

Jahresbericht

2024
2025



HELLERICH



HELLERICH

Rückblick auf die Märkte

- 4** Zwischen Angst und Hoffnung – 2024 im Rückblick

Rückblick auf unsere Anlagestrategien

- 12** Vermögensverwaltung Ausgewogen und Dynamisch
- 15** Fonds-Vermögensverwaltung Ausgewogen und Dynamisch

Rückblick auf unsere Investmentfonds

- 18** HELLERICH Global Flexibel
- 21** HELLERICH Sachwertaktien

Wirtschaft und Politik Global

- 24** Verhaltene Aussichten – aber Chancen durch Wandel
- 26** Zinsnormalisierung – Motor für die Konjunktur?
- 30** Standortreform oder Konjunkturprogramm – Was bringt die Trendwende?
- 36** Ausblick 2025

Journalbeiträge

- 38** Land der unbegrenzten Möglichkeiten, US-Präsident Trump – quo vadis ...?
- 44** Bleibt Größe dauerhaft großartig? Verzerrte Strukturen an den Aktienmärkten



Zwischen Angst und Hoffnung – 2024 im Rückblick

Hoffnung auf Zinssenkungen

Beim Blick auf die positive Börsenentwicklung kann schnell in Vergessenheit geraten, unter welchen Vorzeichen das Jahr 2024 gestartet war. Elf Leitzinsanhebungen auf 5,5 Prozent in den USA, um die hohe Inflation zu bekämpfen, ließen zunächst nichts Gutes erwarten. Die übergeordnete Frage war, ob es der größten Wirtschaft der Welt gelingen würde, eine Rezession zu vermeiden. Aber auch in den anderen wichtigen Wirtschaftsregionen waren die Vorzeichen alles andere als günstig. Die einstige Wachstumslokomotive China war nach wie vor mit ihrer hemmenden Immobilienkrise beschäftigt und Europa wies bis auf wenige Ausnahmen rezessive Tendenzen auf. Das galt für Deutschland als größte Volkswirtschaft in Europa genauso wie für Großbritannien als zweitgrößte. Die Welt hatte weiter mit hoher Inflation zu kämpfen, was die Kaufkraft deutlich minderte. Negativ wogen zudem die politischen Veränderungen und Unsicherheiten, strukturelle Probleme der europäischen Volkswirtschaften sowie die Geopolitik mit den nicht enden wollenden Kriegen und der Gefahr weiterer Eskalation. Die Hoffnungen lagen in der anstehenden Zinswende, die sich durch eine Trendumkehr bei der Inflation abzeichnete und die Konjunktur stärken sowie die Kaufkraft erhöhen sollte. Doch konjunkturell wirken sich Zinssenkungen erst mit Verzögerung aus.

KI bestimmte den Trend

Somit konnten eine anspringende Konjunktur und ein neu beginnender positiver Konjunkturzyklus nicht der Grund für die starken Aktienbörsen 2024 sein. Vielmehr waren es die Megatrends rund um das Thema Künstliche Intelligenz (KI) und deren transformative Auswirkungen auf die Wirtschaft, die zu den großen Kurszuwächsen führten. Wer nach dem Motto „Don't Worry, Be Happy“ an den Aktienmärkten agierte, konnte ansehnliche Gewinne einfahren, insbesondere mit den bisherigen „Highflyern“. So konnten die „Glorreichen Sieben“-Aktien, die sich per saldo 2023 schon mehr als verdoppelt hatten, im abgelaufenen Jahr 2024 über 80 Prozent in Euro zulegen (gemessen am „Bloomberg Magnificent 7 Total Return Index“). Eine risikobewusste, breit streuende, solide Anlagestrategie brachte zwar auch Erfolg, blieb aber hinter einer aggressiven Anlagepolitik weit zurück. Der MSCI World All Country Index, der den globalen Aktienmarkt

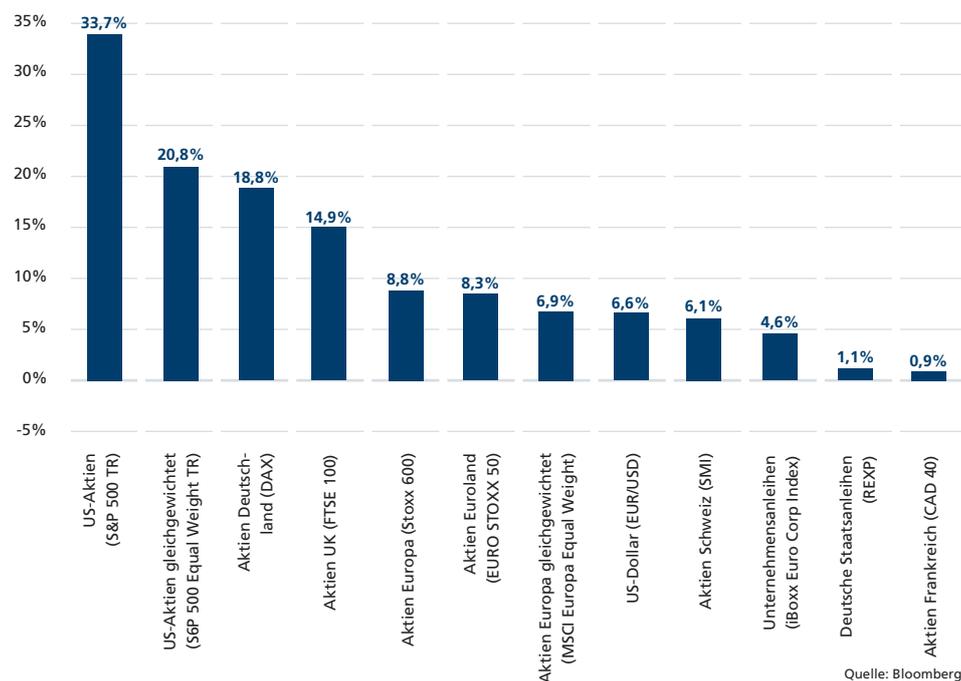
abbildet, konnte um mehr als 18 Prozent zulegen, in Euro aufgrund des starken US-Dollars sogar um 27 Prozent.

Die Rentenmärkte bewegten sich unter großen Schwankungen seitwärts, wobei zehnjährige US-Staatsanleihen das Jahr geringfügig im Minus und Deutsche Bundesanleihen marginal im Plus beendeten. Eine sehr positive Entwicklung hatte Gold zu verzeichnen, das in Euro betrachtet 36 Prozent zulegen konnte. Industriemetalle, gemessen am Bloomberg Industrial Metals Subindex, konnten sich nur aufgrund der US-Dollarstärke im Plus halten. Last but not least konnten Kryptowährungen nach den Fondszulassungen durch die US-Aufsichtsbehörden und der von Präsident Trump in Aussicht gestellten kryptofreundlichen Politik einen neuen Boom erleben.

Staatsanleihen mit geringem Plus

Rückblick in Zahlen

Wertveränderung verschiedener Anlageklassen 2024 in EUR (seit Jahresbeginn per 31.12.2024)



Chronologische Entwicklung

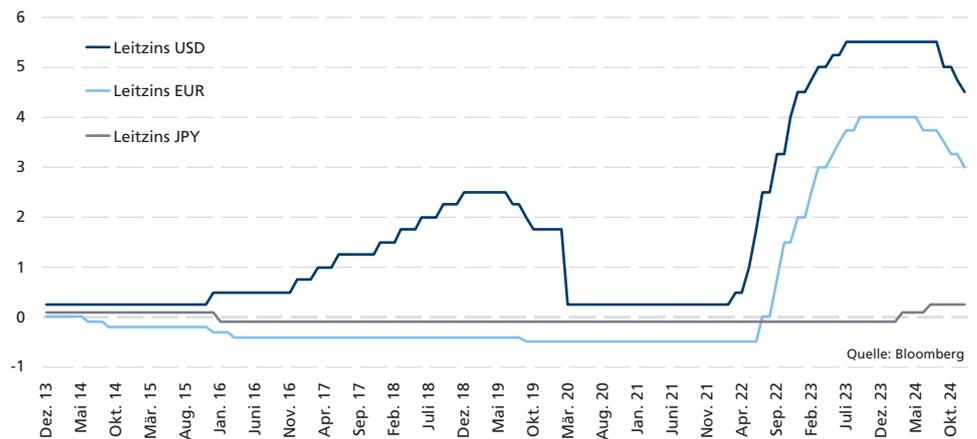
Die ersten Monate des Jahres 2024 verliefen, wie die letzten Monate des Vorjahres, mit Kursgewinnen bei Aktien bis Ende März. Die Konjunktur in den USA entwickelte sich trotz hoher Zinsen robust. Bei den Anleihen machte sich jedoch die schwindende Hoffnung auf Zinssenkungen bemerkbar. Die Gewinne aus dem Vorquartal waren bis Ende April nahezu komplett verloren. In dieser Phase büßten US-Treasuries über fünf Prozent ein. Ein ähnliches Bild ergab sich an den europäischen Rentenmärkten. Hier hatten beispielsweise zehnjährige Bundesanleihen einen Kursverlust von rund vier Prozent zu

EZB leitet Zinswende ein

verzeichnen. Anfang März begann der Goldpreis zu steigen und blieb über Monate auf seinem Aufwärtspfad. Den größten Zuwachs in diesem Zeitraum konnte der japanische Aktienmarkt mit plus 21 Prozent (in Euro rund 16 Prozent) im Nikkei 225 Index erzielen.

Das lang erwartete Ereignis im zweiten Quartal war die erste Leitzinssenkung der EZB. Nach einer „Hochzinsphase“ von neun Monaten senkte die Notenbank Anfang Juni den Leitzins um 25 Basispunkte auf 4,25 Prozent. Die Inflationsrate hatte sich zuvor weiter abgeschwächt und lag in der Eurozone bei nur noch 2,6 Prozent. In Erwartung dieser ersten Zinssenkung und der damit eingeleiteten Zinswende waren die Aktienmärkte bereits angestiegen. Das Besondere an diesem Schritt war, dass zum ersten Mal die EZB und nicht die Fed eine Wende einleitete.

Leitzinsen seit 2014



An den Börsen blieb der Zinsschritt jedoch ohne großen Einfluss. Bereits zuvor starteten die US-Aktienmärkte, angeschoben von den sogenannten KI-Aktien, eine zweite Aufwärtswelle. So konnte NVIDIA von Jahresbeginn bis Mitte Juni über 166 Prozent zulegen, Meta immerhin noch knapp 43 Prozent, weitere KI-nahe Aktien lagen ebenfalls zweistellig im Plus. Fast die Hälfte der Kursgewinne des S&P 500 Index war allein auf die sogenannten „Magnificent 7“-Aktien zurückzuführen (dabei handelt es sich um die sieben Aktien, die besonders von der KI-Welt profitieren sollten).

US-Kerninflation bleibt hoch

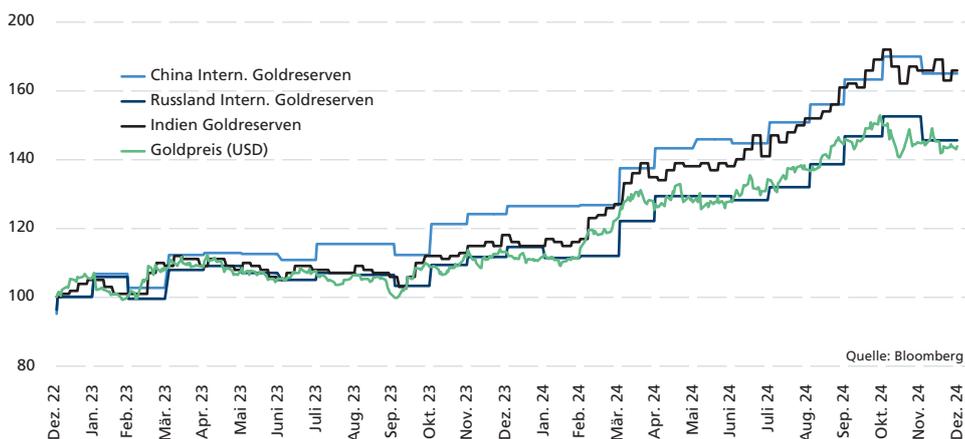
Diese sieben Titel – Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, NVIDIA und Tesla – machten zum Halbjahr rund 32 Prozent des 500 Aktien umfassenden S&P 500 Index aus und waren damit für den Index extrem kursrelevant! Allerdings verdarb die nur allmählich sinkende Inflationsrate in den USA den Anleihemärkten die Stimmung, denn im April lag sie immer noch bei 3,6 Prozent. Die hartnäckig verharrende Kerninflation (ohne die schwankenden Energie- und Lebensmittelpreise) führte dazu, dass sich die Zinssenkungserwartungen verflüchtigten. Von den zu Jahresbeginn vorhergesagten fünf Zinsschritten

der Fed wurde einer nach dem anderen von den Marktteilnehmern ausgepreist. In dieser Zeit stiegen die Zinsen für amerikanische Staatsanleihen sogar wieder an.

Gold konnte bis Mitte April einen Gewinn von knapp 20 Prozent verbuchen. In diese Phase fielen auch die umfangreichen Goldkäufe von Zentralbanken, insbesondere jener der BRICS-Länder, die die Dominanz des US-Dollars brechen wollen. Aber auch die geopolitischen Risiken sowie schlechtere Aussichten für alternative, sichere Anlagen führten zu anhaltend hoher Nachfrage. China und die Türkei haben insbesondere im ersten und im vierten Quartal die Goldbestände der Zentralbanken deutlich aufgestockt. Nach einer Umfrage des Gold Councils gehen über 80 Prozent der befragten Notenbanken davon aus, dass ihre Bestände weiter ansteigen werden.

Zentralbanken kaufen Gold

Goldpreis und Goldkäufe der Zentralbanken im Vergleich (prozentuale Änderung)



Der Ausgang der Europawahlen im Juni, die in Frankreich einen Rechtsruck zur Folge hatten, führte zur Auflösung des dortigen Parlaments und der Ankündigung von vorgezogenen Neuwahlen. Deren Ausgang, der mit einer schweren Niederlage der Partei von Präsident Macron und einer politischen Pattsituation endete, führte zu großer Verunsicherung an den Märkten. Der Renditeabstand von französischen zu deutschen Staatsanleihen erreichte einen Extremwert. Frankreich musste für seine Anleihen höhere Zinsen bieten als Griechenland.

Nach Rechtsruck – Neuwahlen in Frankreich

Nach den kräftigen Zugewinnen bis in den Juli hinein – amerikanische und japanische Aktien erreichten im dritten Quartal neue Jahreshöchststände – kippte die Aufwärtsbewegung auch in den USA. Die zuvor gehypten Technologieaktien korrigierten deutlich. So verloren beispielsweise NVIDIA und Tesla vom 11. Juli bis zum Tagestief am 5. August jeweils rund 32 Prozent. Auslöser für diesen Einbruch waren schlechte Arbeitsmarktdaten aus den USA mit einer geringen Anzahl neu geschaffener Stellen und einer unerwartet hohen Arbeitslosenzahl.

Zinserhöhung in Japan führte zu großen Verwerfungen

Kurskorrektur Juli / August



In diese Gemengelage fiel schließlich noch die überraschend negativ aufgenommene Zinserhöhung in Japan. Seit 17 Jahren wurden dort die Zinsen nicht mehr erhöht und seit acht Jahren befanden sich die Leitzinsen im negativen Bereich. Der japanische Aktienindex Nikkei, der in den zwei vorangegangenen Wochen schon 15 Prozent eingebüßt hatte, brach am 5. August um über zwölf Prozent ein; dies war der größte Tagesverlust seit dem „Schwarzen Montag“ am 20. Oktober 1987. In der Wirtschaftspresse wurde bereits von einem Börsencrash gesprochen. Die heftige Reaktion an der japanischen Börse war wohl auch auf die Abwicklung von „Carry Trades“ zurückzuführen. Dabei leihen sich internationale Anleger Devisen in Niedrigzinsländern, wie beispielsweise in japanischen Yen, um in andere höherverzinsliche Anlagen / Währungen zu investieren. Im vorliegenden Fall standen japanische und amerikanische Technologieaktien im Anlagefokus. Die Zinserhöhung der Bank of Japan führte nun dazu, dass der Yen deutlich teurer wurde. Die Währungsverluste der Kreditnehmer schnellten hoch und die Kreditzinsen stiegen an. Da enorme Summen im Spiel waren (rund 4 Billionen US-Dollar), kam es zu heftigen Verwerfungen und zu einer panikartigen Liquidierung von Positionen. Großvolumige Verkäufe schickten dabei die betroffenen Anlagen auf Talfahrt.

Kurseinbruch Nikkei 225 Index (Japan)



Das Thema im dritten Quartal war die Kurserholung an den chinesischen Aktienbörsen. Die einstigen chinesischen Wachstumsaktien befinden sich seit Jahren in einer ausgeprägten Abwärtsphase, nicht zuletzt wegen der ungelösten Immobilienkrise. Der für die Konjunktur wichtige Privatkonsum verzeichnet nur noch ein geringes, die gesamte Wirtschaft hemmendes Wachstum. Um diese Probleme anzugehen, hatte die chinesische Regierung bereits in der ersten Jahreshälfte ein Wachstumsprogramm veröffentlicht. Dieses wurde im September konkretisiert und durch die geplante Ausgabe von langlaufenden Anleihen weiter spezifiziert. Die Börsen reagierten mehr als erfreut. Innerhalb weniger Tage sprang der MSCI-China-Aktienindex um 40 Prozent nach oben – eine Übertreibung, wie sich später bei wieder fallenden Kursen herausstellen sollte.

Die Präsidentschaftswahlen in den USA mit dem für viele Europäer doch etwas unerwarteten Sieg Trumps war das große Thema für den Rest des Jahres. Denn der Weg dorthin, mit den sich immer wieder ändernden Wahlprognosen, war alles andere als geradlinig. Nach dem von Biden verlorenen Fernsehduell ging die sowieso schon geringe Zustimmung für die Demokraten noch weiter zurück. Die Wende brachte erst der Rückzug von Joe Biden und die Nominierung von Kamala Harris. Die Wahlforscher nahmen die Euphorie wahr, die die neue Kandidatin entfachte, und ein Sieg rückte in greifbare Nähe. Dem entsprechend lagen je nach Prognosetrend unterschiedliche Anlagethemen im Fokus – bei den Demokraten z. B. das große Thema der Dekarbonisierung und bei den Republikanern fossile Energien, Banken und Industrie.

Der Wahlausgang war zunächst zu begrüßen, denn der klare Sieg vermied die ansonsten vorprogrammierte Hängepartie mit ihren Anfechtungen und Nachzählungen, die das Land über Monate hinweg hätte lähmen können. Aus Sicht der wichtigen Handelsnationen, wie Europa oder China, ist der Ausgang allerdings unerfreulich. Mit Trump wird es eine Abschottung zu China geben, die auch den europäischen Handel gravierend treffen kann; von Donald Trump selbst ganz abgesehen, der nun als erster strafrechtlich verurteilter Präsident die Weltmacht USA führen wird. Die Börsenteilnehmer in den Vereinigten Staaten sahen das anders. Gleich nach der Bekanntgabe des Ergebnisses machten die US-Börsen einen Sprung nach oben und setzten ihren Anstieg bis Mitte Dezember fort.

