

91. Finanzreport 2024

Die Sonne geht im Westen auf

Der ehemalige Präsident Ronald Reagan erklärte wiederholt, dass er die USA als das biblische Gelobte Land betrachte, und ließ keinen Zweifel daran, dass dies eher im wörtlichen als im metaphorischen Sinne zu verstehen sei. Ein großer Teil der US-Bevölkerung teilt diese Ansicht. Für einen anderen Teil ist die alltägliche Realität jedoch weit von dieser Utopie entfernt. Gesellschaftsanalysen weisen auf wachsende Ungleichheit, zunehmende soziale Probleme und eine klaffende Kluft in ethischen Fragen hin, die zu verschärften politischen Spannungen führt.

Der finanzwirtschaftliche Kontext deutet jedoch eindeutig auf das Schlaraffenland hin. Zumindest für die wenigen Auserwählten...

Alle Wirtschaftsanalysen betonen den weiter wachsenden Vorteil der USA gegenüber anderen Regionen, die sich kaum zu wehren wissen. Japan und insbesondere China stehen vor einem unüberwindbaren demografischen Problem. Europa weigert sich, greifbare Initiativen zu ergreifen, um seinen wachsenden technologischen Rückstand aufzuholen, und verschanzt sich hinter regulatorischer Unsicherheit. Nur Indien scheint die nötigen Trümpfe in der Hand zu haben, hat aber noch einen langen, kurvenreichen Weg vor sich.

Inzwischen stammen acht der zehn größten Markennamen aus den USA (auch wenn sie größtenteils anderswo produziert werden), und der technologische Vorsprung der USA ist so groß geworden, dass bald eine unüberbrückbare Kluft zum Rest der Welt bestehen wird.

Die US-Finanzmärkte bieten eine viel höhere Liquidität und beherbergen nicht nur große Unternehmen, sondern auch eine sehr große Zahl von Kleinunternehmen und Kleinstunternehmen. In Europa ist der Markt für kleine Unternehmen weit weniger entwickelt und beherbergt nur Unternehmen mit einer hohen Eigenkapitalrendite. In den USA sind die Anleihemärkte eine leicht zugängliche und effiziente Finanzierungsquelle, während die europäischen Unternehmen viel stärker auf Bankkredite angewiesen sind und dabei durch die aufsichtsrechtlichen Beschränkungen für das Kreditrisiko der Banken behindert werden. Dies hat zur Folge, dass sich Probleme im Bankensektor schnell in Einschränkungen bei der Liquiditätsbereitstellung niederschlagen, denen die Unternehmen schnell zum Opfer fallen.

