

# Kapital Markt

Rückblick Q4-2024 / Ausblick Q1-2025

Dies ist eine Marketing-Unterlage.

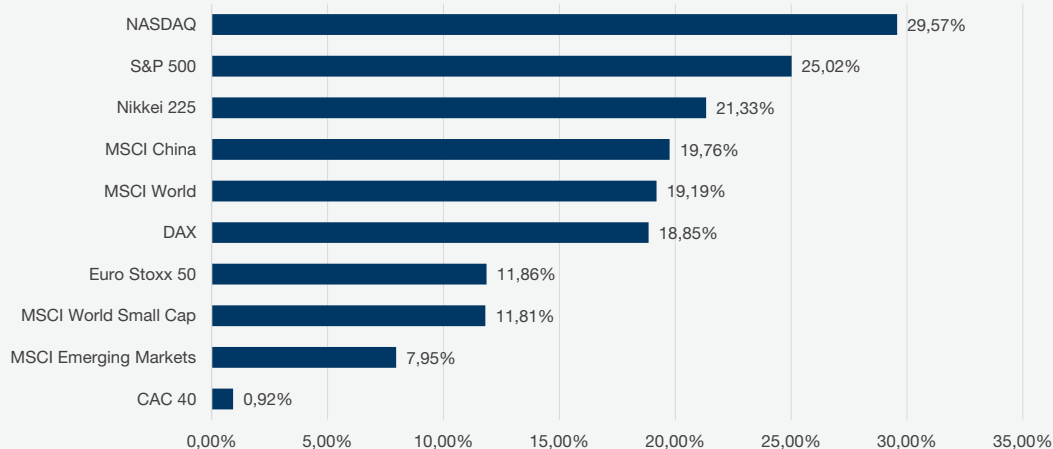
**Verfasserin:** Desiree Sauer  
Investmentstrategin

**Verfasser:** Werner Krämer  
Geschäftsführer & Economic Analyst

# Marktrückblick

Anleger, die darauf hofften, im Jahr 2024 wieder in ruhigeren Gewässern segeln zu können, wurden enttäuscht. Statt der lang ersehnten Ruhe erwartete sie ein ökonomisch, geopolitisch und am Kapitalmarkt äußerst ereignisreiches Jahr. Trotz dieser unruhigen Reise konnten alle **Aktienmärkte** das Jahr positiv abschließen – die Unterschiede zwischen den einzelnen Regionen fielen allerdings deutlich aus (vgl. Abbildung 1 und 2).

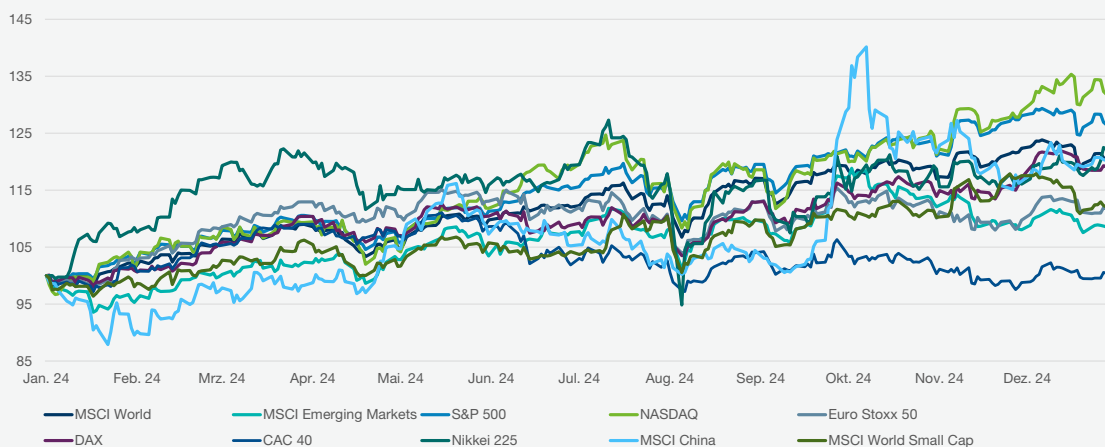
Abbildung 1:  
YTD Performance verschiedener Aktienindizes (in Lokalwährung)