Unmittelbare Gewinner nach der Wahl waren die Banken, gefolgt von den Nebenwerten des Russell 2000 Index. Sie blieben jedoch bis zum Jahresende noch weit hinter den großen Technologietiteln zurück. Noch besser schnitten die Kryptowerte ab. Das älteste digitale Asset, der Bitcoin, konnte in den folgenden sechs Wochen sogar 44 Prozent zulegen. Trump hatte im Wahlkampf geäußert, eine nationale Bitcoin-Reserve, ähnlich der Goldreserve, zu schaffen. Daneben soll ein kryptofreundlicher Rahmen für die Branche geschaffen werden. Die Finanzindustrie sah sich unter Trump bei den Gewinnern. Denn auch hier soll die Regulierung zurückgefahren werden, was die Geschäftsmodelle profitabler machen wird. Dies ruft bei manchen jedoch schmerzliche Erinnerungen wach, denn dass diese Industrie gerne über das Ziel hinausschießt und damit nicht nur Staaten ins

China schnürt Wachstumsprogramm

Temporäre Euphorie für Kamala Harris ...

..., aber Sieg für Donald Trump

Bitcoin schnell hoch

Starker DAX trotz Krise

Wanken bringen kann, wurde uns bei der letzten Finanzkrise 2008 und weiter zurückliegenden Krisen deutlich vor Augen geführt. Jedes Mal hatten Krisen von der Finanzindustrie auf die Wirtschaft übergegriffen und großen Schaden angerichtet.

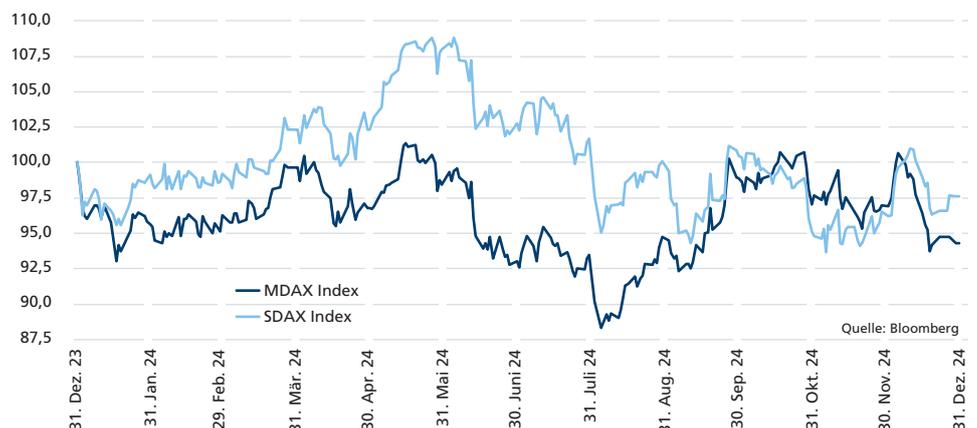
Für europäische oder asiatische Börsen erwies sich der Wahlausgang hingegen als Dämpfer. Die US-Börse konnte in diesem Fall nicht als Zugpferd dienen. Die Entwicklung war verhalten bis negativ, wenngleich der Deutsche Aktienindex DAX im Dezember noch kurzzeitig die 20.500-Punktmarke überwinden konnte.

Generell stellt sich die Frage, warum der DAX per saldo mit knapp 19 Prozent so stark zulegen konnte. Schließlich befindet sich die deutsche Wirtschaft bereits im zweiten Jahr der Rezession, ohne dass nach Meinung vieler Forschungsinstitute eine wirkliche Besserung in Aussicht ist. Eine Antwort darauf ist, dass der DAX nicht die deutsche Wirtschaft widerspiegelt. Diese wird vorwiegend durch den Mittelstand und kleinere Unternehmen geprägt. Somit eignen sich Gradmesser für kleinere Unternehmen deutlich besser zur Beurteilung der wirtschaftlichen Lage in Deutschland.

Kleinere Titel mit Verlusten

Zu diesen Indizes gehört der MDAX mit 50 Titeln, deren Kapitalisierung kleiner als die der DAX-Aktiengesellschaften ist. Im nächsten Segment folgt der SDAX, der die 70 nächstkleineren Titel enthält. Beide Indizes haben das Jahr mit Verlusten von 5,7 bzw. 2,4 Prozent abgeschlossen. Ähnlich sieht es in den europäischen Pendanten aus. Im DAX hingegen befinden sich die großen, international agierenden Gesellschaften, die mit durchschnittlich 80 Prozent den weitaus größten Teil ihres Geschäfts außerhalb Deutschlands erwirtschaften. Bei elf Unternehmen liegt der deutsche Umsatzanteil sogar nur im einstelligen Prozentbereich. Die Aktien dieses Börsenbarometers liegen mehrheitlich in ausländischer Hand. Nur etwa ein Drittel wird nach Angaben der Unternehmensberatung Ernst & Young in deutscher Hand gehalten, der Rest ließe sich nicht zuordnen.

Europäische Small- und Mid-Cap-Indizes



Dass die DAX-Titel so gut abgeschnitten haben, liegt also am Auslandsgeschäft und zu einem Teil auch an den ausländischen Investoren. Auch im DAX-Index sind nur wenige Titel für die hohe Performance verantwortlich. Dazu zählt allen voran SAP mit knapp einem Drittel der DAX-Entwicklung, aber auch Siemens Energy und die Deutsche Telekom. Diese Werte waren die Treiber im DAX und für rund zwei Drittel der Performance verantwortlich. Beinahe die Hälfte der Titel des Index lagen im Jahr 2024 im Minus.

Alles in allem war 2024 ein doch sehr ungewöhnliches Börsenjahr, in dem hohe Gewinne, aber auch hohe Verluste möglich waren. Trotz der per saldo großen Kurszuwächse der namhaften Aktienindizes konnte nicht von einer breiten Marktbewegung gesprochen werden. Große, bekannte Unternehmen, wie der weltgrößte Chemiekonzern Bayer, der 42 Prozent verlor, zählten zu den Kapitalvernichtern. Auch die Automobilindustrie traf es hart. Die im Future Transportation Index zusammengefassten Titel verloren rund 18 Prozent und Porsche in Deutschland 27 Prozent.

Aber auch die Luxusgüterhersteller hatten Einbußen zu verzeichnen (Kering 38 Prozent oder LVMH 20 Prozent). In den USA verloren Boeing und der Sportartikelhersteller Nike rund 30 Prozent, um nur zwei zu nennen. Bei den Branchenindizes liefen zum wiederholten Male die Titel der erneuerbaren Energien schlecht. Die Solarindustrie verlor 37 Prozent (Invesco Solar ETF), das Thema Hydrogen Energy (Global X Hydrogen Energy ETF) lag bei minus 28 Prozent. Selbst der Lebensmittelsektor hatte teilweise größere Verluste zu verzeichnen (STOXX 600 Food & Beverage -12,5 Prozent). Bei den Emerging Markets stand Lateinamerika negativ im Fokus. So verlor der brasilianische Aktienindex Bovespa rund 27 Prozent.

Bei den Anleihemärkten waren trotz der von den Notenbanken angegangenen Zinswende bei Staatsanleihen keine größeren Zuwächse zu verzeichnen. Unternehmensanleihen und insbesondere höherverzinsliche Anleihen konnten jedoch gute Renditen liefern. Gold zählte zu den besten Anlagen des Jahres.

Sehr hoher Auslandsanteil bei DAX-Werten

Keine breite Aufwärtsbewegung

Große Unternehmen verloren zweistellig

Vermögensverwaltung Ausgewogen und Dynamisch

Vermögensverwaltung Ausgewogen

Die ausgewogene Strategie erreichte ein Ergebnis von etwa fünf Prozent. Die höhere Gewichtung europäischer Aktien bremste den Anstieg. Das Ergebnis der festverzinslichen Anlagen trug positiv bei und das kurzfristig höhere Zinsniveau konnte genutzt werden.

Die unterschiedliche Wertentwicklung der Aktienindizes verschiedener Länder war in diesem Jahr frappierend. Sowohl der Unterschied zwischen den USA und Europa als auch unter den europäischen Ländern zeigte ein ungewöhnliches Ausmaß. Zusätzlich gab es auch bei Einzelaktien große Abweichungen, denn beispielsweise nur etwa 40 Prozent der DAX-Werte erreichten auf Jahressicht überhaupt einen Anstieg. Der DAX lag mit seiner Wertentwicklung deutlich über den anderen Ländern des Euroraums, obwohl Deutschland in Teilen besonders unter Druck stand. Die Automobilindustrie war nicht nur durch einen Absatzeinbruch geschwächt, auch die drohenden Zölle aus den USA und der Bruch der Ampelregierung sorgten für Unsicherheit und Wachstumsschwäche. Der französische Aktienindex wies ohne Dividenden sogar einen Verlust von drei Prozent auf. Die Präsidentschaftswahl in den USA hielt weltweit die Marktteilnehmer in Atem. Als die Wahlergebnisse sehr schnell eine eindeutige Richtung annahmen, war es vorbei mit der Zurückhaltung, und der amerikanische Aktienmarkt stieg deutlich an. Fast zeitgleich wurde die lange erwartete Zinssenkung beschlossen. Mit den Worten „the time has come“ leitete Fed-Chef Powell die Zinswende ein.

Zinsen im Rückwärtsgang

Einige Portfoliowerte, die zu den europäischen Standardwerten gehören und teils schon lange in der Strategie investiert sind, bekamen in diesem Jahr Gegenwind. Während wir trotz zwischenzeitlicher Flaute an Kerninvestments wie L'Oréal und ASML festgehalten haben, trennten wir uns von mehreren anderen Positionen. Die Aktien von Nestlé, LVMH und der DHL Group wurden nach langer Haltedauer und mit Gewinnen veräußert. Die neu aufgenommenen Werte konnten nach der kurzen Zeit in diesem Jahr noch nicht alle das Potenzial entfalten, das wir ihnen zuschreiben. Darunter der Diabetes-Spezialist Novo Nordisk, der mit viel Skepsis betrachtet wird, obwohl die Zahlen durchaus für sich sprechen. Im Vergleich dazu erreichten die neu aufgenommenen Netflix-Aktien einen sehr schnellen und deutlichen Anstieg. Die Anzahl der Transaktionen war in diesem Jahr der größeren Umbrüche vergleichsweise hoch.

Bei den Anleihen fand ebenfalls ein größerer Umschlag statt. Bis zu acht neue Papiere wurden über das Jahr hinweg aufgenommen, gleichzeitig sind bereits mehrere fällig geworden. Für die ausgewogene Strategie fokussieren wir uns vor allem auf Anleihen, die auf Euro lauten und ein Investmentgrade-Rating aufweisen. Die Laufzeiten wurden

schrittweise verlängert, da sich die Renditekurven in den vergangenen Monaten normalisierten und die Wahrscheinlichkeit weiterer Zinssenkungen hoch war. Gleichwohl ist das Renditeniveau gesunken und erscheint im Vergleich zu Aktien weniger attraktiv als noch zu Beginn des Jahres. Für eine Bundesanleihe mit einer Laufzeit von zehn Jahren lag die Rendite am Jahresende nur bei 2,4 Prozent. Die Aufschläge für Unternehmensanleihen mit gutem Rating waren sehr niedrig und boten daher nur einen geringen risikoadjustierten Mehrwert. So lag beispielsweise die Rendite einer zehnjährigen Siemens-Anleihe bei etwa 3,1 Prozent.

Der Wohnimmobilienfonds WERTGRUND Wohnselect D konnte das erste Mal seit Bestehen keine positive Entwicklung aufweisen. Damit ist er im Vergleich zu anderen Immobilienfonds weiterhin herausragend gut, doch es fehlt ein Beitrag zum Gesamtergebnis. Bei einem niedrigen Zinsniveau bleibt er weiterhin eine gute Alternative im defensiven Segment.

Vermögensverwaltung Dynamisch

Die Vermögensverwaltungsstrategie Dynamisch schloss das Jahr mit einem Anstieg von zehn Prozent ab. Die Entkopplung der Aktienmärkte in Europa und den USA war in diesem Jahr der Haupteinflussfaktor für die Wertentwicklung. Die Konzentration der Indizes erreichte eine nie da gewesene Ausprägung.

Die Entkopplung der USA von der Entwicklung in Europa war von mehreren Faktoren beeinflusst. Neben ganz klassischen Gründen wie höherem Wachstum und einem soliden Arbeitsmarkt waren es vor allem die Aussichten auf eine wirtschaftsfreundliche Politik der Republikaner. Die vom designierten Präsidenten Trump versprochenen Steuererleichterungen führten zu höheren Bewertungen, die mittlerweile deutlich über dem historischen Durchschnitt liegen. Zum anderen befinden sich die USA in einem neuen, abwärts gerichteten Zinszyklus. Die Inflation liegt zwar noch oberhalb des Ziels von zwei Prozent, aber man sieht sich auf einem guten Weg. Außerhalb ihres Heimatmarktes konnten US-Investoren nicht erfolgreicher investieren. Europäische Aktien entwickelten sich unterdurchschnittlich, in Japan gab es einen kurzfristigen Börseneinbruch, China ist als politischer Gegner ausgemacht, und auch der starke Dollar machte Auslandsinvestitionen nicht attraktiver. Die hohen Geldmarktbestände sind nach der Wahlentscheidung in US-Aktien geflossen und der „US-Exceptionalism“ wöhnt die Amerikaner im eigenen Land gut aufgehoben. Für exportorientierte europäische Unternehmen war es ein doppelt schwieriges Jahr. Die Wachstumsschwäche Chinas machte sich in der Breite bemerkbar und die dortigen Umsatzziele konnten oft nicht erreicht werden. Es folgten politische Krisen in Frankreich und Deutschland. Die Androhung höherer Zölle auf Warenimporte in

Extremer Unterschied zwischen Europa und den USA

die Vereinigten Staaten, und zwar sowohl direkt als auch indirekt über die Nachbarländer Kanada und Mexiko, wirkte zusätzlich wie ein Damoklesschwert. Mit der Unsicherheit wurden Investitionen gehemmt und Prognosen zurückgenommen.

Es ist nicht überraschend, dass die US-Aktien in der dynamischen Strategie den höchsten Wertbeitrag leisteten. Amazon, Netflix und Arista Networks legten um 50 bis 60 Prozent zu. Die Gewichtung in amerikanischen Einzelwerten wurde im Laufe des Jahres von rund 25 Prozent durch Neuaufnahmen auf 37 Prozent erhöht. Im Gegenzug wurde der Anteil deutscher Aktien reduziert und lag per Ende des Kalenderjahres 2024 bei rund 24 Prozent. Unter den Positionen mit der besten Wertentwicklung befanden sich auch zwei deutsche Aktien mit einem Anstieg von mehr als 30 Prozent: die Deutsche Telekom und die Münchener Rück. Das Schlusslicht bildeten L'Oréal, Novo Nordisk und RWE.

Der Verkauf von DHL, Nestlé und RWE erfolgte rechtzeitig vor weiteren Rückgängen. Auf Jahressicht verloren DHL und RWE rund 24 bzw. 30 Prozent an Wert. Die Aktien von Nestlé fielen nach dem Verkauf bis zum Jahresende um weitere 21 Prozent. Die insgesamt sieben Neuaufnahmen waren mit zwei Ausnahmen sehr erfolgreich und konnten zwischen neun und 46 Prozent seit Kauf zulegen. Durch den starken Anstieg einzelner Werte wurden zwischenzeitlich Gewinne realisiert.

In der Strategie war am Jahresende Liquidität verfügbar, die im neuen Jahr wieder in aussichtsreiche Titel angelegt werden soll. Grundsätzlich ist geplant, die US-Quote zu erhöhen, doch die Bewertungen sind bei vielen Unternehmen auf einem sehr ambitionierten Niveau. Gemäß Indexstand des S&P 500 sind bereits mehr als 20 Prozent Gewinnanstieg bei US-Aktien eingepreist. Für die Einschätzung, wie es in Europa weitergeht, sind insbesondere die Handlungen des neuen US-Präsidenten wegweisend. Man wird sich auf Überraschungen einstellen müssen, die die Volatilität in jedem Fall erhöhen.

Fonds-Vermögensverwaltung Ausgewogen und Dynamisch

Im ersten Halbjahr 2024 erreichte die Strategie Fonds-VV Ausgewogen Zuwächse im Bereich von sechs bis 7,7 Prozent, die Strategie Fonds-VV Dynamisch bis zehn Prozent.

In den USA wurde die positive Entwicklung von den großen Technologieaktien und insbesondere von den KI-Konzernen angetrieben. Auch der Einbruch dieser Titel von Juli bis August (die Technologiebörse Nasdaq verlor in dieser Zeit mehr als 15 Prozent) konnte der stabilen Aufwärtsbewegung nichts anhaben. Bei den europäischen Indizes, wie zum Beispiel beim EURO STOXX 50, konnte der Rückschlag jedoch nicht mehr ganz aufgeholt werden. Staatsanleihen lagen im leicht positiven Bereich, wobei in den USA der Dollaranstieg für einen höheren Zuwachs verantwortlich war.

Aktienbereich der Fonds-Vermögensverwaltung Ausgewogen

Nachdem wir in der ersten Jahreshälfte bis auf kleinere Umschichtungen unsere Allokation wenig veränderten, nahmen wir zwischen Juli und November einige bedeutendere Umschichtungen vor. Wir wollten damit eine Verbreiterung und eine geringere Spezialisierung der Anlagen herbeiführen. Dabei konnte als Nebeneffekt eine Reduzierung der Zielfondskosten erreicht werden. Durch die Verkäufe des Squad Value Fonds im Juli, des T. Rowe Price Global Value im August und des DWS Platow Fonds im Oktober wurden drei aktive Fonds mit relativ hohen internen Kosten verkauft. Diese Fonds waren teilweise über Jahre investiert, hatten stabile, gute Renditen erwirtschaftet und damit die Kosten gerechtfertigt - doch im aktuellen Umfeld sehen wir die Chancen in anderen Anlagesegmenten. Der bisher weit zurückgebliebene EURO STOXX 50 Index wurde von uns über einen Indexfonds im Juli ins Portfolio aufgenommen. Wir sind der Meinung, dass der Euroraum Nachholpotenzial hat, zumal hier weiter sinkende Zinsen sowie mögliche Regierungsprogramme die Stimmung verbessern und Investoren anziehen sollten. In diesem Zusammenhang sehen wir auch eine weitere Investition in Europa. Der Amundi MSCI Europe Small Cap ESG investiert in kleiner kapitalisierte Unternehmen mit hervorragenden ESG-Eigenschaften. Diese Small Caps sind im Vergleich zu ihren großkapitalisierten Pendanten historisch günstig bewertet. Daneben sind sie meist zinssensitiver als Blue Chips und können von der Zinswende besonders profitieren. Auf der anderen Seite haben wir durch den Kauf des J.P. Morgan Global Research Enhanced ESG ETF auch auf globaler Ebene höher kapitalisierte Aktien aufgebaut. Dieser kostengünstige ETF ist kein reines Passivinvestment, sondern wird über ein Regelwerk von J.P. Morgan gesteuert. Schließlich kauften wir für den US-Aktienmarkt den Amundi S&P 500 Equal Weight ESG Leaders ETF. In diesem Fonds sind alle Aktien des Index gleich gewichtet. Das bedeutet, dass die ansonsten extrem hoch gewichteten Technologieaktien hier die gleiche Positionsgröße

Größere Umschichtungen in der zweiten Jahreshälfte

Investitionen in Anleihen-ETFs mit hoher Verzinsung

haben wie zum Beispiel Industrieaktien. Mit dieser Konstruktion können die hohen Risiken, die aufgrund der teilweise kräftigen Kurssteigerungen den Technologieaktien innewohnen, deutlich gesenkt werden. Andererseits werden hiermit traditionelle Branchen, die möglicherweise von der neuen US-Politik profitieren können, höher gewichtet.