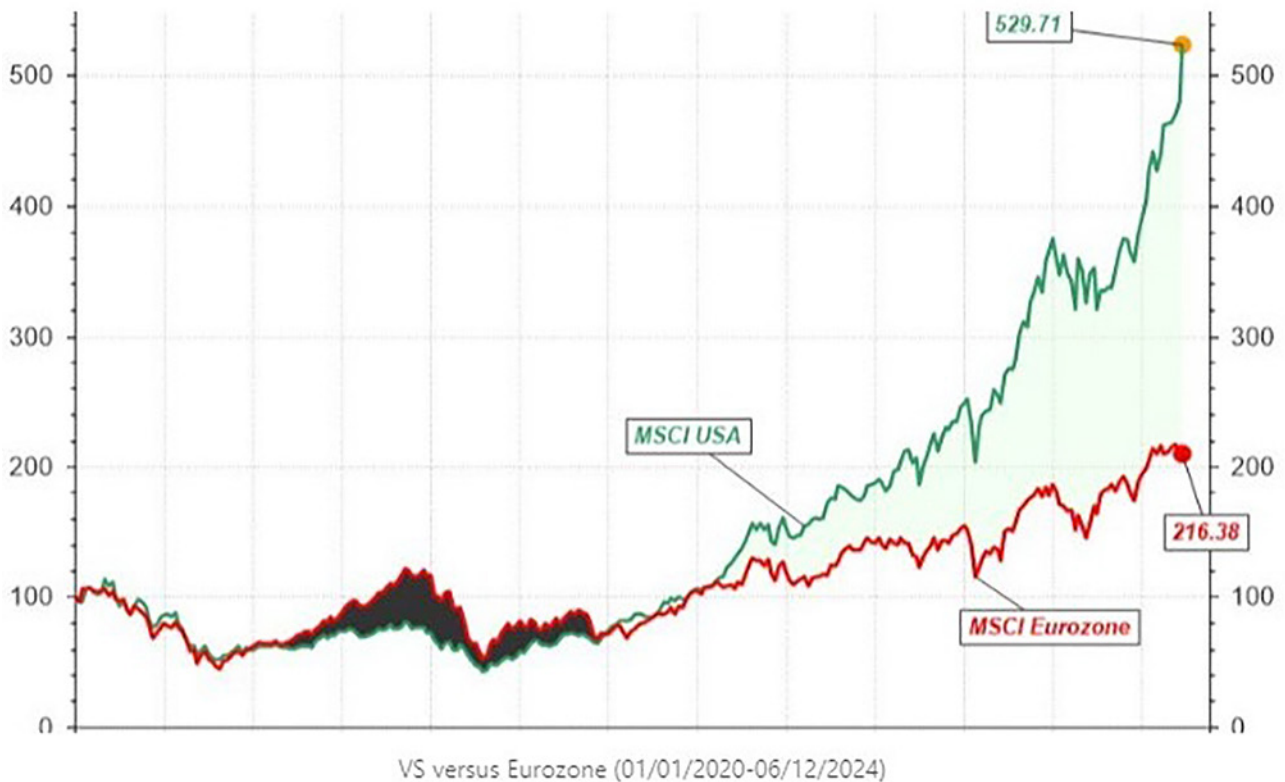
Die finanziellen Möglichkeiten, die Start-ups in den USA geboten werden, sind beispiellos und ziehen die besten Ideen weltweit an. Außerdem sind die USA seit 2014 der größte Energieproduzent (wenn auch mit erheblichen Auswirkungen auf die Umwelt), und das demografische Wachstum in den USA ist viel stabiler als die strukturell unausgewogene Bevölkerungsentwicklung im Abendland.

Wir könnten noch eine Weile so weitermachen, aber das ist nicht nötig. Sie haben die Botschaft schon längst verstanden.

Die Finanzmärkte wären nicht sie selbst, wenn sich dies nicht in gegenseitigen Bewertungsunterschieden auf den Aktienmärkten niederschlagen würde. Strukturell höheres erwartetes Wirtschaftswachstum und solidere finanzielle Fundamentaldaten führen unweigerlich zu höheren Aktienmarktbewertungen, wobei die Kurs-Gewinn-Verhältnisse in den USA im Durchschnitt doppelt so hoch sind wie in Europa.

Diese Bewertungsniveaus beider Kontinente nähern sich tendenziell etwas an, wenn nicht nur die aktuellen Unternehmensgewinne, sondern auch die über einen längeren Zeitraum erwarteten Gewinne in diese Kennzahl einfließen, was aber nur einen Teil der Unterschiede erklärt. Vor allem die fundamentale Diskrepanz bei den Wachstumserwartungen, die sektorale Zusammensetzung der Börsenindizes und die wenigen extrem teuren US-Megaunternehmen erklären den größten Teil der Bewertungsunterschiede und führten zu stark divergierenden Aktienmarktentwicklungen.

Dies ist im Übrigen ein relativ junges Phänomen. Von 1926 bis 1996 entwickelte sich der US-Aktienmarkt in etwa im Einklang mit einem BIP-gewichteten Weltindex. Die Divergenz zwischen amerikanischen und europäischen Aktien hat sich ab 2014 dramatisch beschleunigt. Dies geht einher mit der Kursexplosion von Apple, Amazon und Meta, um nur einige zu nennen.



Entwicklung der Aktienmarktindizes der USA und Europas (Eurozone) (MSCI-Nettorendite in €)

Seit Beginn dieses Jahrtausends ist der US-Aktienmarktindex (MSCI, einschließlich Nettodividenden und in Euro) um (gerundet) 430 % gestiegen, während sein europäisches Pendant nur um 116 % zulegen. Dies deutet jedoch keineswegs auf eine Überbewertung hin, da die zugrunde liegenden Unternehmensgewinne einem ähnlichen Trend folgten. In den USA stiegen die durchschnittlichen Unternehmensgewinne um 485 %, in der Eurozone dagegen nur um 121 %¹.