Stand: 31. Dezember 2024

Quelle: LSEG Datastream

Abbildung 2:  
YTD Performance verschiedener Aktienindizes (in Lokalwährung)



Stand: 31. Dezember 2024

Quelle: LSEG Datastream

US-Aktien erlebten 2024 eine bemerkenswerte Entwicklung, die von einer überraschend starken Konjunktur in den USA beflügelt wurde und zu neuen Höchstständen führte. Besonders beeindruckend war der Anstieg der US-Technologieaktien, der durch den anhaltenden Hype um eine KI-Revolution weiter angeheizt wurde.

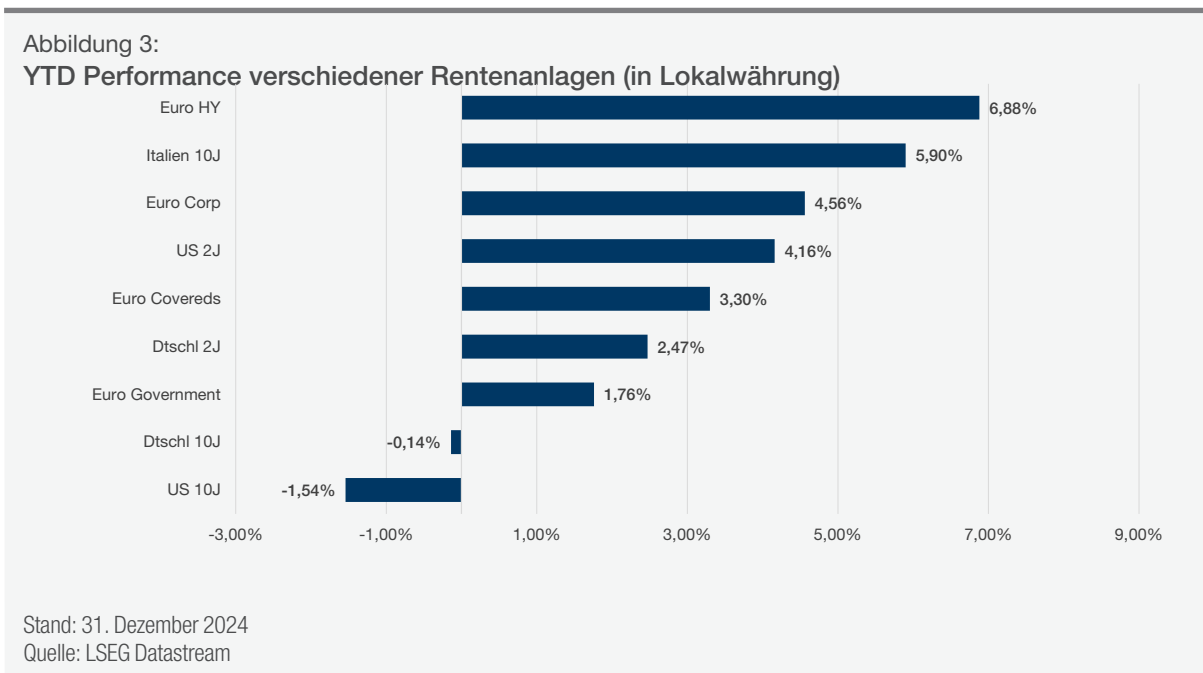
Im Gegensatz dazu durchliefen chinesische Aktien ein Jahr voller Höhen und Tiefen. Die andauernde Immobilienkrise belastet die chinesische Wirtschaft erheblich. Da etwa zwei Drittel des Vermögens der chinesischen Bevölkerung in Immobilien gebunden sind, zögern viele, ihr Geld für Konsum oder Investitionen auszugeben. Zusätzlich verschlechterten sich die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen: Die Jugendarbeitslosigkeit ist nach wie vor hoch, die Einzelhandelsumsätze sanken, und es herrscht Deflation. Als ob dies nicht genug wäre, sorgte der Ausgang der US-Wahlen für weitere Unsicherheit. Donald Trumps Ankündigung, chinesische Waren mit Zöllen von 60 % zu belegen, stellt ein enormes Risiko dar.