Anleihenbereich der Strategie

Im Frühjahr und zur Jahresmitte trennten wir uns von zwei Wandelanleihenfonds. Wir verkauften den AXA Global Convertible und den Allianz Convertible Bond Fonds. Einen Teil der frei gewordenen Mittel nutzten wir, um den BI Renten Europa aufzustocken, der in europäische Staats- und Unternehmensanleihen mit Beimischung von hochverzinslichen Anleihen investiert. Die Durchschnittsverzinsung des Fonds lag zum Kauf bei knapp vier Prozent und ist für Anleihen mit guter Bonität relativ hoch. Für uns stellt der Fonds ein Basisinvestment in europäischen Anleihen dar.

In einem weiteren Schritt engagierten wir uns im Segment europäischer Hochzinsanleihen. Unsere Wahl fiel hierbei auf den iShares € High Yield Corporate Bond ESG ETF. Der Fonds investiert in die liquidesten in Euro begebenen Unternehmensanleihen, die ein Rating unterhalb Investmentgrade besitzen. Die aktuelle Rendite der Fondsbestandteile belief sich beim Erwerb auf knapp unter sechs Prozent. Neben diesen ETFs sind wir im iShares Euro Corporate Bond ex Financials 1-5 ESG und im iShares iBonds Dec 2028 Term € ETF investiert. Letzterer bildet das Segment Euro-Unternehmensanleihen mit fixer Laufzeit bis Ende 2028 ab. Die im Fonds enthaltenen Anleihen werden zum Laufzeitende zu 100 zurückgezahlt, weshalb der annualisierte Ertrag bis zur Rückzahlung wie bei einer einzelnen Anleihe genau ermittelt werden kann. Zum Jahreswechsel beträgt die Effektivverzinsung ca. 2,84 Prozent.

Den größten Wertzuwachs erzielte im Berichtszeitraum der Wisdomtree Cybersecurity Fund, der rund 17 Prozent zulegen konnte, gefolgt vom Xtrackers Japan ESG ETF, der 16 Prozent anstieg. Insgesamt lagen sechs Aktienfonds zweistellig im Plus. Lediglich drei Fonds lagen im Minus, wobei der im November gekaufte Amundi S&P 500 Equal Weight 5,9 Prozent abgeben musste.

Auch unsere Rentenfonds konnten sich überdurchschnittlich entwickeln. Die Fonds mit der besten Entwicklung waren der BI Renten Europa (7,5 Prozent), der iShares € High Yield Corporate Bond ESG (6,4 Prozent), der iShares Euro Corporate ex Financials (3,6 Prozent) und der zuletzt erworbene iShares iBonds Dec 28 Term ETF (0,6 Prozent). Der Wertgrund Wohnimmobilienfonds lag 2024 mit 1,7 Prozent leicht im Minus, was angesichts des allgemeinen Marktumfelds nachvollziehbar ist und uns nicht beunruhigt.

Fonds-Vermögensverwaltung Dynamisch

Nachdem der bereits investierte Wisdomtree Cybersecurity ETF im Verlauf des ersten Halbjahrs eine relative Schwäche zeigte, stockten wir diese Position im Mai weiter auf, was sich als gute Entscheidung herausstellte. Neben Quotenanpassungen im Medical BioHealth verkauften wir nach den US-Wahlen den Pictet Clean Energy Transition Fund. Das Thema der erneuerbaren Energien wird es unter Präsident Trump schwer haben und nicht die Unterstützung wie unter der Regierung Biden finden. Im Gegenzug erwarben wir den Amundi S&P 500 Equal Weight ESG Leaders ETF. Gegen Ende November nahmen wir den Xtrackers FTSE Europe Real Estate ETF in die Strategie auf. Nach mehreren Jahren mit sinkenden Preisen auf den Immobilienmärkten in Europa glauben wir, dass sich die Situation 2025 verbessern wird. Nicht nur die Mietpreise, sondern auch die Immobilienpreise könnten durch sinkende Zinsen und eine höhere Nachfrage wieder steigen. Zum Jahresende halten wir bis zu acht Prozent Kasse in der Strategie, um bei besonderen Gelegenheiten im neuen Jahr investieren zu können.

Zwei Themenfonds stachen 2024 in der Performancebetrachtung heraus: zum einen der VanEck Junior Gold Miners ETF und zum anderen der Wisdomtree Cybersecurity ETF mit je rund 21 Prozent Zuwachs. Der T. Rowe Price Global Value Fund, der HSBC MSCI Far East und der Xtrackers Japan ESG ETF lagen bei knapp 20 Prozent Plus. Die zwei zuletzt erworbenen ETFs Amundi S&P 500 Equal Weight ESG Leaders und der Xtrackers Developed Europe Real Estate liegen derzeit noch leicht im Minus.

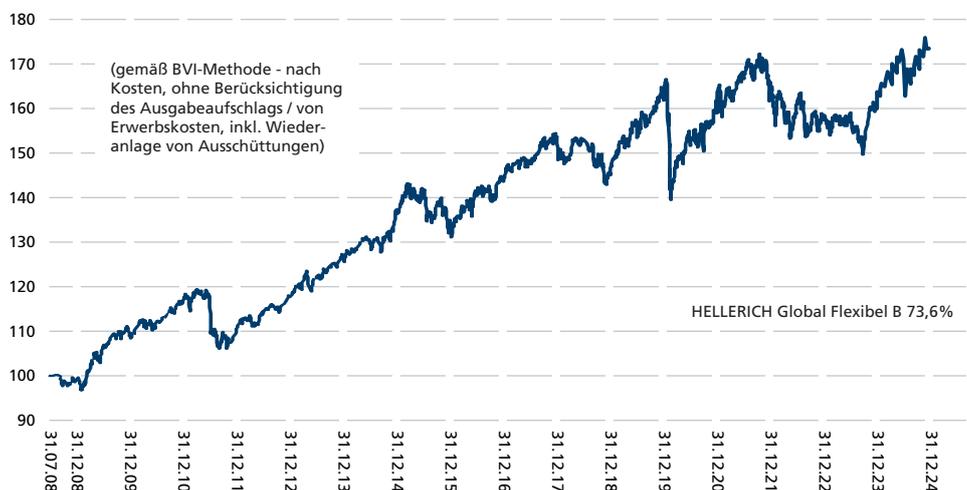
**Goldminen und
Cybersecurity mit
hohen Zuwächsen**

HELLERICH Global Flexibel

Der HELLERICH Global Flexibel B schloss das Jahr mit einer Wertentwicklung von 7,7 Prozent ab. Damit erreichte der Fonds ein neues Allzeithoch.

Im vergangenen Kalenderjahr konnten Mischfonds über nahezu alle Anlageklassen hinweg Zuwächse erzielen. Seit Langem war auch die Anlageklasse Gold wieder attraktiv. Die Aktien lieferten eine höhere Wertentwicklung, als gemeinhin erwartet wurde, und auch bei den Anleihen waren gute Renditen möglich. Allerdings war die Freude darüber, dass es endlich wieder Zinsen gibt, nur von kurzer Dauer. Die EZB und die Fed leiteten im Jahresverlauf einen Zinssenkungszyklus ein. Nachdem sich die US-Wirtschaft überraschend stark entwickelt hatte und Europa im Gegensatz dazu kaum Wachstum zeigte, war die EZB zum ersten Mal seit langer Zeit vor der Fed aktiv. Auch wenn am Jahresende an den Kapitalmärkten gute Ergebnisse erzielt werden konnten, gab es auf dem Weg dorthin viele Unsicherheiten und Ereignisse, deren Ausgang auch anders hätte verlaufen können. Der ausufernde Krieg im Nahen Osten, der Mini-Crash in Japan, ein Verbot von Produktexporten nach China, die dortige Immobilienkrise, die Angst vor einer Rezession in den USA oder die Neuwahlen in Frankreich erzeugten ein fragiles Gerüst, das hätte einstürzen können. Die von Präsident Macron überraschend geforderte Neuwahl, die aufgrund des großen Zuspruchs für die Rechtsnationalisten bei der Europawahl aus seiner Sicht erforderlich wurde, führte zu größeren Verwerfungen an den Anleihemärkten. Der Renditeabstand von französischen zu deutschen Staatsanleihen weitete sich auf ein nie dagewesenes Niveau aus. Ein Minus von rund zehn Prozent im S&P 500 und 16 Prozent im Nasdaq innerhalb weniger Wochen bis Anfang August verstärkte die Unsicherheit. Im Vorfeld der US-Wahl ging es ebenfalls in unterschiedliche Richtungen: zuerst der sogenannte Trump-Trade, dann wieder Harris und letztlich wieder Trump. Ab November und

HELLERICH Global Flexibel B Wertentwicklung in % per 31.12.2024



nach dem Wahlergebnis setzten die Aktien zu einer Aufholjagd an, die mit der Fed-Sitzung Mitte Dezember wiederum jäh unterbrochen wurde.

Die Erfolgsformel für das Jahr 2024 lautete, in US-Aktien und dabei vorrangig in Technologieaktien investiert zu sein. Ein Blick auf die monatlichen Factsheets des HELLERICH Global Flexibel zeigt, dass über das gesamte Jahr hinweg dies der Schwerpunkt der Aktieninvestments war. Entsprechend hohe Performancebeiträge konnten in diesem Segment erzielt werden. Die Aktien von Amazon, Alphabet und ServiceNow lagen dabei an der Spitze. Ein weiterer Spitzenwert waren die Aktien des Handelsriesen Walmart. Neben den Einzelwerten sorgten die zwei ETF-Positionen für größere Gewinne, darunter ein Indexfonds auf den Russell 2000, der US-Nebenwerte abbildet. Aufgrund der tendenziell höheren Verschuldung kleiner Unternehmen, die oft mit einer variablen Verzinsung versehen sind, profitierten sie stärker, als Fed-Chef Powell den Richtungswechsel bei den Zinsen einleitete. Eine weitere kurze, aber signifikante Aufwärtsbewegung folgte, nachdem schnell der eindeutige Wahlsieg Trumps feststand.

Kapitalmärkte trotzten der Unsicherheit

Die Aktien konnten im vergangenen Jahr hohe Beiträge erreichen, doch es gab auch einige Verlustpositionen. Wie bereits an anderer Stelle erwähnt, war die Indexperformance nicht besonders repräsentativ für die Entwicklung der Aktien im Allgemeinen. Im DAX schlossen rund 40 Prozent der Titel mit einem Verlust ab und im S&P 500 etwa ein Drittel. Im Portfolio des HELLERICH Global Flexibel waren es beispielsweise L'Oréal, Infineon, clearvise und LVMH. Im Gegensatz dazu stiegen die Deutsche Telekom, Münchener Rück und die französische Schneider Electric rund 40 Prozent an. Aber nicht nur die Aktien, sondern auch Gold hatte einen wesentlichen Anteil am Gesamterfolg.

HELLERICH Global Flexibel B – Wertentwicklung in 12-Monats-Zeiträumen per 31.12.2024 gemäß WpDVerOV

Zeitraum	Wert
Am Tag der Anlage (bis einschließlich 31.01.2014) bei Zahlung eines Agios (bis zu 5,00%) / Kaufspesen (ca. 0,20%) ggf. bis zu -5,2%	
Am Tag der Anlage (ab 01.02.2014) bei Zahlung von Bankspesen „negative Wertentwicklung“ in Höhe der Bankspesen	
31.12.2019 - 31.12.2020	-3,2%
31.12.2020 - 31.12.2021	8,6%
31.12.2021 - 31.12.2022	-9,0%
31.12.2022 - 31.12.2023	3,3%
31.12.2023 - 31.12.2024	7,7%
Wertentwicklung in Kalenderjahren per 31.12.2024 gemäß BVI-Methode	
seit Auflage 05.08.2008	73,6%
2024	7,7%
2023	3,3%
2022	-9,0%
2021	8,6%
2020	-3,2%
2019	13,6%
Seit Auflage: Volatilität (Schwankungsbreite)	5,4%
Maximaler Verlust	-16,3%

Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Es können für den Anleger Depotkosten entstehen, welche die Wertentwicklung mindern. Datenquelle für Fondspreise ist die Attrax Financial Services S.A.. Alle Kennzahlen basieren auf Euro-Perfomancedaten. Die HELLERICH GmbH übernimmt keinerlei Haftung für die Richtigkeit der hier dargestellten Inhalte und Daten.

Der Goldpreis bekam Unterstützung aus mehreren Richtungen. Die Immobilienkrise in China nahm dramatische Ausmaße an. Die als sichere Geldanlage genutzten Immobilien verloren drastisch an Wert, und als Alternative wurden die Ersparnisse in Gold angelegt. Einige Staaten erwarben Gold als Reservewährung. Auch Amerikaner investierten angesichts des hohen US-Staatsdefizits und als Inflationsschutz verstärkt in das Edelmetall. Der deutlich gestiegene Goldpreis war darüber hinaus ein Gradmesser für die erhöhte geopolitische Unsicherheit.

Der HELLERICH Global Flexibel war lange Zeit mit etwa 60 Prozent im oberen Bereich der einer ausgewogenen Strategie entsprechenden Aktienquote investiert. Erst gegen Jahresende wurden Gewinne realisiert und die Risiken auf der Aktienseite reduziert. Die Investitionen in der Anlageklasse der Anleihen zeichneten sich durch eine ausgeprägte Risikoaversion aus. In diesem Bereich wurde vor allem in Euro-Anleihen investiert, aber gleichzeitig wenig in Anleihen von Banken. Dies diente der Stabilisierung des Fondsvermögens bei stärkeren Marktschwankungen. Zu diesem Zweck wurde stets ein signifikanter Anteil in deutschen Staatsanleihen gehalten. Unternehmensanleihen waren mit rund zehn Prozent investiert, breit gestreut und mit geringer Einzelgewichtung. Die durchschnittliche Laufzeit wurde weiterhin kurz gehalten. Im Durchschnitt erreichte der Anleihenteil einen Anstieg von knapp vier Prozent.

Zu Beginn des neuen Jahres werden viele Marktteilnehmer die Portfolios neu ausrichten. Nach einem besonders guten Aktienjahr dürften die Aktiengewichtungen zurückgeführt werden. Die Neuwahlen in Deutschland könnten insbesondere für ausländische Investoren wichtig sein. Angesichts hoher Bewertungen und noch unklarer politischer Verhältnisse in den USA und in Deutschland könnten sich neue Einstiegsmöglichkeiten ergeben. Um den erwarteten Schwankungen zu begegnen, wird die Gewichtung einzelner Positionen möglichst gering gehalten und das Portfolio breiter aufgestellt.

HELLERICH Sachwertaktien

Der HELLERICH Sachwertaktien B erreichte eine Wertentwicklung von 6 Prozent. Die defensiven Branchen taten sich angesichts der überragenden Entwicklung von Technologieaktien erneut schwer. Der Gesundheitsbereich litt unter unklaren politischen Verhältnissen. Der Fonds schlug sich in diesem herausfordernden Umfeld respektabel.

Das Anlageuniversum des HELLERICH Sachwertaktien wies im vergangenen Jahr im Vergleich zu den gängigen Indizes eine gemischte Entwicklung auf. Der europäische Aktienindex für Nahrungsmittel und Getränke schloss mit einem Minus von mehr als zehn Prozent ab. Dagegen konnte der US-amerikanische Sektorindex in Euro gerechnet um knapp zehn Prozent zulegen. Der globale MSCI Food, Beverage & Tobacco Index lag ohne Dividenden mit 1,3 Prozent im Minus. Der Bereich Gesundheitswesen schnitt mit 4,6 Prozent in Europa, gemessen am STOXX Health Care Index, und 8,9 Prozent in den USA (S&P 500 Health Care) besser ab, allerdings in beiden Fällen ebenfalls deutlich unterhalb der Länder- bzw. Regionenindizes. Auch die Teilindizes für Pharmazeutika und Biotechnologie wiesen bescheidene Ergebnisse auf. Die dritte Region neben Europa und den USA ist der asiatische Raum. Die asiatischen Indizes für Südkorea, Indonesien und Thailand schlossen das Jahr unterdurchschnittlich ab, und somit war dieser Bereich zu Recht im Fonds gering gewichtet. Die anfängliche Yen-Schwäche kehrte sich nach einer kurzen volatilen Phase zwar um, doch damit nahm die Eignung japanischer Aktien für das defensive Fondskonzept wesentlich ab. Der Telekommunikationsbereich erwies sich in einigen Ländern als sehr attraktiv. Nachdem die Unternehmen dieser Branche ein sehr ähnliches Geschäftsmodell betreiben und der Wettbewerb aufgrund weniger Anbieter eingeschränkt ist, blieb es bei einer vergleichsweise hohen Gewichtung von zehn Prozent auf Fondsebene. Im Bereich der Versorger verhält es sich wiederum anders, da die Geschäftsmodelle stärker variieren. Neben Elektrizitätsversorgern gibt es viele Gasversorger, integrierte Energiekonzerne oder auf alternative Energie fokussierte Anbieter. Diese litten im vergangenen Jahr besonders unter einem Abverkauf. Die hohen Kosten und die fehlenden politischen Initiativen erschwerten das Geschäft der Unternehmen.

Im Fonds konnte Walmart das beste Ergebnis erzielen. Die seit Langem gehaltene Position erreichte einen Wertzuwachs von 86 Prozent. Für einen Megakonzern wie Walmart war dies ein extremer Anstieg und dürfte nicht so leicht wiederholbar sein. Nachdem die Vergleichsgruppe wesentlich schlechter abschnitt, kann dies auf die erfolgreiche Online- und Preisstrategie des Unternehmens zurückgeführt werden. Die Wettbewerber Dollar Tree und Dollar General verloren im gleichen Zeitraum etwa 40 Prozent, während Target immerhin noch ein Plus von vier Prozent aufwies. Die ebenfalls im Portfolio enthaltene Aktie der Supermarktkette Kroger legte dagegen um 45 Prozent zu.