Die wahrscheinlich besten Chancen für Europa liegen darin, dass sich die US-Politiker in ihren Überzeugungen so sehr treiben lassen, dass sie sich selbst in den Fuß schießen. Ein Paradebeispiel sind die angekündigten Erhöhungen der Einfuhrzölle. So oder so sind Importzölle für Ökonomen eine Horrorvorstellung, aber die Radikalität und Willkürlichkeit der Trump'schen Vorschläge entziehen sich jeder (finanziellen) Logik.

Auch das Ziel dieser Politik ändert sich ständig. Mal nutzt Trump sie als Drohung, um bessere Grenzkontrollen durchzusetzen, mal als Eintrittskarte in den freien US-Markt mit üppigen Verbrauchern, mal als Alternative zu Steuererhöhungen, die sonst nötig wären, um das wachsende US-Haushaltsdefizit einzudämmen².

Es ist zu erwarten, dass Zollerhöhungen vor allem die Inflation weiter anheizen werden. Schließlich führen höhere Einfuhrzölle direkt zu höheren Verbraucherpreisen. Dies kann nur vermieden werden, wenn es genügend inländische Alternativen gibt, um die betreffenden ausländischen Produkte zu ersetzen. Der US-Arbeitsmarkt ist jedoch bereits extrem angespannt, und eine weitere Ausweitung der inländischen Produktion wird sich in höheren Arbeitskosten und damit höheren Endpreisen niederschlagen. Hinzu kommt, dass dies weitere Investitionen in US-Produktionsanlagen³ erfordert, die erst über einen langen Zeitraum hinweg rentabel werden und in der Zwischenzeit das Wachstum der Unternehmensgewinne behindern. Niemand ist darauf erpicht.

Wir vermuten, dass auch Trumps wirtschaftsfreundliche Entourage dies weiß und die Zollwaffe (abgesehen von einigen symbolischen Akten) nur als Drohung einsetzen wird. Schließlich wurde mit dem überwältigenden Wahlsieg der Republikaner das Hauptziel bereits erreicht.

Das zu erwartende Vorgehen der Trump-Administration ist daher leicht zu erraten: Schnelle Ankündigung, langsame Umsetzung.

Die Ausnahmen sind antichinesische Maßnahmen und aggressive Zölle auf eine ausgewählte Gruppe kontinentaleuropäischer Produkte, während das Vereinigte Königreich im US-Lager eine Vorzugsbehandlung erfährt.

Hat der alte Kontinent also keine Trümpfe im Kampf gegen die wachsende wirtschaftliche Dominanz der USA in der Hand? Doch, das hat er.

So ist beispielsweise der europäische Pharmasektor mindestens so groß wie der amerikanische⁴. Im Technologiesektor gibt es immer noch hochmoderne Chip-Unternehmen wie ASML (und das nicht börsennotierte IMEC), aber der chinesische Konflikt mit den USA und (insbesondere) Taiwan ist ein großes Hindernis auf ihrem Wachstumspfad. Der europäische Luxussektor ist weltweit immer noch auf dem Vormarsch, hat aber derzeit mit einem schrumpfenden Absatzmarkt in China zu kämpfen.

Innerhalb der Europäischen Union beschränkt man sich leider meist auf weitere Regulierungen und Milliardenstrafen, die einigen großen US-Unternehmen auferlegt werden, um die europäischen Verbraucher vor dem Machtmissbrauch zu schützen, der aus dem Quasi-Monopol dieser Giganten resultiert. Mit kontraproduktiven Folgen, nebenbei bemerkt.

Aus Sicht der USA scheinen diese Monsterstrafen jedoch auf Neid und Abschottung des eigenen Marktes zu beruhen. Dies wird in naher Zukunft die notwendige Gegenreaktion der USA hervorrufen und die Dominanz der US-Megakonzerne weiter stärken.

Der aufsehenerregendste, jüngste politische Schritt des neuen Präsidenten betrifft seine Vorzugsbehandlung für (bestimmte) Kryptowährungen. Ob eine solche Währung in absehbarer Zeit tatsächlich offizielles Zahlungsmittel werden wird, ist keineswegs ausgemacht, aber das politische Ziel ist klar. Nach der geplanten teilweisen Demontage von Machtbastionen wie dem Bildungs- und Gesundheitsministerium, der Justiz oder der Bundespolizei ist nun die US-Zentralbank an der Reihe.