Trotz dieser negativen Rahmenbedingungen kam es im September zu einem kurzfristigen starken Anstieg chinesischer Aktien. Die chinesische Regierung verkündete verschiedene Stimulusmaßnahmen, darunter Zinssenkungen – auch für Hypotheken – sowie Unterstützung für den Aktienmarkt. Dies führte zu einer regelrechten Rallye am chinesischen Aktienmarkt, die jedoch nur kurz anhielt, da die negativen wirtschaftlichen Faktoren überwogen. Auch das im November beschlossene Fiskalpaket, das eher ein Umschuldungsprogramm für lokale Regierungen als ein echtes Ausgabenprogramm darstellte, konnte die Situation nicht nachhaltig verbessern. Insgesamt schlossen aber auch die chinesischen Märkte das Jahr recht positiv ab.

Europäische Aktien schlossen das Jahr ebenfalls im positiven Bereich ab, blieben jedoch weit hinter ihren amerikanischen Pendanten zurück. Fehlende Wachstumsimpulse und politische Turbulenzen in Ländern wie Frankreich und Deutschland machten sich bemerkbar. Französische Aktien konnten das Jahr nur im leicht positiven Bereich abschließen.

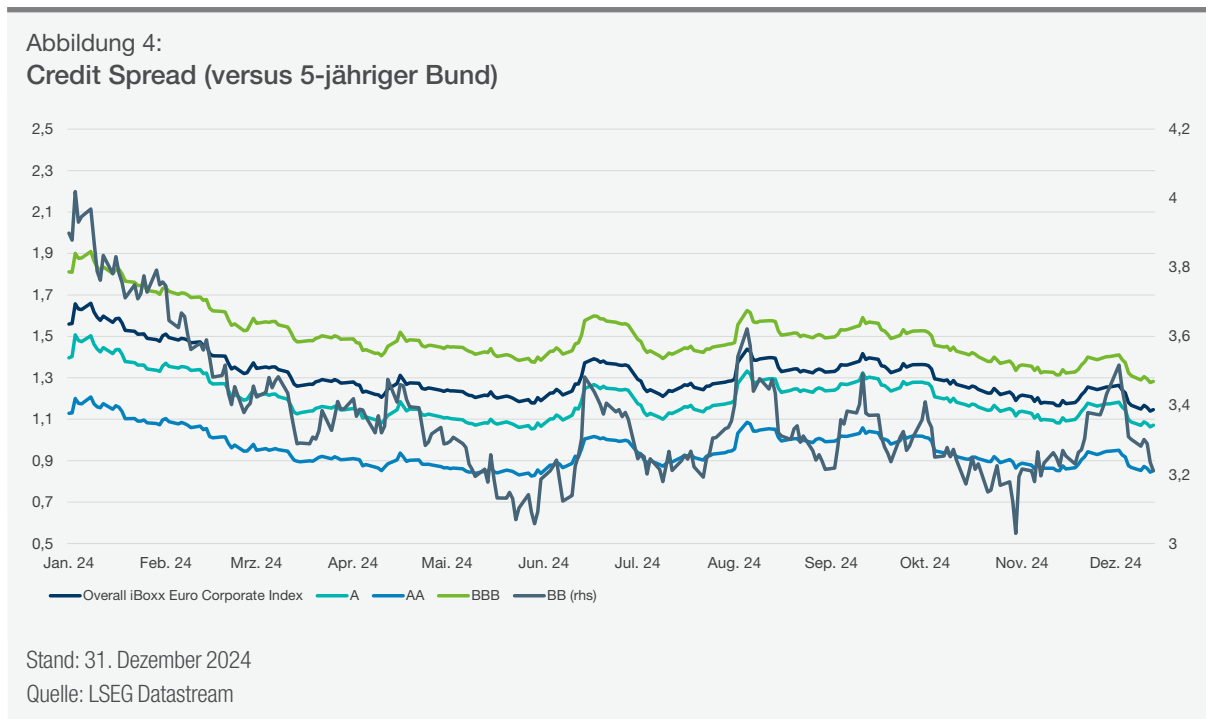
Japanische Aktien erzielten wiederholt im Jahr 2024 eine hervorragende Performance. Die Normalisierung der Wirtschaft, weg von der Deflation hin zur Inflation, der positive Wandel im Investitions- und Konsumverhalten bei Unternehmen und Privathaushalten sowie die zunehmende Aktionärsfreundlichkeit beflügelten die Märkte.