**Branche Nahrungs-
mittel ohne
Wertzuwachs**

HELLERICH Sachwertaktien B (Wertentwicklung in % per 31.12.2024)



Die wahrscheinlich größte Aufmerksamkeit galt im Pharmasegment den Medikamenten Mounjaro und Ozempic von Eli Lilly und Novo Nordisk: Zum einen wegen des Wettstreits um die beste Wirksamkeit und darüber, wer zuerst den dringend benötigten Nachschub herstellen kann, zum anderen wegen der vielen Kopien und Nachahmer, der zahlreichen Studien zur Wirksamkeit und eines durch den designierten Gesundheitsminister entfachten politischen Diskurses. Beide Unternehmen gehören nun zu den wichtigsten Pharmaunternehmen der Welt, konnten auf Fondsebene in diesem Jahr jedoch keine positiven Beiträge leisten.

Im Bereich der Telekommunikation verzeichneten die Deutsche Telekom und Verizon Zuwächse, im Einzelhandel waren es die beiden kanadischen Supermärkte Loblaw und Metro. Japanische Unternehmen hingegen verzeichneten die höchsten Rückgänge. Aufgrund des schwachen Yens fielen die Schwankungen höher aus. Nissin Foods, Sundrug und MatsukiyoCocokara verließen mit zweistelligen Verlusten das Portfolio.

Die großen Mischkonzerne für Haushaltswaren und Körperpflege Procter & Gamble, Colgate-Palmolive und Henkel konnten gute Ergebnisse erzielen. Die Ausnahmen in diesem Segment bildeten die Aktien von L'Oréal und Reckitt Benckiser. Während L'Oréal Umsatzeinbußen im wichtigen chinesischen Markt zu verzeichnen hatte, war eine erfolgreiche Musterklage gegen ein Tochterunternehmen von Reckitt Benckiser in den USA für den Kursabschlag verantwortlich. Somit gab es große Diskrepanzen auch innerhalb der Segmente. Auf Währungsebene konnten nur der US-Dollar und das britische Pfund gegenüber dem Euro an Wert gewinnen.

Licht und Schatten im selben Segment

HELLERICH Sachwertaktien B – Wertentwicklung in 12-Monats-Zeiträumen per 31.12.2024 gemäß WpDVerOV

Zeitraum	Wert					
Am Tag der Anlage bei Zahlung eines Agios (bis zu 5,0%) / Kaufspesen (ca. 0,2%) ggf. bis zu -5,2%						
31.12.2019 - 31.12.2020	-10,9%					
31.12.2020 - 31.12.2021	12,1%					
31.12.2021 - 31.12.2022	-9,8%					
31.12.2022 - 31.12.2023	-8,2%					
31.12.2023 - 31.12.2024	6,0%					
Wertentwicklung in Kalenderjahren per 31.12.2024 gemäß BVI-Methode						
seit Auflage 07.04.2009	2024	2023	2022	2021	2020	2019
114,3%	6,0%	-8,2%	-9,8%	12,1%	-10,9%	11,1%
Seit Auflage: Volatilität (Schwankungsbreite)						
						9,9%
Maximaler Verlust						
						-26,6%

Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Es können für den Anleger Depotkosten entstehen, welche die Wertentwicklung mindern. Datenquelle für Fondspreise ist die Attrax Financial Services S.A.. Alle Kennzahlen basieren auf Euro-Perfomancedaten. Die HELLERICH GmbH übernimmt keinerlei Haftung für die Richtigkeit der hier dargestellten Inhalte und Daten.

Der Ausblick für die Branchen Nahrungsmittel, Gesundheitswesen, Telekommunikation und Versorger ist neutral. Die Bewertungen sind teils noch attraktiv und die Prognosen tendenziell pessimistisch. Auf der anderen Seite spielt die Gesetzgebung für diese Branchen eine wichtige Rolle, und die könnte sich angesichts der neuen Regierung in den USA oder auch in Deutschland wesentlich verändern. Der Kursanstieg der wirklich guten US-Unternehmen erscheint ausgereizt, aber auch außerhalb der USA gibt es interessante Alternativen. Ein möglicher positiver Einflussfaktor ist der Einsatz von künstlicher Intelligenz. Damit könnten Unternehmen die Effizienz steigern und Kosten reduzieren. Bei gesteigerter Profitabilität wären auch höhere Bewertungen denkbar. Für die Versorger ist KI ebenfalls ein positiver Faktor, da der Strombedarf weiter zunehmen wird. Es bleibt wie immer spannend und als Investition eine gute Ergänzung.



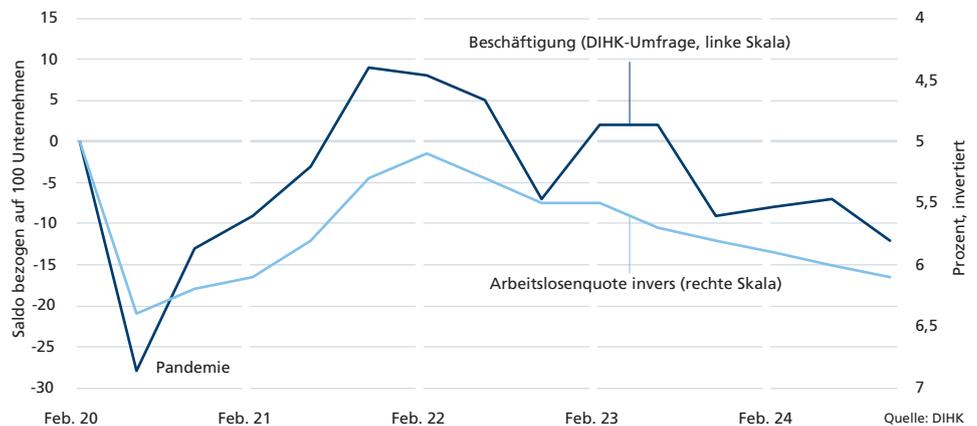
Verhaltene Aussichten – aber Chancen durch politischen Wandel

Dr. Michael Clauss

Seit Jahren
Stagnation in
Deutschland

Die wirtschaftliche Entwicklung im abgelaufenen Jahr war von politischen und militärischen Auseinandersetzungen geprägt. In den USA erhöhte sich das Staatsdefizit im Vorfeld der Wahlen, was die Wirtschaft vorübergehend stimulierte. In Europa blieb die wirtschaftliche Dynamik im Zeichen von Russlands Angriffskrieg und der Sanktionen gedämpft. Mit der Hoffnung auf eine Beendigung des Kriegs wird für 2025 eine Verringerung der Wachstumsdifferenzen erwartet. Für die US-Wirtschaft wird mit einem Zuwachs von gut zwei Prozent, für den Euroraum ohne Deutschland von 1,5 Prozent gerechnet. Die deutsche Wirtschaft bildet mit einem vom Sachverständigenrat (SVR) erwarteten BIP-Wachstum von 0,2 Prozent das konjunkturelle Schlusslicht der Industrieländer. Gleichzeitig prognostiziert der IWF ein weiteres Nachlassen der Inflationsrate auf zwei Prozent in den USA und Europa. Dies wird Raum für weitere Zinssenkungen schaffen.

Beschäftigungsabsichten und Arbeitslosenquote in Deutschland



Zur Jahreswende 2024/25 besteht, zumindest für Deutschland, noch wenig Anlass zu konjunkturellem Optimismus. Glaubt man deutschen und internationalen Konjunkturforschern, wird sich die seit 2019 beobachtete Stagnation der deutschen Wirtschaft auch 2025 mit einem prognostizierten BIP-Wachstum von lediglich 0,2 Prozent fortsetzen. In diese Richtung deuten auch Frühindikatoren wie Geschäftsklima und Auftragseingang. Besonders die Industrie leidet aufgrund der internationalen Spannungen und unsicheren Rahmenbedingungen unter der anhaltenden Auftragschwäche. Dies schlägt sich in einem deutlichen Rückgang der Investitionstätigkeit nieder. Aber auch der private Verbrauch verharrt trotz kräftiger Zuwächse bei Geringverdienern auf niedrigem Niveau.

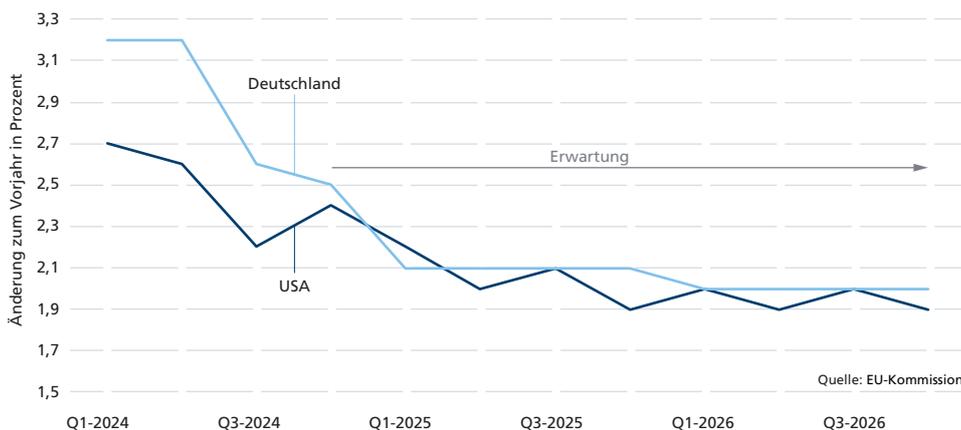
Steigende Arbeits-
losigkeit, sinkende
Inflation

Obwohl die Reallöhne zwischenzeitlich kräftig gestiegen sind, hat sich die Stimmung auf dem Arbeitsmarkt deutlich eingetrübt. Nicht nur große Unternehmen in der Elektro- und Automobilbranche haben Entlassungen angekündigt. Nach der Konjunkturumfrage des DIHK-Instituts vom Oktober 2024, möchten per saldo zwölf Prozent der deutschen Unternehmen Stellen abbauen. Dies wäre der stärkste Rückgang seit der Pandemie (s. Grafik).

Etwas erfreulicher stellt sich das Bild in den europäischen Nachbarländern sowie den USA und China dar. Immerhin wird 2025 für den übrigen Euroraum ein Wachstum von 1,5 Prozent erwartet (nach einem Prozent im Jahr 2024). In den USA rechnen die Analysten mit einem Zuwachs von über zwei Prozent. Für China wird trotz der Schwäche des Immobiliensektors für 2025 mit einem BIP-Zuwachs von 4,5 Prozent (nach 4,8 Prozent im abgelaufenen Jahr) gerechnet. Aber auch für die deutsche Wirtschaft gibt es Lichtblicke in Form einer Aufhellung der Inflationsaussichten – hier wird für 2025 ein weiterer leichter Rückgang auf zwei Prozent erwartet. Dies wirkt zum einen positiv auf die Zinserwartung und zum anderen auf die Realeinkommen der Haushalte.

Lichtblicke

Inflationsausblick Deutschland und USA



Die aktuelle Konjunkturschwäche ist jedoch nicht nur „hausgemacht“, sondern auch auf außenwirtschaftliche und geopolitische Herausforderungen zurückzuführen. Handelspolitisch sind es insbesondere die angekündigten Zölle des gewählten Präsidenten Trump, vor allem gegenüber China, die die europäische Wirtschaft durch eine Eintrübung des Welthandels treffen können.

Deutsche Konjunkturschwäche ist nicht nur hausgemacht

Geopolitisch war es bisher Russlands Krieg, der auch die deutsche Politik dominierte und das Budget beeinflusste. Hier könnte der Regierungswechsel in den USA positive Perspektiven eröffnen. Denn die künftige US-Regierung will sich offenbar der Herausforderung stellen, in der Ukraine als auch im Nahen Osten eine Beendigung der Kriege zu erreichen. Ein Erfolg würde auch bei der hiesigen Wirtschaft für sicherere Perspektiven und damit eine bessere Stimmung sorgen. Ein Politikwechsel in Deutschland nach den Wahlen kann mit dem Fokus auf Wirtschafts- und Wettbewerbsthemen ebenfalls neue Chancen eröffnen.

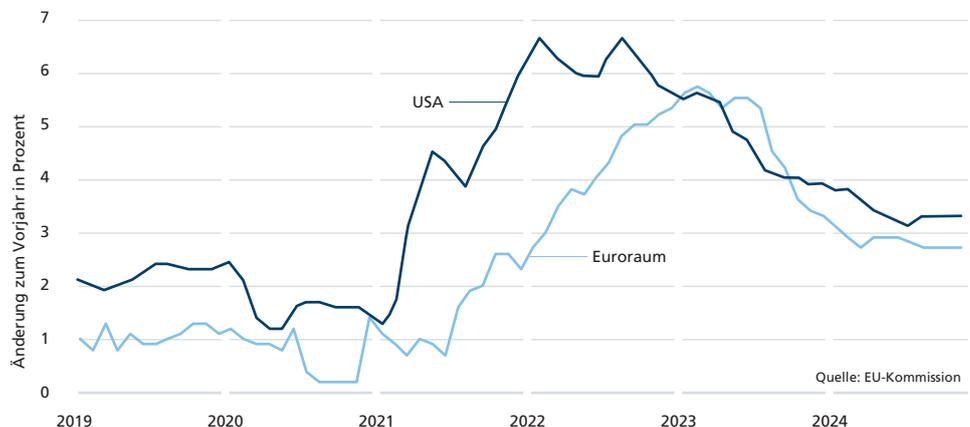
Chancen



Die Zinsnormalisierung – Motor für die Konjunktur?

Seit Jahresmitte befinden sich die führenden Zentralbanken auf Zinssenkungskurs. Die EZB wie auch die US-Notenbank Fed führten ihr Zinsniveau in drei Schritten um ein Prozent auf drei (EZB) bzw. 4,5 Prozent (Fed) zurück. Anders als in der Vergangenheit ging dieses Mal die Initiative für den ersten Zinsschritt von der EZB aus. Gleichzeitig ließen beide Zentralbanken ein weiteres Abschmelzen der Anleihenbestände zu, was die Wirkung der Zinssenkungen schmälert. Die Marktteilnehmer erwarten eine Fortsetzung der Zinsschritte. Angesichts hartnäckiger Inflation könnte der Zyklus in den USA bereits Ende 2025 und im Euroraum Mitte 2026 auslaufen.

Kerninflation USA und Euroraum – Ende des Rückgangs?



Zu Beginn des Jahres 2025 befindet sich der europäische Zinssenkungszyklus in der Halbzeit

Mit ihren Zinsentscheidungen Anfang Juni bzw. Mitte September läuteten die EZB und die Fed die Zinswende ein. Mit Blick auf die Geldmarktzinsen verschiedener Laufzeiten ist eine Fortsetzung dieser Tendenz zu erwarten, wobei nach Angabe der EZB das Zinstief bei etwa zwei Prozent im Laufe des Jahres 2026 zu erwarten ist. Ähnliches gilt für die USA, allerdings bei einem Zinsniveau von 3,3 Prozent. Anfang 2025 wäre also, je nach Währungsraum, eine Art Halbzeit im Zinssenkungszyklus erreicht.

Anders sieht es auf den Anleihemärkten aus, die neben den Notenbanken vor allem von Privatinvestoren mit ihren jeweiligen Inflationserwartungen bestimmt werden. Die Renditen von Staatsanleihen ab einer Laufzeit von zwei Jahren befinden sich in den USA seit

zwei Jahren auf einem konstanten Niveau, während sie in Europa noch rückläufig sind. Dies impliziert, dass Privatanleger in den USA nicht mit einem weiteren Inflationsrückgang rechnen.

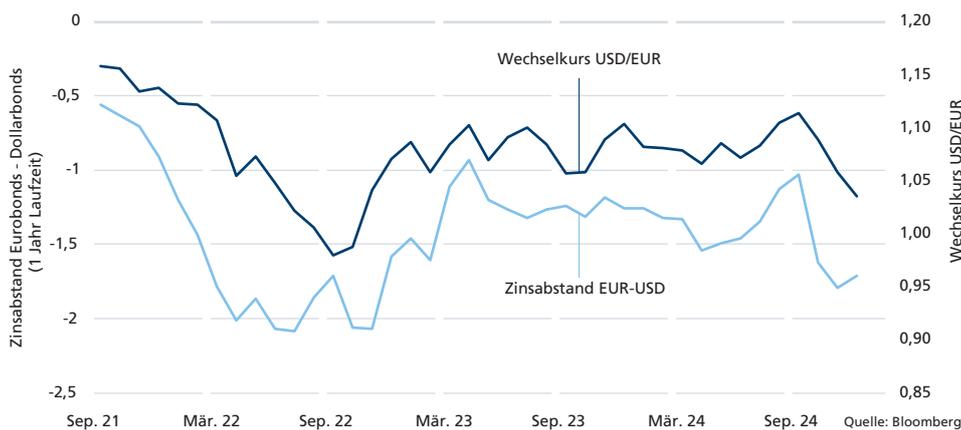
Drei Zinsszenarien für Europa

Das Erreichen des Zinsbodens in den USA bei gleichzeitig rückläufiger Tendenz in Europa könnte bedeuten, dass sich die Zinspfade und damit die Inflationserwartungen der beiden Märkte trennen.

Erstes Szenario – Divergierende Entwicklungen in den USA gegenüber Euroraum

Ein erstes mögliches Szenario wäre eine Entkopplung der Zinspolitik der EZB von der Fed, mit einer tendenziellen Straffung in den USA und mehr Expansion in Europa. Denn gerade unter der neuen Regierung Trump bleibt die Fiskalpolitik in den USA expansiver als in den meisten Ländern des Euroraums. Damit benötigen die USA auch höhere Zinsen, um ihr Defizit zu finanzieren, was kurzfristig den Dollar stärken wird.

Zinsabstand EUR-USD und Wechselkurs USD/EUR



Während in den USA die Leitzinsen 2026 wieder ansteigen, sind für Europa beide Richtungen möglich

Gleichzeitig bliebe in diesem Szenario die europäische Geldpolitik expansiv. Die Leitzinsen würden angesichts der erwarteten schwachen Konjunktorentwicklung weiter gesenkt, auch um eine eher expansive Fiskalpolitik – mit einer Lockerung der Schuldenbremse – zu unterstützen. Dies würde beispielsweise eine bewusste Stimulierung der Exporte durch niedrige Zinsen und einen schwächeren Euro einschließen. Im Extremfall könnte sogar die bis Mitte 2022 verfolgte Nullzinspolitik auf der Tagesordnung stehen, und auch eine Rückkehr zu Anleihekäufen wäre möglich.