Deren unabhängige Position kann nämlich dazu führen, dass die Regierungspolitik durch geldpolitische Gegenmaßnahmen der Fed behindert wird. Dies kann zum Beispiel durch die Beibehaltung hoher Leitzinsen geschehen, während die Trump-Administration versucht, das Wirtschaftswachstum zu beschleunigen.

Ein direkter Versuch, die Unabhängigkeit der Fed einzuschränken, wäre jedoch zu auffällig und würde an der notwendigen Zustimmung der gesetzgebenden Kammern scheitern. Wenn jedoch eine andere Währung als der US-Dollar von der Regierung unterstützt wird, kann diese ihre eigenen gewünschten Zinssätze durchsetzen und die Machtbasis der Zentralbank so weit untergraben, dass sie de facto verpflichtet wird, sich an den Zinssätzen der Regierung zu orientieren.

Dies bedeutet jedoch eine dramatische Veränderung der globalen Währungsorganisation. Schließlich verwenden viele Länder den US-Dollar als Reservewährung und werden dadurch weitreichende Auswirkungen erleiden, insbesondere aufgrund des damit einhergehenden Wertverlusts des US-Dollars.

Unterdessen scheint die US-Notenbank (vorerst) eine endgültige Senkung der Leitzinsen in Erwägung zu ziehen, es sei denn, die nächsten Inflationsdaten würden stark nach oben überraschen.

Zwar besteht ein gewisser Spielraum für einen weiteren Rückgang der Inflation erst in einigen Monaten, doch das derzeitige Niveau der Preisindikatoren lässt eine Zinssenkung um ein Viertelprozent auf der nächsten Sitzung der Zentralbanker am 18. Dezember zu.

Die Wahrscheinlichkeit dafür wird derzeit auf 86 % geschätzt und ist in den letzten Tagen sogar deutlich gestiegen. Danach aber droht die Pausentaste für längere Zeit gedrückt zu bleiben. Derzeit besteht bis Mai oder Juni 2025 keine wesentliche Chance auf eine weitere Anpassung der Leitzinsen nach unten. Trump wird zweifelsohne versuchen, dies vorzuziehen, um seine Politik zu untermauern.

Aufgrund ihrer begrenzteren Inflations- und niedrigeren Wirtschaftswachstumsprognosen hat die Europäische Zentralbank jedoch mehr Spielraum und könnte in den nächsten Monaten zwei Zinssenkungen um ein Viertelprozent durchsetzen.

Das Hauptargument, das für europäische Aktien spricht, ist ihre niedrige Bewertung im Vergleich zu ihren amerikanischen Pendanten. Dies ist weitgehend durch die trüberen Zukunftsaussichten gerechtfertigt. Die höheren Wachstumserwartungen in den USA scheinen in den Aktienkursen bereits weitgehend eingepreist zu sein. In Europa gibt es im Falle einer positiven

Überraschung mehr Spielraum für Kursreaktionen nach oben. Dies könnte jedoch erst nach erfolgreichen Friedensverhandlungen zwischen der Ukraine und Russland und einer Erholung des industriellen Wachstums in Europa der Fall sein. In der Zwischenzeit sollten Sie nicht überstürzt handeln. Das könnte einige Zeit dauern...