Bei **Renteninvestments** galt 2024 das Motto: je risikoreicher, desto besser die Performance (vgl. Abbildung 3).



Im **Staatsanleihensegment** wiesen europäische Anleihen eine bessere Performance als ihre US-Pendants auf. Grund ist die höhere Zuversicht der Anleger auf weitere Zinssenkungen.

Bei **Unternehmensanleihen** sanken die Risikoprämien (vgl. Abbildung 4). Unternehmensanleihen gehörten 2024 zu den Nutznießern der sich aufhellenden Wirtschaftsdaten (eine Rezession wurde zunehmend unwahrscheinlich) und der positiven Berichtssaison über das gesamte Jahr hinweg.



Erfreulich war auch die Performance von **Wandelanleihen**. Nachdem diese Assetklasse in den letzten Jahren aufgrund steigender Zinsen und eines verschmähten Small/Mid-Cap-Segments gelitten hatte, konnte sie nun wieder etwas an Fahrt aufnehmen. Ein Großteil der Emittenten von Wandelanleihen stammt aus dem Mid-Cap/Growth-Segment, das in den letzten Jahren massiv abgestraft wurde und nun wieder an Attraktivität gewinnen konnte.

Abbildung 5:  
Wandelanleihenperformance (FTSE Global Focus Convertible in USD)



Stand: 31. Dezember 2024

Quelle: LSEG Datastream

Gold lieferte 2024 eine wahre Rallye und erreichte ein neues Allzeithoch (vgl. Abbildung 6). Sinkende Zinsen, eine geopolitisch angespannte Lage und steigende Staatschulden verliehen dem Goldpreis Auftrieb.