Wahrscheinlich Zinspause im zweiten Halbjahr

Zweites Szenario – Zinssenkungszyklus im Euroraum endet bei zwei Prozent, danach möglicher Wiederanstieg

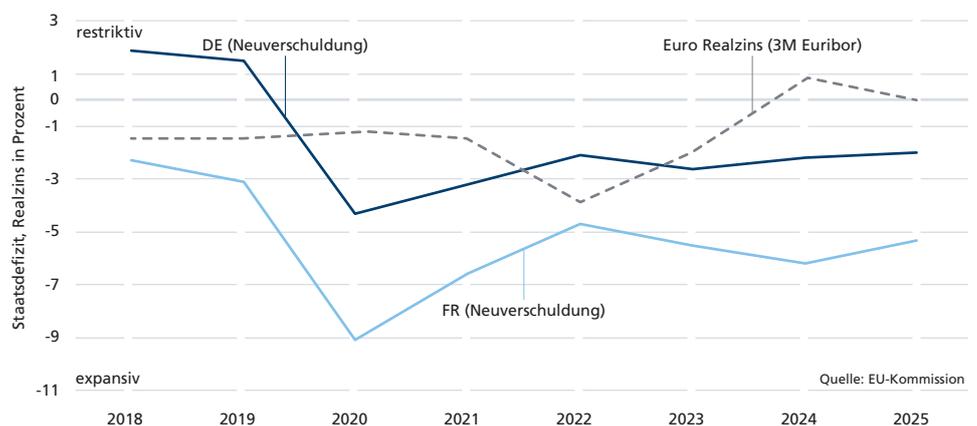
Alternativ wäre denkbar, dass die EZB den Zinssenkungszyklus im Jahr 2026 bei einem Leitzinsniveau von etwa zwei Prozent auslaufen lässt. Bereits im Folgejahr könnte sie dann der Fed bei den Zinsen wieder nach oben folgen – mit oder ohne Schuldenbremse. Es würde dem Konzept des konjunkturalneutralen Zinses entsprechen. Um den restriktiven Effekt aus der Rückführung der Anleihenbestände (quantitative Straffung) auszugleichen, könnte der neutrale Zins zwischen einem und zwei Prozent liegen. Insofern hätte die EZB mit der Abschmelzung der Anleihenbestände neben den Zinsen ein weiteres geldpolitisches Straffungsinstrument zur Verfügung.

Längerfristig, d. h. jenseits des Prognosezeitraums, würde sich die Geldpolitik in diesem Szenario eher an den jeweiligen Inflationserwartungen als an Konjunkturprognosen orientieren. Neben den Zinsen könnten die EZB-Anleihenbestände zur Steuerung eingesetzt werden.

Drittes und wahrscheinlichstes Szenario – Zinspause im zweiten Halbjahr

Welches Szenario im Prognosezeitraum, d. h. bis zur zweiten Hälfte 2026, relevant sein wird, hängt zum einen von der Konjunkturprognose, zum anderen von den fiskalpolitischen Rahmenbedingungen ab. Selbst ein Fortdauern der wirtschaftlichen Schwäche hätte nicht automatisch eine expansive Geldpolitik zur Folge, andererseits würde eine Konjunkturerholung nicht automatisch zu einer Straffung führen. Entscheidend für die

Fiskalpolitik weiter expansiv, Geldpolitik beendet Restriktion



Zinsentwicklung am Geld- und Kapitalmarkt wird vielmehr das Zusammenspiel von Konjunktur und Wirtschaftspolitik in Deutschland und Europa sein.

Gerade die Konjunktorentwicklung in Deutschland und Europa ist aktuell durch den Einfluss der Weltkonjunktur von besonderer Unsicherheit bestimmt. Nicht nur einzelne Volkswirtschaften, sondern auch die Zoll- und Handelspolitik spielen eine entscheidende Rolle. Vor diesem Hintergrund haben Bundesbank und Bundesregierung ihre Wachstumsprognosen nach unten revidiert und erwarten aktuell eine wirtschaftliche Stagnation für Deutschland und ein Minimalwachstum im Euroraum.

Die wirtschaftliche Stagnation ist insofern beachtenswert, als die Wirtschaftspolitik per saldo expansiver geworden ist. Die staatliche Ausgabenflut, wie sie in Deutschland, Europa und den USA seit der Pandemie zu beobachten ist, wurde durch die Zinsanhebungen seit 2022 nur teilweise und temporär kompensiert.

Die Lockerung der Geldpolitik wäre nun also mit einer fiskalischen Straffung zu kompensieren. Da wir uns jedoch in einer Währungsunion befinden, müsste eine solche Umsteuerung hin zu fiskalischer Straffung und Strukturreformen im Euroraum stattfinden. Durch die Verschiebung der Mehrheiten in Frankreich und die bisherige Regierung in Deutschland wurde ein solcher Richtungswechsel verhindert. Sollte sich in beiden Ländern keine Mehrheit für die überfällige fiskalische Straffung finden, würde das den Spielraum für Zinssenkungen verringern, selbst wenn die Anzeichen für eine Konjunkturbelebung ausbleiben.

FAZIT

Eine gegenseitige Blockade von Geld- und Fiskalpolitik war in der Vergangenheit vor allem während der Ölkrisen der 1970er-Jahre und nach der deutschen Einheit Anfang der 1990er-Jahre, also vor dem „Eurozeitalter“, zu beobachten. Eine Wiederholung von fiskalischer Expansion und geldpolitischer Straffung könnte im aktuellen Umfeld letztendlich den Währungsraum gefährden. Andererseits bietet eine politische Wende in Deutschland mit einer Umsetzung wichtiger Strukturreformen auch die Chance einer nachhaltigen wirtschaftlichen Erholung, die sich auch auf die Nachbarländer auswirken würde.

Europa vor Minimalwachstum im Jahr 2025, Weltkonjunktur als Hauptrisikofaktor



Gorodenkoff / Shutterstock

Standortreform oder Konjunkturprogramm – Was bringt die Trendwende?

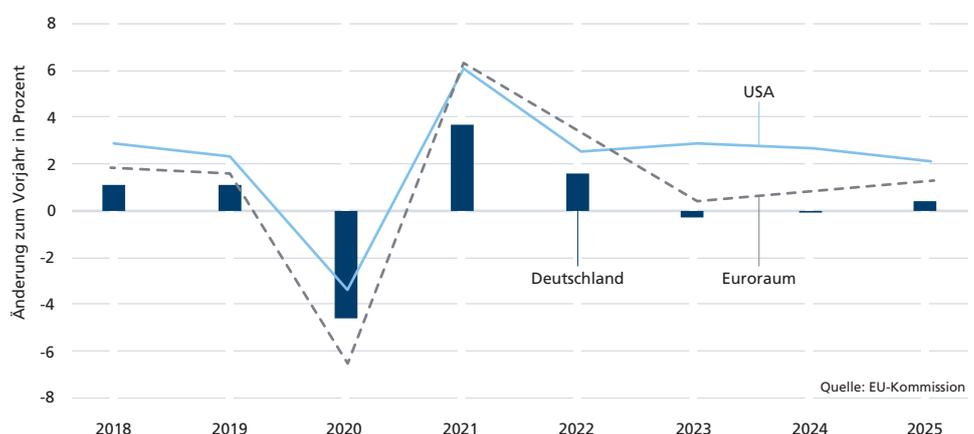
Bereits 2019, also noch vor der Corona-Pandemie, geriet die deutsche Wirtschaft in eine Phase anhaltender Stagnation. Ein Ende ist auch im Jahr 2025 nicht absehbar. Vor diesem Hintergrund ist inzwischen eine heftige Diskussion entbrannt, ob der Staat durch höhere Ausgaben Konjunkturimpulse setzen und die Infrastruktur verbessern kann oder ob dies durch den Abbau staatlicher Regelungen und eine grundsätzliche Reform teurer Umwelt- und Sozialprogramme erreicht werden kann. Eine Mehrzahl von Ökonomen, wie jene vom ifo Institut, befürworten Letzteres. Dies könne, ähnlich wie die Agenda 2010, die Standortbedingungen verbessern und für einen neuen Investitionsschub sorgen.

A) Lockerung der Schuldenbremse als Konjunkturprogramm

Angesichts der aktuellen Stimmungseintrübung auf dem Arbeitsmarkt sehen sich die Regierungen in Europa zunehmend unter Handlungsdruck. Das gilt vor allem in Deutschland, wo der Wahlkampf für die auf Februar 2025 vorgezogene Bundestagswahl begonnen hat. Die Konzepte für einen wirtschaftlichen Umschwung weichen allerdings wie die Expertenmeinungen weit voneinander ab.

Schuldenbremse erlaubt zwei Prozent Defizit

BIP-Wachstum in Europa und USA – Deutschland ist Schlusslicht

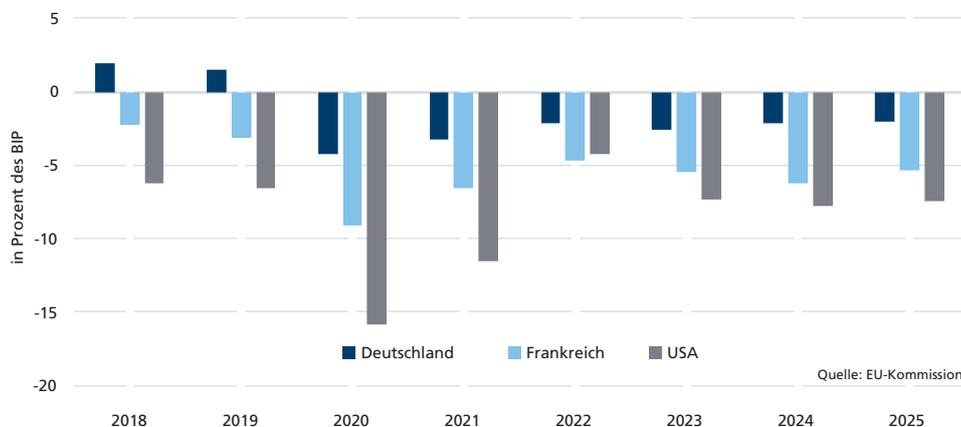


Dies beginnt bereits bei der Ursachenforschung. Die SPD sieht vor allem den aktuellen Sparkurs als Ursache für die Wirtschaftsflaute und fordert entsprechend eine Lockerung der sogenannten Schuldenbremse. Hierbei handelt es sich um die seit 2009 im Grundgesetz vorgeschriebene Begrenzung der strukturellen Neuverschuldung auf 0,35 Prozent des BIP von aktuell 4,2 Billionen Euro. Dies entspräche derzeit etwa 15 Milliarden Euro. Die zulässige Verschuldung kann entsprechend der Konjunkturlage deutlich höher liegen, da Ausgaben für die Bundesagentur für Arbeit oder konjunkturbedingte Steuerausfälle nicht auf die Verschuldung angerechnet werden. Hiervon hat die Bundesregierung während der Pandemie in den Jahren 2021 und 2022 teilweise Gebrauch gemacht. Die Neuverschuldung lag in diesen Jahren im Durchschnitt bei zwei Prozent des BIP bzw. 80 Milliarden Euro.

Der Verschuldungsspielraum ist noch nicht ausgeschöpft

Doch wichtige deutsche Handelspartner haben sich sogar deutlich mehr verschuldet. So lag die Neuverschuldung in Frankreich im Durchschnitt der Jahre 2021 bis 2024 bei fast sechs Prozent des BIP, in den USA, die solche Regeln wie die des „Euro-Stabilitätspakts“ nicht anwenden, sogar bei 7,5 Prozent des BIP. Das stimulierte die Wirtschaft und erklärt teilweise, warum die Wachstumsraten von 2,9 Prozent in Frankreich und 3,5 Prozent in den USA in den genannten Jahren deutlich höher waren als in Deutschland.

Neuverschuldung im Vergleich



Die Forderung nach einer Lockerung des Stabilitätspakts für höhere Investitionen in Verteidigung und Infrastruktur wird auch von Bundesbankpräsident Nagel unterstützt. Die bisherige Regierung fordert zusätzliche Ausgaben für die Deckelung von Energiepreisen sowie die Unterstützung der Automobilindustrie. Alles in allem geht es darum, einen größeren fiskalischen Spielraum zu erlangen, um ökologische, soziale und ökonomische Ziele in Einklang zu bringen.

USA als Vorbild für die Lockerung der Schuldenbremse?

B) Verbesserung der Standortbedingungen

Die Gegenposition wird von den „Wirtschaftsweisen“ (Sachverständigenrat SVR), den wirtschaftsnahen Printmedien sowie den liberalen und konservativen Parteien vertreten. Sie verfechten einen Abbau staatlicher Regelungen und eine grundsätzliche Reform teurer Umwelt- und Sozialprogramme, denn nur damit könnten die wirtschaftshemmenden Faktoren eliminiert werden.

Dabei geht es um folgende „Problemfelder“

1. Ausgaben des öffentlichen Sektors in Bezug auf Zielgenauigkeit und Effizienz
2. Niedriges Produktivitätswachstum und Konzentration auf „alte Industrien“
3. Banken mit Schwächen bei der Digitalisierung, Einbindung in den europäischen Kapitalmarkt
4. Geringe Kapazität des Wohnungsmarkts aufgrund von Überregulierung
5. Überlastete Verkehrsinfrastruktur, einseitige Konzentration auf den Straßenverkehr
6. Finanzierungslücken bei der Alterssicherung aufgrund der Verrentungswelle

Was ist unter diesen Punkten zu verstehen?

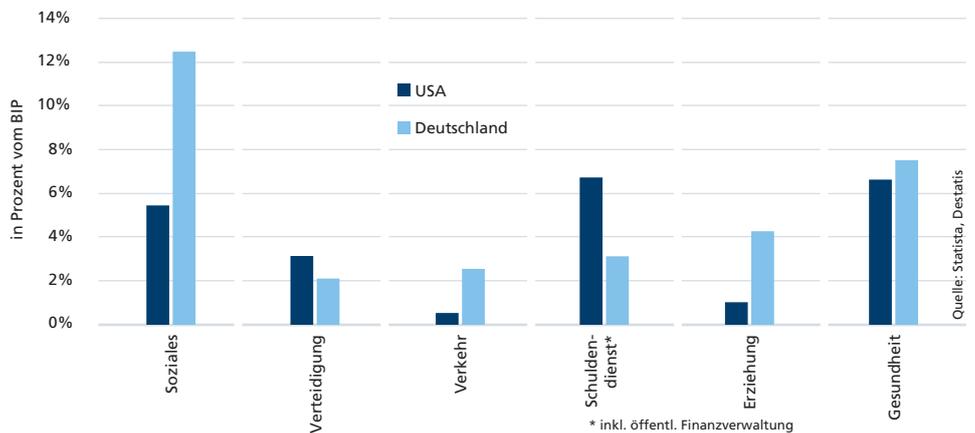
zu 1. Ausgaben des öffentlichen Sektors in Bezug auf Zielgenauigkeit und Effizienz

Während der Umfang der Staatsausgaben mit einem Anteil von 49 Prozent am BIP dem Durchschnitt der EU entspricht, aber deutlich über demjenigen der USA (40 Prozent) und Japans (43 Prozent) liegt, ist die Durchführung der Ausgabenprogramme insgesamt wenig zielführend. Das betrifft besonders die Bildungsausgaben, wie das Abrutschen Deutschlands im internationalen PISA-Test zeigt. Die duale Berufsausbildung ist zwar noch ein Standortvorteil, verliert aber in Deutschland an Bedeutung. Gleichzeitig machen die Sozialausgaben mit 41 Prozent nach wie vor den größten Anteil am Bundeshaushalt aus. Die hohen Aufwendungen für das sogenannte „Bürgergeld“ wirken zudem ausgabenbenerhöhend. Besonders ineffizient ist die Förderung erneuerbarer Energien, bei denen jährlich 35 Milliarden Euro durch die sogenannte EEG-Umlage und Einspeisevergütung umgeschichtet werden. Auf der anderen Seite lassen die einzelnen Regierungen ein Absinken des CO2-Preises und damit die Schwächung der Wirksamkeit dieses Instruments zu. Auch deshalb weist Deutschland in der Energieproduktion unter den großen EU-Ländern die höchsten CO2-Emissionen pro Kopf auf.

Durch diese fehlgeleiteten bzw. ineffizienten Ausgaben bleiben Mittel gebunden, die für zukunftsweisende Verwendungen in Bildung, Verkehrsinfrastruktur, Forschung und Verteidigung fehlen. Dies zeigt auch ein Vergleich des Bundeshaushalts mit dem Zentralhaushalt der USA.

Hoher Anteil an Sozialausgaben, ineffiziente Umweltausgaben

Staatsausgaben nach Verwendungen



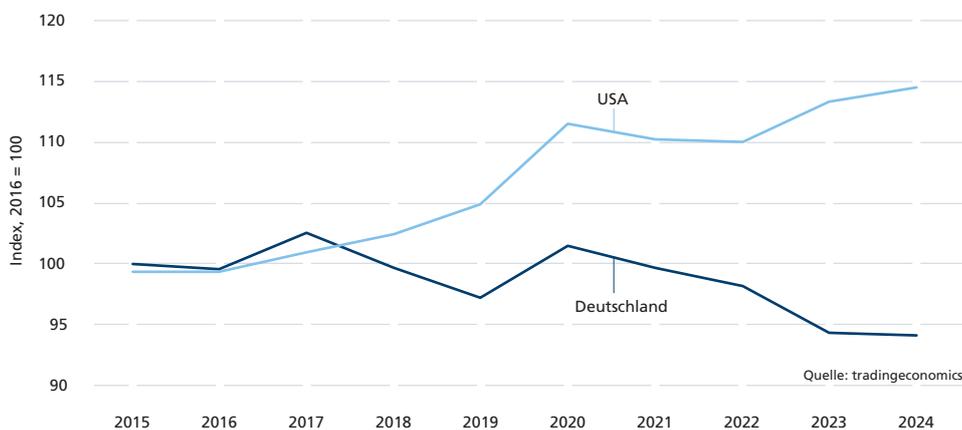
Zu 2. Niedriges Produktivitätswachstum und Konzentration auf „alte Industrien“

Inzwischen gilt der hohe Anteil alter Industrien wie der Automobilindustrie, des Maschinenbaus oder der chemischen Industrie als Standortsschwäche. Das ifo Institut bezeichnet dies als Fokus auf „Mitteltechnologien“. Hierunter versteht das Institut weitgehend ausgereifte Technologien, in denen hauptsächlich langsame Innovationen stattfinden. Dem Gegensatz dazu bilden Hochtechnologien aus den Bereichen Software und Life Science. Sie sind Träger von Basisinnovationen, die technologische Quantensprünge wie die Entwicklung des Smartphones, KI-Anwendungen oder Gentechnik beinhalten.

Nur wenige europäische Unternehmen von Weltrang sind hier vertreten: z. B. SAP in Deutschland, ASML in den Niederlanden oder Schneider Electric und Safran in Frankreich. Demgegenüber kommen beinahe alle Spitzentechnologieunternehmen aus den USA. Dies schlägt sich auch im höheren Produktivitätswachstum der US-Wirtschaft nieder.