- ¹ Bemerkenswert ist die kurzzeitige Outperformance der Eurozone zwischen 2006 und 2008, die auf der spekulativen Gewinnentwicklung des europäischen Bankensektors beruhte, die durch die Einführung der Basel II-Vereinbarung angetrieben wurde. Die Gewinne der US-Banken stiegen jedoch seit 2000 um 115 %. In der Eurozone waren es im Durchschnitt nur 25 % (mit großen Unterschieden zwischen den Mitgliedstaaten). Darüber hinaus stiegen die europäischen Unternehmensgewinne erst im Jahr 2023 wieder über das Niveau vom Anfang dieses Jahrhunderts (!), und dies vor allem dank der enormen Differenz zwischen dem hohen Interbankenzins und der extrem niedrigen Vergütung für Spareinlagen.
- ² Letzteres ist besonders unsozial, da es einen pauschalen Steuersatz mit sich bringt. Solche Steuererhöhungen führen nämlich direkt zu einem Anstieg der Verbraucherpreise, der Arme und Reiche gleichermaßen trifft. Im Übrigen ist es auch fraglich, ob dies rechtlich möglich ist. Der Präsident hat weitreichende Befugnisse bei der Verhängung von Einfuhrzöllen, aber NICHT, wenn es darum geht, das Haushaltsdefizit zu verringern. Dazu ist die Zustimmung des Kongresses erforderlich, und dort sind die Mehrheiten zu dünn.
- ³ Vor allem die US-Autoindustrie, die sich größtenteils auf die Montage von importierten Teilen beschränkt, scheint ein Hauptopfer zu sein, aber im weiteren Sinne gilt dies für so gut wie die gesamte Konsumgüterindustrie. Die Lebensmittelindustrie wäre doppelt belastet, wenn auch illegale Einwanderer massenhaft über die Grenze geschoben würden und die Obst- und Gemüsebauern ohne Arbeitskräfte dastünden.
- ⁴ Dies war in den letzten Jahren jedoch vor allem einem Unternehmen zu verdanken, insbesondere dem Außenseiter Novo Nordisk, das jedoch mit Kapazitätsproblemen und zunehmender Konkurrenz aus den USA zu kämpfen hat.

11. Dezember 2024

Prof. Dr. Stefan Duchateau



Prof. Dr. Stefan Duchateau

blickt auf bereits über 30 Jahre Erfahrung im Portfolio-Management zurück. Neben seinen Professuren an der KU Leuven, HU Brussel und Uni Hasselt in den Bereichen Risiko-Management, Financial Engineering und Portfolio Management, entwickelte und konzipierte er den Kapitalsicherungsfonds (capital protected funds). Prof. Dr. Duchateau ist Anlageberater des Global Allocation UI und erstellt eigene makroökonomische Analysen, Asset Allocation Modelle, Risikomanagement-Tools und spezielle Auswahlverfahren für geeignete Anlageklassen.

» Für den chancenorientierten Anleger

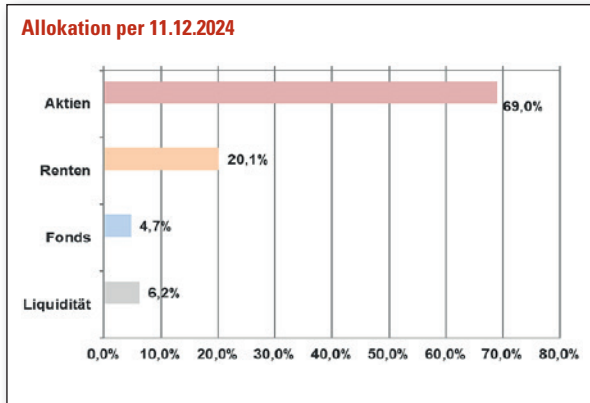
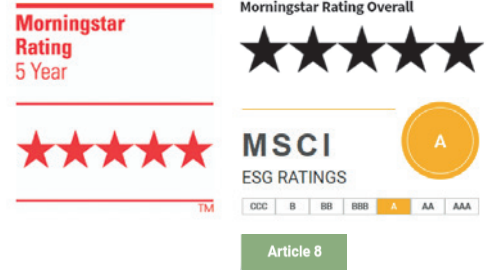
PTAM Global Allocation

WKN: A1JCWX

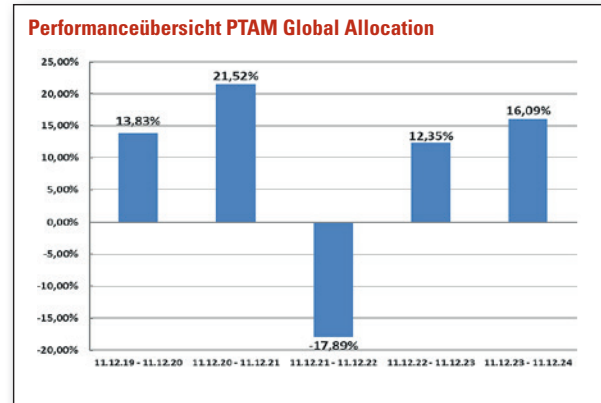
Fondsberater: PT Asset Management GmbH – Prof. Stefan Duchateau

- » Vermögensverwaltender Mischfonds mit breiter Diversifikation (aktiv verwaltet)
- » Investition in internationale Aktien und Anleihen
- » Systematischer Investmentprozess mit Kapitalsicherungsmechanismus
- » ESG-Fonds nach **Artikel 8** SFDR

Die 5-Jahres Performance beträgt +48,14 %, bei einer Volatilität von 12,90 %.