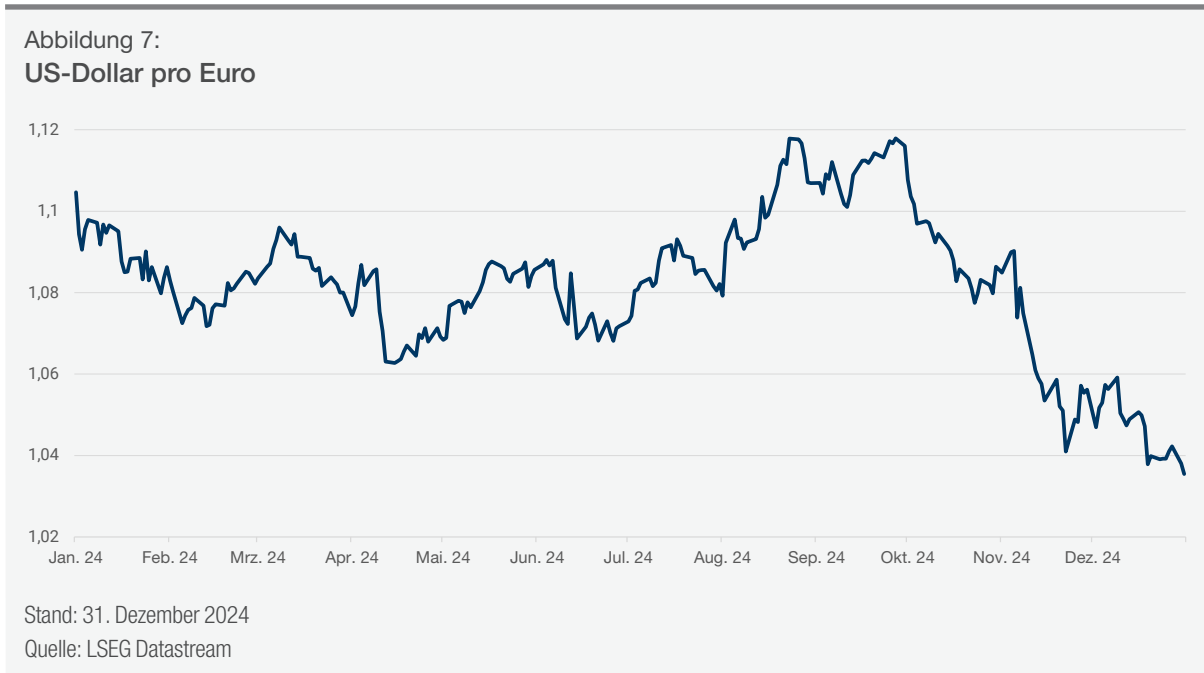
Abbildung 6:  
Goldpreis



Stand: 31. Dezember 2024

Quelle: LSEG Datastream

Auch auf der **Währungsseite** kam es zu spannenden Entwicklungen. Der US-Dollar nahm erheblich gegenüber dem Euro zu, insbesondere im vierten Quartal (vgl. Abbildung 7). Die Wiederwahl Trumps hat zu höheren Inflationserwartungen geführt und somit werden nun weniger Zinssenkungen in den USA erwartet.



## Ausblick

Die Wahl von Donald Trump zum US-Präsidenten und die republikanische Mehrheit im Kongress haben eine Welle der Unsicherheit in Bezug auf die globale Wirtschafts- und geopolitische Landschaft ausgelöst. Angesichts der Unberechenbarkeit von Donald Trump wird das Jahr 2025 voraussichtlich voller unerwarteter Wendungen und Überraschungen sein, die sowohl wirtschaftlich als auch auf den Finanzmärkten zu spannenden Entwicklungen führen werden. Insgesamt dürfte die wirtschaftliche Kluft zwischen den USA und dem Rest der Welt unter Trump weiter zunehmen.

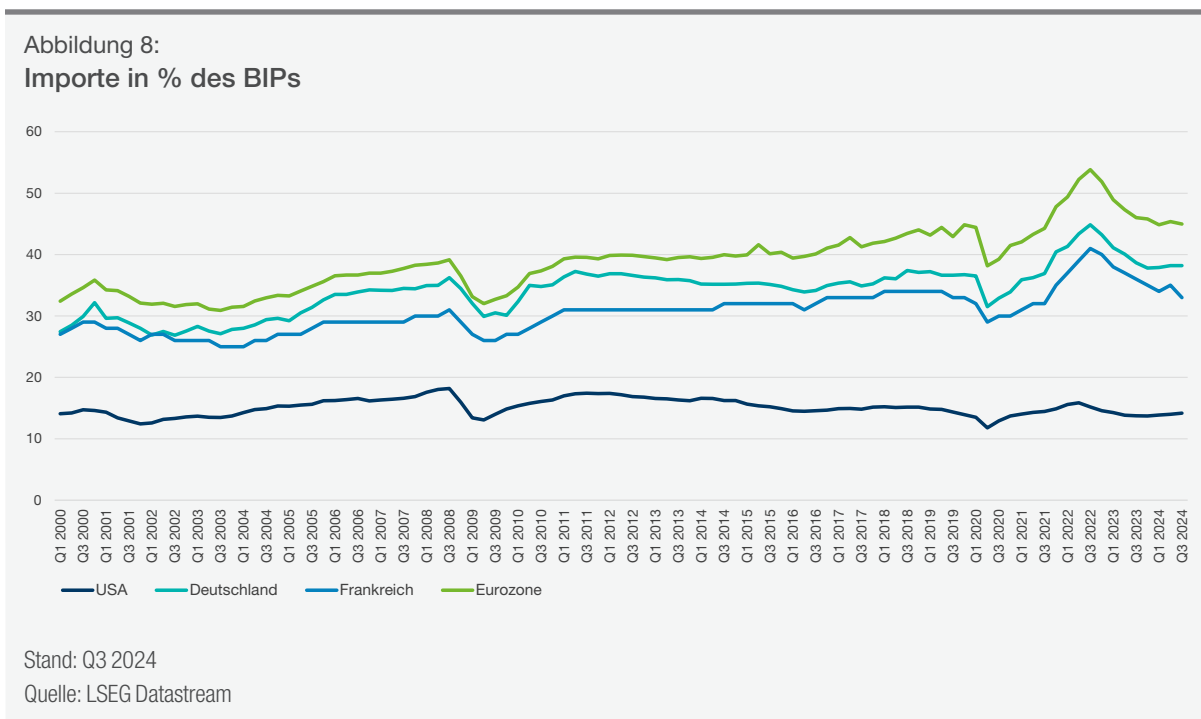
Trumps Pläne als Präsident konzentrieren sich auf vier Hauptbereiche:

- **Steuern:** Steuersenkungen für Unternehmen (von 21 auf 15 %)
- **Zölle:** Einfuhrzölle von 60 % für China, 25 % für Kanada und Mexiko und 10 bis 20 % für alle anderen Länder
- **Einwanderung:** Reduzierung der Einwanderung und Abschiebung illegaler Einwanderer
- **Deregulierung:** Deregulierung in bestimmten Bereichen (z. B. im Energie und Finanzsektor)

Es ist davon auszugehen, dass der Kongress Trumps Steuersenkungen aus dem Jahr 2017, die Ende 2025 auslaufen, verlängern wird, wobei die Höhe und der Umfang der Senkungen noch zur Diskussion stehen. Das wirkt sich positiv auf US-Unternehmen aus.

Trump steht zudem für Deregulierung und den Abbau von Bürokratie. Konkret plant er beispielsweise die Aufhebung von Bohrverboten. Dies sind zwar schlechte Nachrichten für den Klimaschutz, geben aber den Unternehmen aus dem Energiesektor starken Rückenwind. Zusätzlich hat die Aussicht auf geringere behördliche Kontrollen unter der neuen Regierung die Hoffnungen auf zunehmende Fusionen und Übernahmen geschürt.

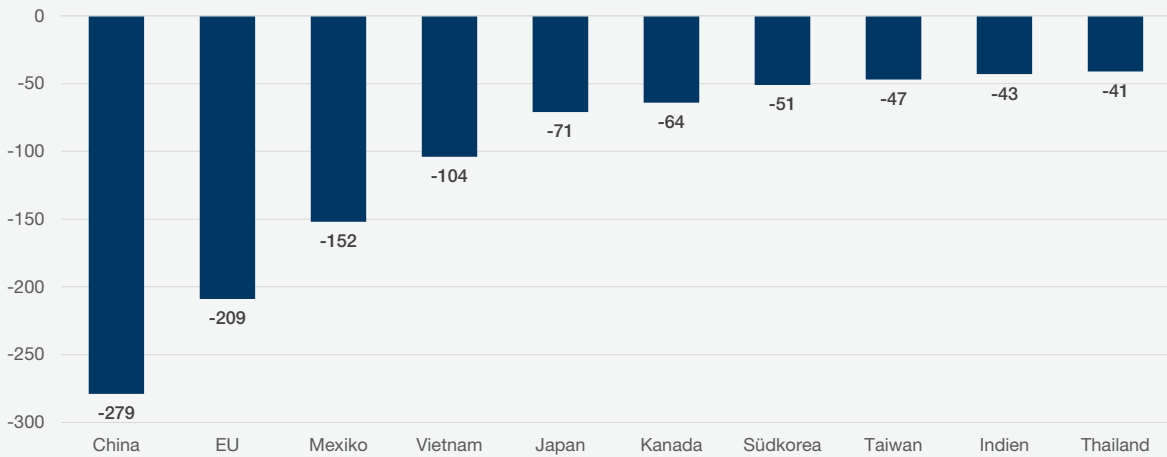
Ökonomisch gesehen ist aber nicht alles rosig. Die von Trump angekündigten Zölle werden das reale Einkommen der US-Bürger belasten. So ist davon auszugehen, dass die betroffenen Unternehmen die höheren Kosten an den US-Konsumenten weiter geben, was wiederum inflationär wirkt. Der Grad des Inflationsanstiegs sollte jedoch nicht überschätzt werden. Einerseits agieren die USA recht autark, d. h. sie sind weniger auf Importe aus anderen Ländern angewiesen (vgl. Abbildung 8). Andererseits kann man davon ausgehen, dass sich das Inflationbild schnell wieder normalisieren wird, sollten Zweittrundeneffekte (z. B. Lohnerhöhungen) ausbleiben. Zusätzlich plant Trump die privaten Haushalte steuerlich zu entlasten, was einen Teil des Anstieges kompensieren könnte. Insgesamt lässt sich daher festhalten, dass die Zollpolitik die Inflation zwar ansteigen lassen sollte, aber die Gegenkräfte dazu führen sollten, dass das Ausmaß begrenzt bleibt.