Deutschland in der Mitteltechnologiefalle

Produktivitätsschere zwischen den USA und Deutschland



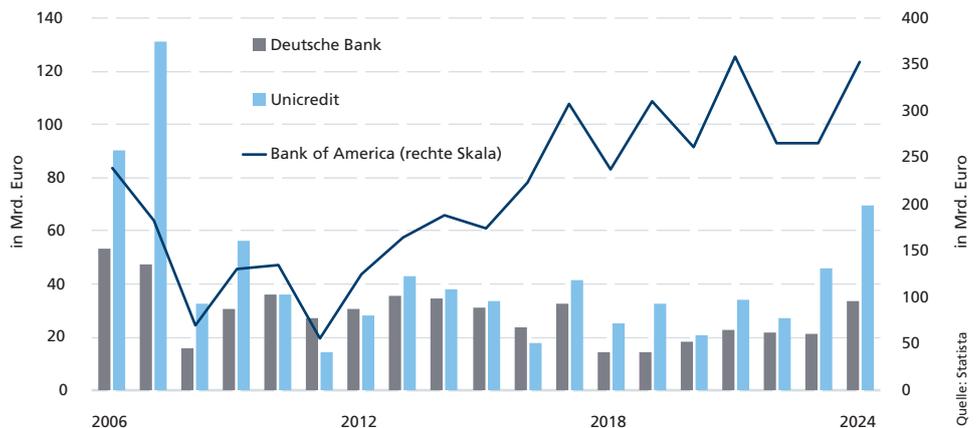
Zu 3. Banken mit Schwächen bei der Digitalisierung, Einbindung in den europäischen Kapitalmarkt

Eine besondere Rolle beim Wirtschaftswachstum spielt der Finanz- und Bankensektor. Dabei geht es nicht nur darum, aus Ersparnissen von Bankkunden Kredite für Unternehmen bereitzustellen. Viel bedeutender ist es, finanzielle Ressourcen über ein breites Spektrum von Anlage- und Kreditkanälen für die Wirtschaft nutzbar zu machen. Auch hier spielen wieder amerikanische Investmentbanken eine große Rolle. Im Gegensatz zur Situation in Deutschland, wo Unternehmen immer noch vorwiegend über Bankkredite finanziert werden, finden Finanzierungen in den USA hauptsächlich über Aktien und Anleihen statt. Durch die vielen, teilweise konkurrierenden Möglichkeiten herrscht mehr Wettbewerb und die Kapitalbeschaffung wird nicht zuletzt aufgrund der Größe der Institute vereinfacht.

Schwacher Finanzsektor ist die Achillesferse der deutschen Wirtschaft

Symptomatisch für das Zurückfallen Deutschlands in diesem Bereich ist der Abstieg der zwei verbliebenen Großbanken zu werten, die nach Börsenkapitalisierung gemäß CompaniesMarketCap.com ins untere Mittelfeld des globalen Bankenrankings abgefallen sind (Deutsche Bank Platz 67).

Marktkapitalisierung bei Banken – Deutsche Bank fällt zurück



Zu 4. Geringe Kapazität des Wohnungsmarkts aufgrund von Überregulierung

Infrastrukturpolitisch kommt laut SVR gerade dem Wohnungsbau gesamtwirtschaftliche Bedeutung zu. Vor allem die hohe Zuwanderung der letzten Jahre (seit 2011 wuchs die Bevölkerung um mehr als vier Millionen) und die zins- und regulierungsbedingte Verringerung der Bautätigkeit haben dieses Problem in den Vordergrund der Handlungsfelder deutscher Politik gerückt. Nach einer Analyse des Pestel Instituts fehlen in Deutschland rund 800.000 Wohnungen – Tendenz steigend. Gleichzeitig bedeutet die Wohnungsknappheit politischen Sprengstoff, da hierdurch die Mieten immer weiter steigen.

Zu 5. Überlastete Verkehrsinfrastruktur, einseitige Konzentration auf den Straßenverkehr

Die Verkehrsinfrastruktur wird angesichts der Zuwanderung bei gleichzeitigem Rückgang staatlicher Infrastrukturausgaben (z. B. für die Bahn) zunehmend zu einem Engpass wirtschaftlicher Entwicklung. Dies betrifft vor allem die Schieneninfrastruktur, hat aber auch zunehmende Auswirkungen auf die Verkehrsinfrastruktur in Ballungsgebieten.

Zu 6. Finanzierungslücken bei der Alterssicherung aufgrund der Verrentungswelle

Der notwendige Umbau des Alterssicherungssystems war bereits in der Vergangenheit Gegenstand von Untersuchungen der Wirtschaftsforschungsinstitute. Vor allem die politischen Parteien führen derzeit eine hitzige Reformdebatte mit unterschiedlichen Konzepten. Durch das steigende Missverhältnis zwischen Beitragszahlern und -empfängern kann das System nur durch immer höhere Steuermittel aus dem Haushalt aufrechterhalten werden.

Lösungsansätze

Die Aufschlüsselung der Problemfelder impliziert bereits die nötigen Lösungsansätze: Die Vergabe öffentlicher Mittel, die industrielastige Struktur der deutschen Wirtschaft, das unzureichende Finanzsystem und die Überregulierung sind zwingend zu reformieren. Der Druck auf die deutsche Wirtschaftspolitik wird sich durch die angekündigte Deregulierung und Liberalisierung von Arbeits- und Wirtschaftspolitik in den USA noch weiter erhöhen.

Deregulierung

Bezüglich der öffentlichen Ausgaben ist mehr Transparenz in den Entscheidungsprozessen und eine Effizienzanalyse umzusetzen. Dies würde vor allem die überdimensionierten Sozialhaushalte treffen. Hier wären die Höhe und die Anspruchsberechtigung signifikant zu reduzieren. Die dabei frei werdenden Mittel sollten in investive Zukunftsausgaben wie Bildung, aber auch in Verteidigung umgeschichtet werden. Gleichzeitig wäre eine Mischfinanzierung der Verkehrsinfrastruktur unter Einbeziehung privater Investoren anzustreben. An die Stelle der Förderung erneuerbarer Energien müsste ein effizientes Emissionshandelssystem treten.

Mittel sind
umzuschichten

Schwieriger stellt sich der Strukturwandel der Wirtschaft dar. Hierzu gehören eine Entbürokratisierung arbeitsrechtlicher Regelungen sowie eine gezielte öffentliche Förderung junger Unternehmen. In eine ähnliche Richtung zielen andere Konzepte wie der vom Handelsblatt veröffentlichte „Zukunftsplan“. Er stellt am Beispiel erfolgreicher Unternehmen und Länder zukunftsweisende Ideen vor, wie Deutschland wieder voranzubringen ist. Dabei werden vor allem Erfahrungen mit marktwirtschaftlich orientierten „Best Practice“-Strategien erfolgreicher Unternehmen (Flixbus, Gentech) und Länder (Estland bei der Bildung, Südkorea bei der Verwaltung) herausgestellt. Darüber hinaus wäre ein solcher Wandel eng mit der Modernisierung des Finanzsystems verbunden. Für die Unternehmen bräuchte eine weitere Integration europäischer Finanzmärkte mit einer Vielzahl von Finanzierungs- und Anlageoptionen eine Verbreiterung ihrer Finanzierungsbasis und damit eine entsprechende Kostenersparnis. Deutschland würde aufgrund seiner aktuellen Position hiervon besonders profitieren.

Ein Zukunftsplan
ist notwendig

FAZIT

Entscheidend für eine nachhaltige Belebung der deutschen Wirtschaft ist die Stärkung der Marktkräfte durch den Abbau staatlicher Regelungen. Führende Ökonomen in Deutschland fordern vor allem eine Verbesserung der Standortbedingungen für neue Wachstumsindustrien z. B. im IT-Bereich und eine Erneuerung des Finanzsektors. Ebenso wären staatliche Regulierungen in entscheidenden Bereichen der gesellschaftlichen Infrastruktur wie Wohnungsbau, Verkehrsnetze und Alterssicherung durch die Förderung privater Initiativen zu ergänzen. Dies wäre jedoch angesichts der zu erwartenden Kämpfe um Verteilung und Besitzstandswahrung z. B. bei der Bürgergeldreform eine große politische Herausforderung. Eine Lockerung der Schuldenbremse würde zwar mehr Staatsausgaben ermöglichen. Aber wenn die genannten Standortprobleme nicht angepackt werden, verschiebt eine Lockerung lediglich den Handlungsdruck. Das könnte zu einer weiteren Ausweitung der „Produktivitätsschere“ gegenüber den USA und einer Zunahme struktureller Arbeitslosigkeit führen. Wirksame Reformen sind ohne Einschnitte nicht möglich, und ohne sie wird eine nachhaltige positive Wende nur verzögert.

Besitzstandswahrung
als Problem



Ausblick 2025

Entwickeln sich die ersten Tage im Jahr positiv, wird das gesamte Börsenjahr an den Aktienmärkten positiv verlaufen. Diese Börsenweisheit lässt sich sogar statistisch durch den Fünf-Tage-Indikator (FTI) untermauern. Die Regel wurde bereits vor über 50 Jahren von Yale Hirsch, einem in den USA sehr bekannten Analysten und Finanzautor entwickelt. Die Trefferquote soll über 80 Prozent betragen. Von ihm stammen auch weitere statistisch signifikante Anlagemuster wie „Sell in May and Go Away“ oder das Januar-Barometer, die u. a. in der Klassiker-Reihe „Stocktraders Almanac“ veröffentlicht wurden.

Für den DAX-Index und andere europäische Aktienmärkte wäre dies ein gutes Omen. Für die amerikanischen wie den S&P 500 oder den Nasdaq 100 Index sind die ersten Tage nicht besonders eindeutig verlaufen. Doch es ist noch ein weiterer Indikator zu finden: Der Januar-Effekt soll für die US-Märkte noch eine bessere Vorhersage liefern. In 90 Prozent der letzten 20 Jahre haben die US-Märkte nach einem positiven Januar bis zum Jahresende Gewinne erzielt. Es sieht also nicht schlecht aus für das Jahr 2025 - zumindest nach diesen Regeln.

Aber auch ohne solche Regeln ist festzustellen, dass in den allermeisten Kalenderjahren die Aktienbörsen steigen. Somit liegt ein Analyst statistisch meist richtig, wenn er steigende Aktienkurse für das neue Jahr vorhersagt. Liegt er dann noch in einer Spanne von plus sechs bis plus 10 Prozent Zugewinn für seine Prognose (wie häufig von Banken), kann er eigentlich kaum etwas falsch machen, zumindest statistisch betrachtet.

Nun, ganz so einfach stellt sich die Prognosearbeit in der Praxis nicht dar. Zwar sehen wir weiter eine robuste Konjunktorentwicklung in den USA, aber nach den starken Börsenjahren – mit beinahe historisch hohen Bewertungen – könnten jetzt wieder die Ausnahmen von solchen Regeln bevorstehen. Die Risiken für die Märkte haben sich seit längerem kumuliert. Gerade bei den Technologiewerten wird alles davon abhängen, ob das bisherige, sehr starke Gewinnwachstum anhalten kann oder ob die immer noch hohen Prognosen in den nächsten Quartalen enttäuscht werden. Eine gewisse Vorsicht ist angebracht. Auf der anderen Seite gibt es aber Branchen und Märkte, die teilweise sehr günstig bewertet sind. Small-Caps sind beispielsweise stark zurückgeblieben, aber auch Industriewerte. Europa erscheint hinsichtlich der vielen Probleme und konjunkturellen Schwäche auf den ersten Blick kaum erfolgversprechend. Doch hier schlummert nach der längeren schwachen Phase und der relativen Unterbewertung Potenzial. Vielleicht ist die Stimmung bereits schlechter als die Lage. Insbesondere wenn der Krieg in der Ukraine beendet werden kann, ergeben sich neue Chancen – gerade für die deutsche Industrie. Die Euro-Zinsen werden im Gegensatz zu den US-Zinsen auf tiefere Levels fallen und positiv für die Unternehmen wirken. In Deutschland könnte eine neue Regierung einen Stimmungsumschwung mit sich bringen. Ist die Konjunktur erst einmal angesprungen, werden die Kurse bereits deutlich gestiegen sein.

Dies ist per se kein Plädoyer für das schwache Europa und den Abschied von den wachstumsstarken Vereinigten Staaten, jedoch ein Plädoyer für eine breite Anlagestrategie, in der die vernachlässigten Themen, Branchen und Märkte einen angemessenen Platz finden. Generell stufen wir Aktien weiter als attraktiv ein. Dass mit einer Präsidentschaft von Donald Trump in einigen Branchen mit erratischen Bewegungen zu rechnen ist, dürfte klar sein. Nicht zuletzt deshalb sollte im Rahmen einer ausgewogenen Anlagestrategie auch das Thema Gold nicht fehlen – insbesondere solange die Zentralbanken kaufen (siehe Rückblick). Hinsichtlich der Schwellenländer inklusive China wäre abzuwarten, wie der neue US-Präsident mit seinem Lieblingsthema Zölle umgeht. Bei den Anleihemärkten sind die zwei großen Währungsräume unterschiedlich zu handhaben. Sollte Donald Trump seine Wahlversprechen auch nur im Ansatz umsetzen, wäre in den USA eher von einer höher bleibenden als von einer sinkenden Inflation auszugehen. Für die Anleihenkurse ist dies von Nachteil. Aufgrund eines sich wahrscheinlich noch ausweitenden Zinsvorteils könnte der US-Dollar hingegen weiter anziehen, denn im Euroraum werden die Leitzinsen aller Wahrscheinlichkeit nach weiter sinken. Aktuell können noch ansehnliche Renditelevels gesichert werden. Unter diesem Aspekt wäre für Anleihen eher der Euroraum vorzuziehen. Verschiedene Unternehmen im Investmentgradebereich bieten attraktive Renditen. Sollte China durch die bereits begonnenen Stimulationen wieder stärker wachsen, würde dies auch die Rohstoffmärkte und nicht zuletzt die Automobilindustrie begünstigen.

Das Jahr 2025 dürfte erneut sehr spannend werden und neue Chancen bieten.

**Anhaltendes
Gewinnwachstum bei
Technologiewerten?**

**Nachholpotenzial
in Europa**

**Verbreiterung der
Anlagestrategie**

**Attraktive Unter-
nehmensanleihen**



Land der unbegrenzten Möglichkeiten US-Präsident Trump – quo vadis ...?

Dr. Michael Schramm

Donald Trump gilt als Politiker, der „kein Blatt vor den Mund nimmt“, der „Klartext“ redet, auch wenn ihn dabei nicht jeder versteht oder verstehen will. Seine Äußerungen polarisieren. Während die einen jubeln, erfasst andere das blanke Entsetzen. Der neue – alte – US-Präsident emotionalisiert wie kaum ein anderer Staatslenker. Es ist dies Teil seines Politikstils und wohl auch seiner Persönlichkeit. Aussagen wie solche, die Kontrolle über den Panamakanal wieder an sich zu reißen, weil die Durchfahrt zu teuer sei, sorgen weltweit für Beunruhigung. Ähnlich verhält es sich mit den lauten Gedankenspielen Trumps, Grönland oder Kanada müssten amerikanisch werden. Auch die vollmundige Ankündigung, den Ukraine-Krieg binnen 24 Stunden beenden zu können, findet nicht nur Beifall. Viele fragen: um welchen Preis?

Ende der Gewaltenteilung?

Geradezu ein Steckpferd des neuen US-Präsidenten sind Zölle. Bei den wichtigen Handelspartnern sorgen die Zollandrohungen bereits für große Unruhe. In den USA selbst herrscht Sorge vor einem Durchmarsch des konservativen Hardliners, mit Mehrheiten in beiden Kammern und einer in weiten Teilen gefällig besetzten Justiz. Wird Trump tatsächlich die staatliche Verwaltung, so wie von ihm angekündigt, auf allen Ebenen „säubern“? Droht in den USA nicht weniger als das Ende der Gewaltenteilung, also das Ende der „Checks and Balances“?

Im Folgenden sollen diese Themen beleuchtet werden und deren Auswirkungen innen- und außenpolitisch eingeordnet werden.

Zölle als Machtinstrument?

Der Volksmund sagt: „Hunde, die bellen, beißen nicht“. Hoffentlich, so denken in diesen Tagen wohl viele Bürger und Politiker Europas im Hinblick auf den sich derzeit an den Hebeln der Macht einrichtenden neuen Präsidenten der USA, Donald Trump. Bereits im US-Wahlkampf war die öffentliche und veröffentlichte Meinung in den Staaten des alten Kontinents alles andere als neutral. Die Sympathien lagen klar bei den Demokraten, zunächst bei Joe Biden und dann – fast ein wenig euphorisch – bei der spät ins Rennen geschickten Kamala Harris. Diese allgemeine europäische Haltung machte auch vor den meisten Vertretern der konservativen Parteien in der EU nicht halt. Auch hier galt fast durchgängig: Bloß nicht Donald Trump! Dessen erste Amtszeit war vielen Entscheidungsträgern zwischen Portugal und Polen, Irland und Italien in unguter Erinnerung. Ein rauer politischer Westwind wehte vier Jahre lang über den Atlantik nach Europa. Es gab Strafzölle, wenn auch nur in gemäßigtem Umfang. Den US-Wähler unserer Tage hat all das bekanntlich nicht bekümmert. Am 5. November 2024 hatte dieser das Wort, und es fiel überraschend deutlich für den in Europa mehrheitlich als Reizfigur wahrgenommenen Baulöwen und Schauspieler im Zweitberuf aus. Die Folge: Der alte Kontinent stand auf dem falschem Fuß und wurde kalt erwischt. Jetzt gehen zwischen Brüssel und Berlin, zwischen Paris und Prag Ängste um: Wird das Zeitalter der Globalisierung einem Zeitalter des Protektionismus weichen? Das könnte besonders den europäischen Exportmeister Deutschland hart treffen. Was, wenn die US-Regierung Europa vor eine harte Alternative stellen sollte: Entweder einen halbwegs freien Handel ausschließlich mit den USA, aber ausdrücklich nicht mit China, oder den Handel mit China, aber um den Preis schwer überwindbarer Handelsbarrieren für Exporte über den Atlantik? Allein diese beiden (durchaus denkbaren) Szenarien dürften in vielen Chefetagen deutscher Konzerne für verschwitzte Hemdkrägen sorgen. Zu wichtig sind die USA und China als riesige Exportmärkte für deutsche Unternehmen. Ein Entweder-oder hätte einschneidende Folgen.

