prognostiziert wird. Hier wurden die Gewinnerwartungen – von ursprünglich über 9 % zu Beginn des vierten Quartals – deutlich nach unten korrigiert. Damit könnten europäische Unternehmen auf aggregierter Basis die Erwartungen ebenfalls übertreffen. Besonders stark zeigt sich die Konjunkturflaute im zyklischen Konsum, zu dem beispielsweise der Automobilsektor gehört, wo ein Gewinnrückgang von knapp 27% im Vergleich zum Vorjahr erwartet wird. Im Gegensatz dazu dürfte der Industriesektor mit einem Ertragswachstum von

20% im vierten Quartal positiv überraschen. Der europäische Aktienmarkt profitiert derzeit von der Hoffnung auf eine baldige konjunkturelle Erholung sowie von einem vergleichsweise günstigen Bewertungsniveau (2025er KGV: STOXX 600 bei 13,9 und DAX 40 bei 14,6 im Vergleich zu S&P 500 bei 22,4). Die deutlich höhere Bewertung des US-Marktes, gibt den Unternehmen keinen Spielraum für Enttäuschung in der Berichtssaison. Diese sollten bei den Einzeltiteln entsprechend überproportional stark abgestraft werden.

**Rentenmärkte – 10jährige US-Rendite ist das neue Risikobarometer:** Während die Aktienmärkte seit den US-Präsidentchaftswahlen deutliche Kurssteigerungen verzeichnen konnten, wachsen die Sorgen der Marktteilnehmer am Rentenmarkt zusehends. Einerseits wird befürchtet, dass US-Präsident Trump mit seiner Fiskalpolitik, die signifikante Steuersenkungen vorsieht, den ohnehin hohen Schuldenberg der USA weiter anwachsen lassen könnte. Andererseits gibt es Befürchtungen, dass die häufig großspurig angekündigten Importzölle preistreibend wirken könnten. Trotz der Zinssenkungen der Federal Reserve um insgesamt 100 Basispunkte seit Mitte September stieg die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen von ihrem Jahrestief 2024 bei 3,6% auf mittlerweile fast 4,7%. Die ersten Tage nach der Vereidigung von Präsident Trump am 20. Januar könnten erste Hinweise darauf geben, wie sich die neue US-Administration tatsächlich positionieren wird. Sollte Trump seine Drohungen bezüglich Importzöllen durch Exekutivorders umsetzen, könnte dies kurzfristig zusätzlichen Aufwärtsdruck auf die Renditen ausüben. Ein Anstieg der Renditen in Richtung der 5%-Marke würde zu Lasten von „risikoreichen“ Anlageklassen wie Aktien oder High-Yield-Anleihen gehen. Während bei kurzlaufenden US-Staatsanleihen (aktuelle Rendite zweijähriger Treasuries: 4,3%) im Jahresverlauf Potential für fallende Renditen durch weitere Zinssenkungen besteht, dürfte das lange Ende der Zinskurve stark von der Fiskalpolitik geprägt bleiben und vorerst oberhalb der Marke von 4,5% verharren. Ähnlich verhält

es sich bei der Zinskurve im Euroraum: Kurzlaufende Anleihen mit einer Laufzeit von bis zu fünf Jahren sind aufgrund der erwarteten Zinssenkungen zu bevorzugen. Die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen dürfte sich jedoch nur bedingt vom US-Marktgeschehen abkoppeln, sodass das aktuelle Niveau von 2,5% auch mittelfristig Bestand haben könnte.

**Fazit – Trump wird für Volatilität sorgen:** Der Fokus an den Finanzmärkten richtet sich eindeutig auf die Fiskalpläne des US-Präsidenten. Umso mehr werden die ersten Schritte nach der Vereidigung am 20. Januar von den Marktteilnehmern genau unter die Lupe genommen. Die Einführung neuer Importzölle kann der US-Präsident per Exekutiv-Order in die Wege leiten. Eine radikale Umsetzung seiner im Wahlkampf versprochenen Vorhaben würde sich negativ auf die Aktien- und Rentenmärkte auswirken und der US-Notenbank die Inflationsbekämpfung erschweren. Eine weniger drastische Anhebung der Zölle könnte hingegen positiv aufgenommen werden. Das impulsive und emotionale Vorgehen des US-Präsidenten dürfte vor allem in der Anfangszeit der neuen Administration für erhöhte Volatilität sorgen. Besonders die zehnjährige Rendite wird zunehmend im Fokus der Marktteilnehmer stehen und als neues Risikobarometer für risikoreiche Assetklassen dienen. Mittelfristig gestalten sich die Rahmenbedingungen für die Aktienmärkte jedoch solide. Sobald sich die Marktteilnehmer an den Stil der neuen US-Administration gewöhnt haben, dürften die Fundamentaldaten wieder stärker in den Fokus rücken. Die Gewinnsituation der Unternehmen verbessert sich zunehmend, und auch in Europa sind Fortschritte zu erwarten. Hoffnungen auf das Ende der Konjunkturflaute in Europa und China könnten sich im Jahresverlauf verstärken. Der Rückenwind durch die globalen Zentralbanken lässt nur bedingt nach, und auch die Aktienmarktbewertungen außerhalb der USA bewegen sich derzeit auf eher moderaten Niveaus.

*FIDUKA, 8. Januar 2025*