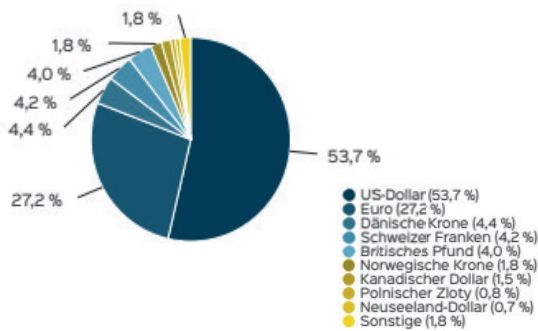


Quelle: Hansa Invest



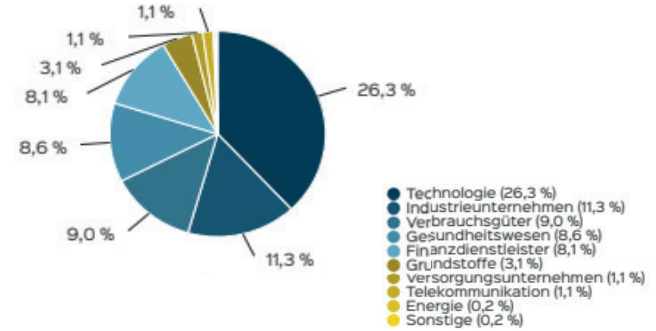
Quelle: Infront Portfolio Manager

ANLAGENSTRUKTUR NACH WÄHRUNGEN



Quelle: Hansa Invest

ANLAGENSTRUKTUR NACH BRANCHEN



Quelle: Hansa Invest

PORTRAIT FONDSMANAGER

Seit dem Jahre 1998 zählt die **PT Asset Management GmbH** zu den ersten Adressen der unabhängigen Vermögensverwalter in Deutschland.

- Wir verfügen über langjährige Erfahrung und Kompetenz im Bereich Portfoliomanagement und Vermögensstrukturierung.
- Diese Expertise bündeln wir in unseren drei eigenen Investmentfonds mit unterschiedlichen Chance-Risikoprofilen, sowie systematisch ausgereiften Anlagestrategien.
- Berater für den PTAM Global Allocation ist **Prof. Stefan Duchateau**. Er blickt auf über 30 Jahre Erfahrung im Portfoliomanagement zurück. Neben seinen Professuren an der KU Leuven, HU Brussel und Uni Hasselt in den Bereichen Risiko-Management, Financial Engineering und Portfolio Management, entwickelte und konzipierte er Kapitalsicherungsfonds (capital protected funds). Er erstellt makroökonomische Analysen, Asset Allocation Modelle, Risikomanagement-Tools und spezielle Auswahlverfahren für geeignete Anlageklassen.

Stand: 11.12.2024

Haftungsausschluss: Diese Druckschrift enthält ausgewählte Informationen und erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit. Etwaige Unrichtig- oder Unvollständigkeiten dieser Information begründen keine Haftung, weder für unmittelbare noch für mittelbare Schäden. Insbesondere haftet nicht die PT Asset Management GmbH oder die SwAM Swiss Asset Management AG für die in dieser Broschüre enthaltenen Informationen. Diese Broschüre darf nicht als Aufforderung zum Kauf eines Fondsanteils verstanden werden. Bei der Anlage in Investmentfonds besteht, wie bei der Anlage in Wertpapieren und vergleichbaren Vermögenswerten, das Risiko von Kursverlusten. Dies hat zur Folge, dass die Preise der Fondsanteile und die Höhe der Erträge schwanken und nicht garantiert werden können. Die Kosten der Fondsanlage beeinflussen das tatsächliche Anlageergebnis. Massgeblich für den Anteilserwerb sind die gesetzlichen Verkaufsunterlagen.