Handelsvolumina

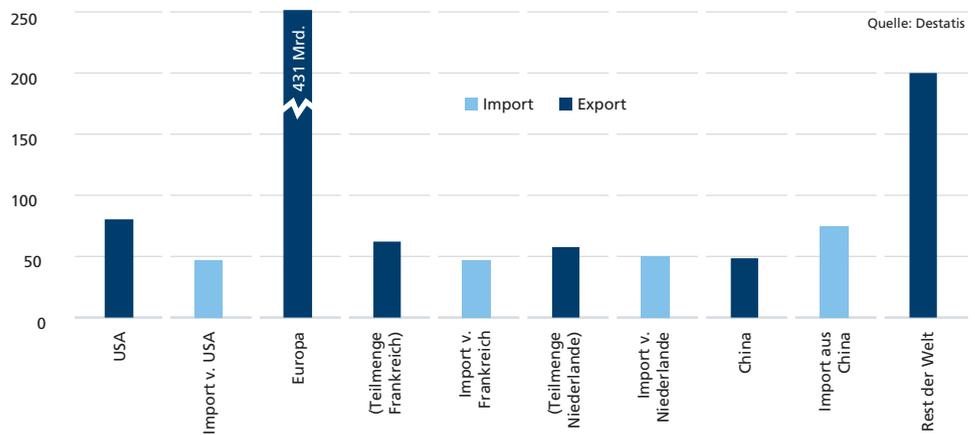
Laut Statistischem Bundesamt wurden im Jahr 2023 Waren im Wert von 158 Milliarden Euro von Deutschland in die USA verkauft. Umgekehrt lagen die Einfuhren nach Deutschland mit weniger als 100 Milliarden Euro weit darunter. Damit exportiert Deutschland deutlich mehr Waren und Dienstleistungen in die USA, als US-amerikanische Waren nach Deutschland importiert werden. Die deutsche Außenhandelsbilanz für Geschäfte über den Atlantik ist seit Jahren klar positiv – mit weiter steigender Tendenz. Für den frisch gebackenen US-Präsidenten Donald Trump ist das schon lange ein Stein des Anstoßes. Besonders die deutsche Automobilindustrie hat der ehemalige und zugleich neue Amtsträger dabei im Auge.

Auch der chinesische Wirtschaftsraum ist für die deutsche Wirtschaft von zentraler Bedeutung, wenn auch rein zahlenmäßig unter anderen Vorzeichen als die US-Ökonomie:

**Die Szenarien:
Handel mit den USA –
oder mit China**

**Exporte USA:
158 Mrd. Euro ...**

Deutsche Im- und Exporte 1. Halbjahr 2024 (in Mrd. €)



... nach China 97 Mrd. Euro

Laut dem Bundesamt für Statistik exportierte Deutschland im Jahr 2023 Waren und Dienstleistungen im Wert von 97 Milliarden Euro in das „Reich der Mitte“, kaufte dort aber für 157 Milliarden Euro ein. Auch wenn das Import- und Exportvolumen 2023 rückläufig war, ist China noch immer Deutschlands größter Warenlieferant. Bei den Ausfuhren aus Deutschland liegt das Land an vierter Stelle.

Zölle – ein kurzer Blick in die Geschichte

Die Idee, auf die Einfuhr von Waren in ein Herrschaftsgebiet eine Abgabe zu erheben, ist fast so alt wie die Herrschaftsgebiete selbst. In der Antike und im Mittelalter stand eindeutig der Wunsch nach Zusatzeinnahmen im Vordergrund. Die Herrschenden wollten auch an den Grenzen Kasse machen. Später begannen die Staaten Zölle gezielt als wirtschaftspolitisches Instrument einzusetzen. Dieses Denken erreichte seinen Höhepunkt im Zeitalter des Merkantilismus. Man wollte ausländische Waren fernhalten, die eigene Produktion schützen und fördern. Erst im 20. Jahrhundert schlug in Sachen Zölle die Stunde der Wissenschaft. Zölle wurden zunehmend kritisch gesehen. Sie galten als „Bremse“ auf dem Weg zur Schaffung einer weltweiten, nachweislich wohlstandsmehrenden Arbeitsteilung. Die Zeit nach dem 2. Weltkrieg stand im Zeichen eines fast weltweiten Abbaus von Handelshemmnissen. Hierfür steht das sogenannte „GATT“-Abkommen aus dem Jahr 1947.

Zölle gelten als Bremse der Wohl- standsmehrung

Zölle = Inflation?

Vor diesem Hintergrund stellen Trumps aktuelle Zollfantasien eine Art rückwärtsgewandte Politik dar. Und genau damit aber dürfte er an Grenzen stoßen. Zölle sind grundsätzlich eine Abschottung gegen bestimmte Warenströme. Die betreffenden Produkte müssen mit Preisaufschlägen teurer aus anderen Ländern bezogen werden. Das wirkt jedoch inflationstreibend. Die Inflation zu bekämpfen hat der neue mächtigste Mann der Welt für sich und seine Politik aber als oberstes Ziel ausgegeben. Denn wer auf Zölle setzt, muss

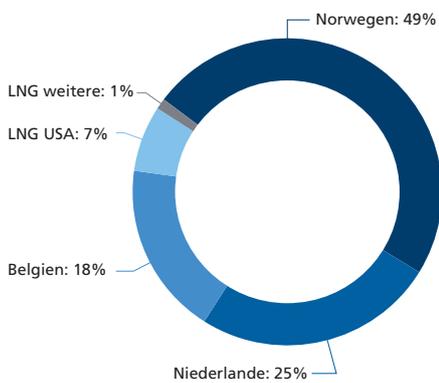
mit Gegenreaktionen rechnen. So zeigen deutsche Autobauer wenig Begeisterung für Strafzölle auf chinesische E-Autos, weil sie ihrerseits Sanktionen fürchten. Interessant: In Trumps erster Amtszeit war viel von Zöllen gegen die deutsche Autoindustrie die Rede, gekommen sind sie damals jedoch nie.

Die Europäische Union ist nicht wehrlos!

Die EU hat sich inzwischen für Handelsbeschränkungen gewappnet. Eine Task Force bereitet seit einiger Zeit sektorenübergreifend Maßnahmen vor. Der Vorsitzende des Handelsausschusses im EU-Parlament Bernd Lange glaubt, damit „politischem Druck, der mittels Zöllen ausgeübt werden soll, besser widerstehen zu können“. Diese Aussage weist in eine interessante Richtung. Der neue US-Präsident hat sie selbst gewiesen, indem er feststellte, dass er seine Zollpläne nicht nur wirtschaftlich sieht. Ihm geht es auch um klassische Politik, im Falle von Mexiko zum Beispiel um die Bekämpfung von Drogenschmuggel und Einwanderung. Meine Kollegen des ARD-Studios in Washington erwarten vor diesem Hintergrund regelrechte „Deal-Pakete“ mit der EU, z. B. Großeinkäufe von US-Waffensystemen oder von mehr Gas und Öl (auch wenn hier die Möglichkeiten angesichts freier Marktteilnehmer begrenzt sind) gegen keine oder moderate Zölle.

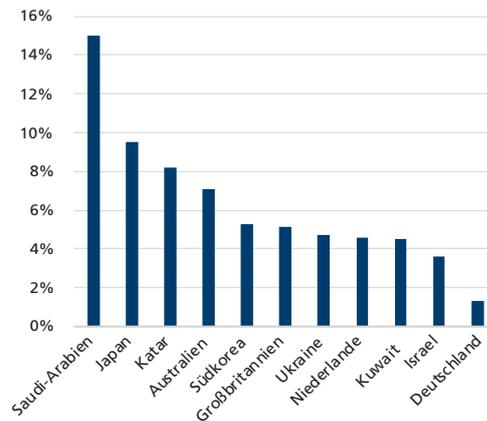
„Deals“ könnten US-Waffen, Öl und LNG umfassen

Deutsche Gasimporte 2024



Quelle: Bundesnetzagentur

US-Rüstungsexporte nach Ländern 2023



Quelle: Statista

Bedeutsam hier: Trump hat in seinen vorpräsidialen Drohungen mit Zöllen die EU zunächst außen vor gelassen. Die alles entscheidenden Fragen für meine Berufskollegen in Trumps erweitertem Umfeld für die nähere Zukunft aber lauten: Wie enig kann und wird sich die EU zeigen? Können die Europäer halbwegs klar und deutlich mit einer Stimme sprechen? Schließlich hat auch der EU-Markt in seiner Gänze für die US-Wirtschaft eine kritische Größe!

Kann die EU mit einer Stimme sprechen?

Donald Trump möchte seine Macht erweitern

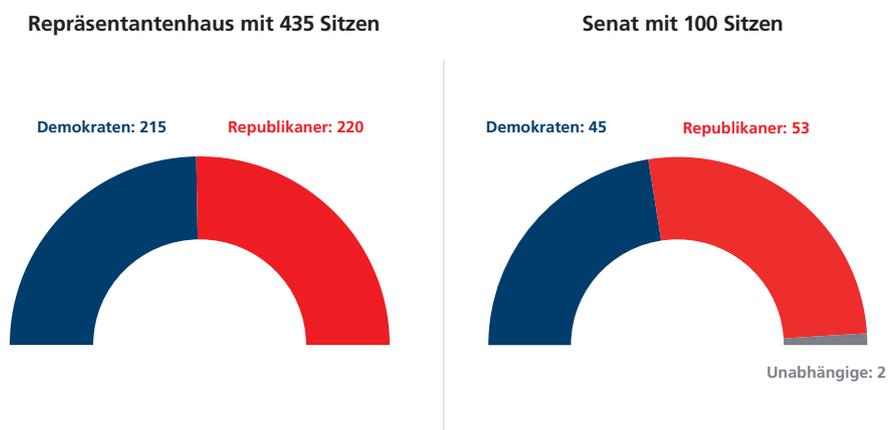
Wie geht es innenpolitisch in den USA weiter? Kommt es zu einem „Durchmarsch“?

Der 6. Januar 2021 wurde zu einem historischen Datum: An diesem Tag stürmten Anhänger des damals abgewählten Präsidenten Donald Trump das Kapitol, das Herz der US-Demokratie. Fünf Menschen starben. Es war dies in einer der ältesten Demokratien der Welt, die lange Zeit Vorbildcharakter und große Strahlkraft hatte, ein ungeheurerlicher Vorgang. Seither hat das Vertrauen in die Verfassungswirklichkeit der USA weltweit gelitten. Halten die Checks and Balances, die im demokratischen System der USA angelegten Kontrollmechanismen, einem offenbar ebenso entschlossenen wie demokratie-skeptischen starken Mann im Weißen Haus stand, zumal dieser auch noch in beiden Gesetzgebungskammern über Mehrheiten verfügt?

Das sogenannte „Projekt 2025“ von der Heritage Foundation ist ein Plan zur radikalen Umgestaltung der Exekutive der US-Bundesregierung für den – inzwischen eingetretenen – Fall eines Siegs der Republikanischen Partei bei den Wahlen. Bereits 2022 wurde dieses Vorhaben von den Republikanern nahestehenden Organisationen auf den Weg gebracht. Im Kern geht es dabei um die Vision einer „einheitlichen Exekutive“ mit weitreichenden Vollmachten und Durchgriffsrechten für den Präsidenten. Nach diesen Plänen sollen unter anderem 50.000 Beamte ersetzt werden, die als Angehörige eines „Deep State“, eines Staats im Staate, bezeichnet werden. Trump hat sich hierzu bisher ambivalent verhalten: Einerseits bestreitet er, von diesem Projekt überhaupt Kenntnis zu haben, andererseits tauchen in seinen Einlassungen immer wieder Bezüge auf die genannten Planungen auf.

Republikanische Mehrheiten in Kongress und Senat

Viele politische Beobachter gehen davon aus, dass Trump die Grenzen des für ihn Machbaren ausloten wird. Immer wieder ist aber auch zu hören, dass man den Tweets und dem



Quelle: United States Senate

Getöse von Trump keine allzu große Beachtung schenken sollte. Diese seien in erster Linie für seine Anhänger bestimmt. Vielleicht kommt also alles doch nicht ganz so schlimm. So hat Trump zwar den Supreme Court mehrheitlich mit seinen konservativen Anhängern besetzt, aber sie werden länger im Amt bleiben als er selbst und werden Rücksicht auf die Zeit danach nehmen müssen. Für beide Kammern gilt: Es gibt republikanische Mehrheiten, aber diese sind knapp. Mit Abwechslern ist zu rechnen.

Schon bei der Bestätigung von Trumps Wunschkandidaten für Ministerämter Ende vergangenen Jahres zeigten auch republikanische Senatoren Muskeln und ließen Trumps Kandidaten durchfallen. Bei allen Entscheidungen im Senat geht es um gerade mal vier Stimmen! Und: In zwei Jahren kommen die Halbzeitwahlen zum Kongress, die „Midterms“, die die Gewichtung in den Parlamenten wieder komplett verschieben könnten. Die Abgeordneten wissen darum und bangen nicht selten um ihre Wiederwahl, was in nicht wenigen Fällen politisch mäßigend wirken dürfte. Zudem: Für viele Gesetzesvorhaben bedarf es einer Zweidrittelmehrheit. Dafür wird Trump auf die Demokraten zugehen müssen. Außerdem findet seine weitreichende Macht an den Grenzen einiger Bundesstaaten ein jähes Ende. Viele dieser Staaten haben sich bereits vorsorglich gegen Trump und seinen Machtzugriff juristisch und personell in Stellung gebracht. Sie werden sich mit allen ihnen zur Verfügung stehenden verfassungsrechtlichen Mitteln wehren.

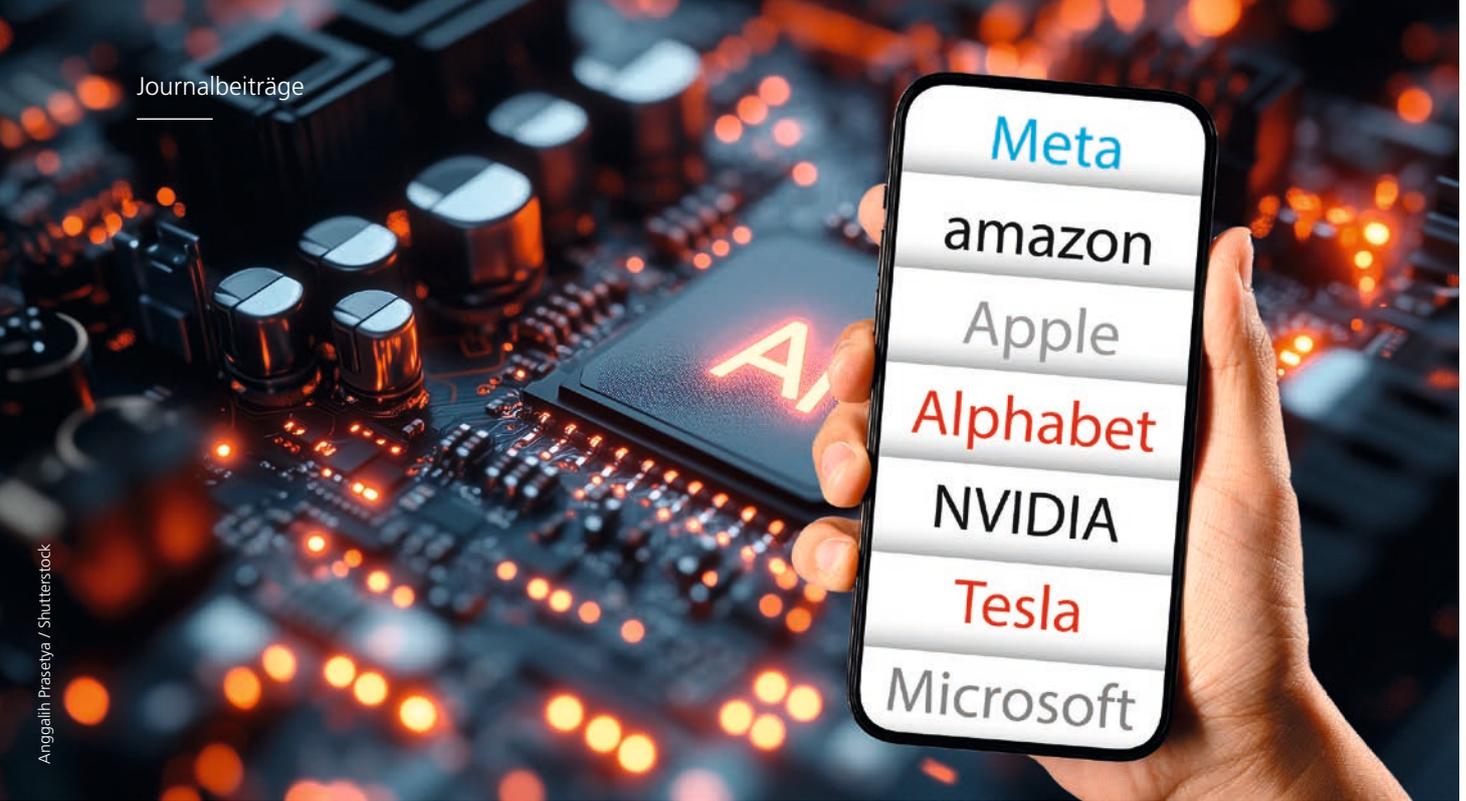
Viele Gesetzesvorhaben benötigen eine Zweidrittelmehrheit

FAZIT

Was ist von „Trump 2.0“ zu erwarten?

Der neue US-Präsident wird seine stark konservative Agenda verfolgen: Im Inneren bedeutet das den Kampf gegen Abtreibungen oder den möglichst weitgehenden Stopp von Migration in die USA und Abschiebungen. Außenpolitisch wird China als konkurrierende Macht in seinem Fokus stehen. Für Europa gibt es im Wesentlichen drei Entwicklungen: Trump wird höhere Militärausgaben der Europäer einfordern (neuerdings ist gar von fünf Prozent die Rede). Er wird den Kauf teurer US-Waffensysteme sowie von Gas und Öl aus den USA forcieren. Die EU steht wohl vor harten, aber nicht aussichtslosen Zollverhandlungen. Und: Eine entschlackte US-Bürokratie, die das Land effizienter und konkurrenzfähiger macht, wird eine Herausforderung für den alten Kontinent (insbesondere Deutschland) darstellen.

Bei alledem wird in aller Schlichtheit gelten: „Nichts wird so heiß gegessen, wie es gekocht wurde“.



Bleibt Größe dauerhaft großartig? Verzernte Strukturen an den Aktienmärkten

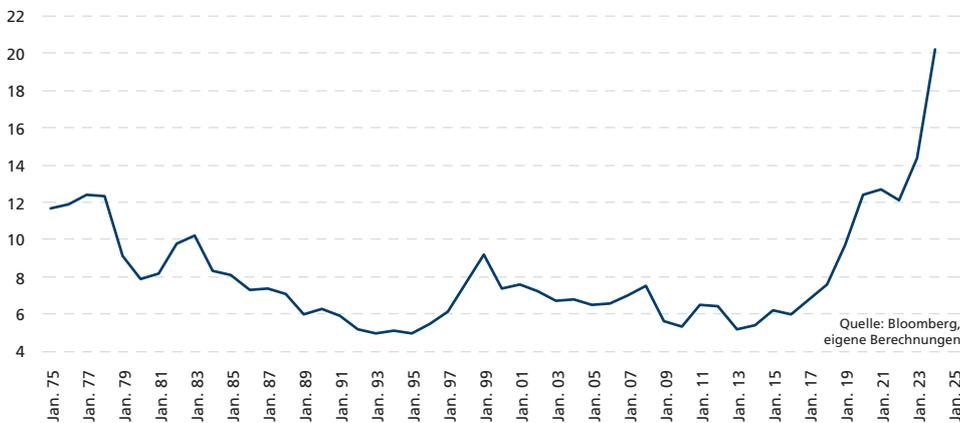
Dr. Stefan Klotz Die Struktur der Aktienmärkte hinterlässt zunehmend einen ungesunden Eindruck: Die Kurse einiger weniger Aktientitel klettern unaufhörlich, ihr Börsenwert wird immer größer und ihr Gewicht in den Indizes nimmt weiter zu. Offenbar begünstigt dies wiederum weitere Kursanstiege. Korrigierende Kräfte scheint es für diese Einbahnstraße der sich zunehmend vertuernden Mega-Aktien nicht mehr zu geben. Wir beleuchten die Hintergründe, Ursachen und Konsequenzen.

Es ist der 20. Dezember 2024. Mitten in einem ruhigen Vorweihnachtshandel bricht der dänische Aktienindex plötzlich um über zehn Prozent ein. Ist in Skandinavien ein Unglück passiert, woher kommt dieser Crash? Doch für die dramatische Kursbewegung gibt es eine harmlose Begründung: Der Pharmakonzern Novo Nordisk hat mit einer Meldung die Investoren enttäuscht. Die Crux ist nur: Die Marktkapitalisierung von Novo Nordisk macht über die Hälfte des gesamten dänischen Aktienmarkts aus, dementsprechend heftig schlagen Kurskapielen dieser einzelnen Aktie auf den Index durch.

Linde war zu groß für den DAX

Wer meint, dies sei schlicht das Problem eines relativ kleinen Landes, liegt falsch. Dass einzelne Aktien ihren Index oder gar den kompletten Aktienmarkt dominieren, ist über die letzten Jahre mehr Regel als Ausnahme geworden. So wurde die Linde-Aktie zu groß für den DAX, für den die Deutsche Börse eine Kappungsgrenze vorsieht. Linde fühlte sich unterrepräsentiert, kehrte der Frankfurter Börse den Rücken und wählte die amerikanische Nasdaq als Heimatbörse. Mittlerweile ist auch z. B. SAP über die Kappungsgrenze des DAX gewachsen, obwohl diese von zehn Prozent auf 15 Prozent angehoben wurde.

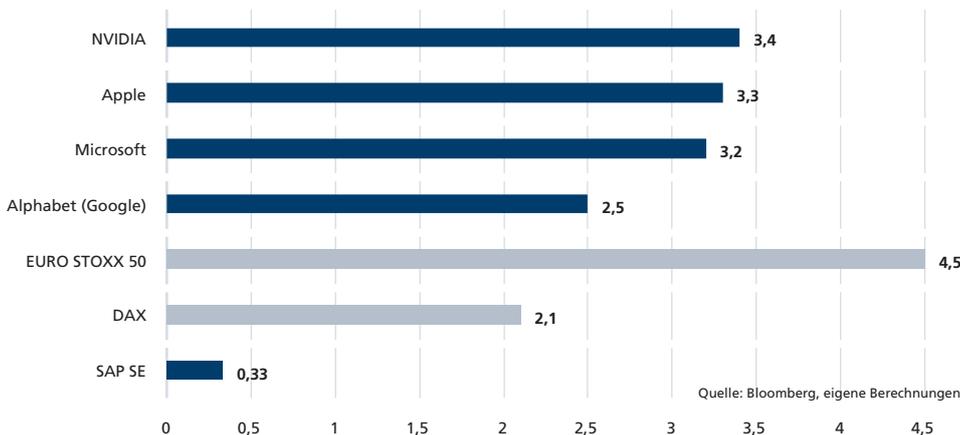
Gewicht der jeweils drei größten Unternehmen im S&P 500 Index



Das Gewicht der drei größten Aktien hat sich vervierfacht

Selbst am größten Aktienmarkt der Welt, in den USA, finden wir eine hohe Konzentration auf wenige Aktientitel. Schauen wir dazu auf den S&P 500: Dieser Index umfasst rund vier Fünftel der an den US-Börsen versammelten Marktkapitalisierung. Aber lediglich zehn der rund 500 im S&P 500 berücksichtigten Aktien machen schon fast 40 Prozent des Index aus. Und es genügen bereits drei Titel aus dem Technologiebereich, nämlich NVIDIA, Apple und Microsoft, um mehr als 20 Prozent abzudecken. Apple wiederum hat schon seit längerem eine derart große Marktkapitalisierung, dass außerhalb der USA, mit Ausnahme Japans, kein nationaler Aktienmarkt insgesamt mehr Wert auf die Waage

Marktkapitalisierung im Vergleich (Bio. USD, Jan. 2025)



Jede aufgeführte US-Aktie hat eine höhere Kapitalisierung als der DAX

bringt als diese einzige Aktie. Der DAX-Riese SAP ist mit nicht einmal einem Zehntel des Apple-Wertes im globalen Vergleich ein Zwerg.

Aber wie kommt es eigentlich, dass das Gewicht einzelner Aktien derart stark zunimmt? Die dafür relevante Marktkapitalisierung ergibt sich aus der Anzahl der frei handelbaren Aktien multipliziert mit deren Kurs. Tatsächlich sind es die enormen Kursgewinne vor allem der großen Technologietitel, die deren Gewichtung so anschwellen ließen. Immer häufiger bestimmen diese wenigen Aktien die Performance des gesamten Index. Besonders extrem war es im Jahr 2023, als fast der gesamte Zugewinn des S&P 500 durch nur sieben Technologieaktien, die „Magnificent 7“, zustande kam.

Dass Größe mit großartiger Performance einhergeht, beobachten wir nicht nur bei einzelnen Aktien, sondern auch beim US-Aktienmarkt im globalen Vergleich: Im bekannten MSCI World Index, der die Industrieländer rund um den Erdball abdeckt, machen die US-Aktien mittlerweile über 70 Prozent aus. Vor 15 Jahren waren es noch weniger als 50 Prozent. Selbst wenn man die Schwellenländer einbezieht, ist der US-Markt immer noch doppelt so groß wie die Märkte aller anderen Länder zusammen.

Risiken zu streuen, wird immer schwerer

Diese Konzentrationen sind mehr als nur eine Kuriosität. Vielmehr verlieren Aktieninvestoren eines ihrer wichtigsten Werkzeuge, nämlich die Diversifikation. Damit ist die Möglichkeit gemeint, Risiken effektiv zu streuen. Wie soll man diversifizieren, wenn ein einzelnes Land den globalen Aktienmarkt dominiert? Wie soll man die Unsicherheiten begrenzen, die mit dem Investment in wenige Einzeltitel oder in eine einzige Branche verbunden sind, wenn die Technologiebranche fast so groß ist wie alle anderen zusammen?

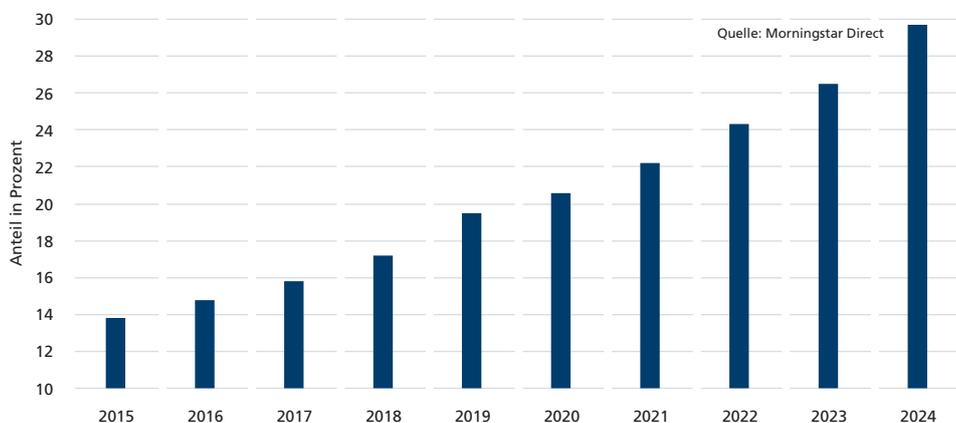
Wer dennoch zu diversifizieren versuchte, hatte in den vergangenen Jahren meist wenig Freude an der Wertentwicklung seines Aktiendepots. Denn die US-Indizes und die großen Tech-Titel, die bereits eine hohe Gewichtung haben, profitierten anhaltend von ihrer Größe und wiesen weiter eine deutlich überdurchschnittliche Performance auf. Wer also das eigentlich Richtige tat und Risiken streute, wurde bestraft. Eine besondere Herausforderung stellt dies für Fondsmanager und andere institutionelle Investoren dar: Per Gesetz oder durch die Anlagebedingungen sind sie meist Regeln zur Risikostreuung unterworfen, die eine Allokation wie in den Indizes gar nicht erlauben.

So ist es wenig verwunderlich, dass ein großer Teil der aktiv verwalteten Fonds sein zentrales Ziel nicht erreicht, nämlich einen höheren Wertzuwachs zu erzielen als der jeweilige

Aktienmarkt. Blickt man auf Zeiträume wie drei Jahre und länger, entwickeln sich, nach Angaben des Indexanbieters selbst, mehr als drei Viertel der einschlägigen aktiven Fonds schlechter als der S&P 500.

Vor allem aus diesem Grund entscheiden sich immer mehr Investoren für ETFs oder andere Anlageformen mit einer sogenannten passiven Anlagestrategie. Die Idee: Wenn es schwierig ist, den Index zu schlagen, dann soll das Investment eben einfach den Index abbilden. In den USA werden bereits über 60 Prozent der in Fonds investierten Gelder nach diesem Ansatz verwaltet. Auch in Europa ist der Trend zu ETFs ungebrochen und viele eigentlich aktive Fonds versuchen, möglichst indexähnlich zu investieren.

Marktanteil passiver Fonds (vorwiegend ETFs) in Europa



Sind ETFs verantwortlich für die verzerrte Marktstruktur?

Nicht wenige meinen hingegen, dass ETFs nicht die Lösung für dieses Problem seien, sondern seine wichtigste Ursache. Sie argumentieren so: Ist eine Aktie teuer, dann hat sie ein relativ hohes Gewicht, und da ein ETF sein Geld stets so investiert, wie es der Markt vorgibt, kauft er entsprechend viel von der teuren Aktie. Es gibt wissenschaftliche Studien, die diese Auffassung stützen, aber auch Gegenargumente. So hat Linde den DAX genau deswegen verlassen, weil die Kappungsgrenze bewirkte, dass passive Gelder unterdurchschnittlich in die Linde-Aktie investiert wurden. Auch bilden nicht alle ETFs den Markt direkt ab; smarte, also regelbasierte oder nachhaltige ETFs haben andere Ansätze.

Unstrittig ist aber sicherlich: Je größer der Anteil an passiven Investments, desto weniger Investoren bemühen sich um eine angemessene individuelle Preisfindung für ein einzel-

nes Unternehmen. Die korrigierenden Kräfte für den Fall, dass eine Aktie sich sehr weit von ihrem fundamentalen Wert entfernt, werden schwächer. Fraglich ist nur, wie stark dieser Effekt bereits für die derzeitige Situation an den Aktienmärkten verantwortlich ist.

Verzerrungen wie derzeit hat es in der Börsengeschichte nämlich immer wieder gegeben. Ähnlich wie heute für Technologieaktien, begeisterten sich die Anleger vor einem halben Jahrhundert für „Blue Chip“-Aktien. Auf ihre solide Performance, so meinte man, könne man sich ein Leben lang verlassen. Diese unter dem Stichwort „Nifty Fifty“ bekannte Phase, in der die US-Aktien zuletzt einen so hohen Anteil am MSCI World hatten wie heute, endete in einem kräftigen Kurssturz. Ebenso absurd erscheint aus heutiger Sicht der Hype um japanische Aktien Ende der 1980er-Jahre, als der Marktwert des US-Aktienmarkts von der Tokioter Börse überholt wurde.

Es gibt also gute Gründe, mit Skepsis auf die derzeitige Verfassung der Aktienmärkte zu blicken. Viele ganz unterschiedliche Kennziffern legen nahe, dass diese sich in einer selten extremen Situation befinden, insbesondere was die Bewertungsunterschiede verschiedener Aktiengruppen angeht. Was davon ein vorübergehendes Ergebnis von Modetrends ist und was eine dauerhafte strukturelle Veränderung, muss die Zeit weisen. Bereits heute lässt sich sagen, dass man die Performance der gängigen kapitalgewichteten Aktienindizes mit Vorsicht interpretieren sollte. Sie taugen nur bedingt als Vergleichsmaßstab für den eigenen Anlageerfolg, wenn sie aufgrund ihrer schlechten Diversifikation nicht als Portfoliolösung in Frage kommen. Mehr denn je erscheint es geboten, als Investor aktiver zu agieren als passiv einem einzigen breiten Index zu folgen. Bislang erwies sich in der Börsenhistorie noch jede vermeintliche Einbahnstraße als Sackgasse, und Größe muss nicht für immer großartig sein.

Einfach nur einem Index zu folgen, könnte gefährlich werden

Wichtiger Hinweis

Diese Unterlage darf ohne vorherige schriftliche Einwilligung der HELLERICH GmbH weder geändert, vervielfältigt noch reproduziert werden. Die Inhalte werden Ihnen lediglich als Information zugänglich gemacht und dürfen weder ganz noch teilweise vervielfältigt, an andere Personen weitergegeben oder veröffentlicht werden. Hiervon ausgenommen ist die Nutzung zum persönlichen, nicht kommerziellen Gebrauch des Empfängers. Sie richtet sich ausschließlich an Kunden, die ihren Wohnsitz in der Bundesrepublik Deutschland haben und insbesondere nicht an Kunden mit Wohnsitz in den Vereinigten Staaten von Amerika.

Insbesondere dürfen Anteile der dargestellten Fonds weder innerhalb der USA noch an oder auf Rechnung von US-Staatsbürgern oder in den USA ansässigen US-Personen zum Kauf angeboten oder an diese verkauft werden. Dieses Informationsdokument und die in ihm enthaltenen Informationen richten sich weder an US-Bürger noch an Personen mit ständigem Wohnsitz außerhalb der Bundesrepublik Deutschland, insbesondere nicht in den USA, noch dürfen sie in anderen Staaten, insbesondere nicht den USA, verbreitet werden.

Anteile an den dargestellten Fonds dürfen nur in Ländern angeboten werden, in denen ein solches Angebot oder ein solcher Verkauf zulässig ist und/oder eine Genehmigung der örtlichen Aufsichtsbehörde vorliegt.

Die Inhalte dienen lediglich zu Informationszwecken; dies gilt insbesondere auch für Produktinformationen sowie Ausarbeitungen/Veröffentlichungen oder Einschätzungen zu Wertpapieren. Die Inhalte stellen weder eine individuelle Anlageempfehlung noch eine Einladung zur Zeichnung oder ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten dar. Sie sollen lediglich eine selbstständige Anlageentscheidung des Kunden erleichtern und ersetzen nicht eine anleger- und anlagegerechte Beratung. Die Informationen in dieser Unterlage wurden aus Daten erarbeitet, von deren Richtigkeit ausgegangen wurde; die HELLERICH GmbH übernimmt jedoch weder Haftung für die Vollständigkeit und Richtigkeit noch irgendeine Garantie. Die in der Unterlage gemachten Aussagen können ohne Vorankündigung geändert werden. Eine dargestellte Strategie oder ein Investmentansatz dürfen ebenso wenig wie irgendein anderer Inhalt als Empfehlung bestimmter Finanzinstrumente oder zur Inanspruchnahme einer Wertpapierdienstleistung verstanden werden; sie stellen keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder zur Inanspruchnahme einer Wertpapierdienstleistung dar.

Verbindliche Grundlage für den Kauf eines Fonds sind das Basisinformationsblatt (KID), der jeweils gültige Verkaufsprospekt mit dem Verwaltungsreglement bzw. der Satzung, der zuletzt veröffentlichte und geprüfte Jahresbericht und der letzte veröffentlichte ungeprüfte Halbjahresbericht, die in deutscher Sprache kostenlos bei der HELLERICH GmbH, Königinstraße 29, D-80539 München oder bei der IPCConcept (Luxemburg) S.A. (société anonyme), 4, rue Thomas Edison L-1445, Strassen, Luxembourg, (siehe auch <https://www.ipconcept.com/ipc/de/fondsueberblick.html>) erhältlich sind. Die Dokumente können ebenfalls bei der Einrichtung, ERSTE BANK DER OESTERREICHISCHEN SPARKASSEN AG, Am Belvedere 1, A-1100 Wien bezogen werden. Risiken sind dem Verkaufsprospekt zu entnehmen. Der Verkaufsprospekt und die KIDs müssen vor dem Kauf dem Anleger zur Verfügung gestellt werden. Die steuerliche Behandlung ist von den individuellen Verhältnissen jedes einzelnen Anlegers abhängig. Die Werbemitteilung dient ausschließlich Informationszwecken und stellt keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Fondsanteilen dar. Insbesondere ist dem Empfänger empfohlen, nötigenfalls unter Einbezug eines Beraters die Informationen in Bezug auf ihre Vereinbarkeit mit seinen persönlichen eigenen Verhältnissen, auf juristische, regulatorische, steuerliche und andere Konsequenzen zu prüfen. Hinweise zu Chancen und Risiken entnehmen Sie bitte dem aktuellen Verkaufsprospekt. Es kann keine Zusicherung gemacht werden, dass die Anlageziele erreicht werden. Diese Werbemitteilung wendet sich ausschließlich an Interessenten in den Ländern, in denen die genannten Fonds zum öffentlichen Vertrieb zugelassen sind.

Der HELLERICH-Fonds wurde nach luxemburgischem Recht aufgelegt und ist in Luxemburg, Deutschland und Österreich zum Vertrieb zugelassen. Der Fonds darf in den Vereinigten Staaten von Amerika („USA“) sowie zugunsten von US-Personen nicht öffentlich zum Kauf angeboten werden. Die Verwaltungsgesellschaft kann beschließen, die Vorkehrungen, die sie für den Vertrieb der Anteile ihrer Organismen für gemeinsame Anlagen getroffenen hat, gemäß Artikel 93a der Richtlinie 2009/65/EG aufzuheben. Weitere Informationen zu Anlegerrechten in deutscher Sprache sind auf der Homepage der Verwaltungsgesellschaft einsehbar. www.ipconcept.com/ipc/de/anlegerinformation.html

Grundlage für die Entscheidung über die Inanspruchnahme einer Wertpapierdienstleistung müssen weitergehende Informationen sein, die Ihnen die HELLERICH GmbH auf Anforderung oder in einem persönlichen Gespräch gerne zur Verfügung stellt. Es bedarf weiterer Informationen, um sich ein vollständiges Bild von den dargestellten Dienstleistungen zu machen und eine informierte Abschlussentscheidung zu treffen. Die HELLERICH GmbH ist wie folgt zu erreichen: HELLERICH GmbH, Königinstraße 29, D-80539 München, www.hellerich.de, info@hellerich.de, +49 89 28 72 38 0. Grundlage für die in der Präsentation enthaltenen Tabellen und Grafiken sind, soweit keine Quelle vermerkt ist, eigene Daten der HELLERICH GmbH.



HELLERICH GmbH

Königinstraße 29, 80539 München

Tel. +49 89 28 72 38-0

info@hellerich.de

www.hellerich.de

V.i.S.d.P.



HELLERICH