Negative Effekte werden jedoch nicht nur durch die Zölle, sondern auch durch die angekündigte Immigrationspolitik erwartet. Sollte Trump seine Versprechen wahr machen und massenweise Menschen abschieben, wären dies nicht nur aus menschlicher Sicht schlechte Nachrichten, sondern auch ökonomisch problematisch. Der Wegfall dieser Arbeitskräfte könnte das Wirtschaftswachstum bremsen und gleichzeitig inflationstreibend wirken, da ein geringeres Arbeitskräfteangebot zu höheren Löhnen und damit zu höheren Produktionskosten führen könnte. Es bleibt abzuwarten, welche Maßnahmen Trump tatsächlich umsetzen wird.

Unserer Ansicht nach wird Trumps America First-Politik in erster Linie schädlich für andere Regionen sein. Länder mit hohen US-Handelsbilanzdefiziten wie China und die Eurozone werden voraussichtlich am meisten leiden (vgl. Abbildung 9).

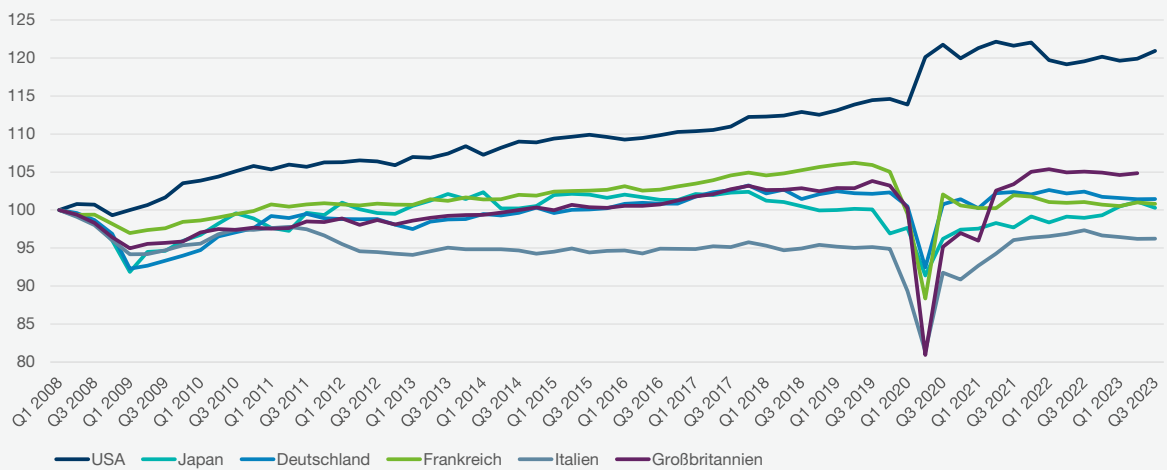
Abbildung 9  
US-Handelsbilanzdefizite



Stand: 31. Dezember 2024  
Quelle: US Census Bureau

Der wirtschaftliche Vorsprung der USA gegenüber anderen Regionen wird aber nicht durch Trump hervorgerufen, sondern ist schon lange im Gang. Einer der Gründe dafür ist die enorme Arbeitsproduktivität in den USA (vgl. Abbildung 10). Vergleicht man diese zwischen den einzelnen Ländern, ist auffällig, dass die USA einen massiven Produktivitätsvorsprung erreicht haben, der kaum aufzuholen ist. Wir gehen davon aus, dass das Produktivitätswachstum in den USA weiterhin deutlich stärker sein wird als in anderen Ländern.

Abbildung 10:  
Arbeitsproduktivität



Stand: Q3 2024  
Quelle: LSEG Datastream

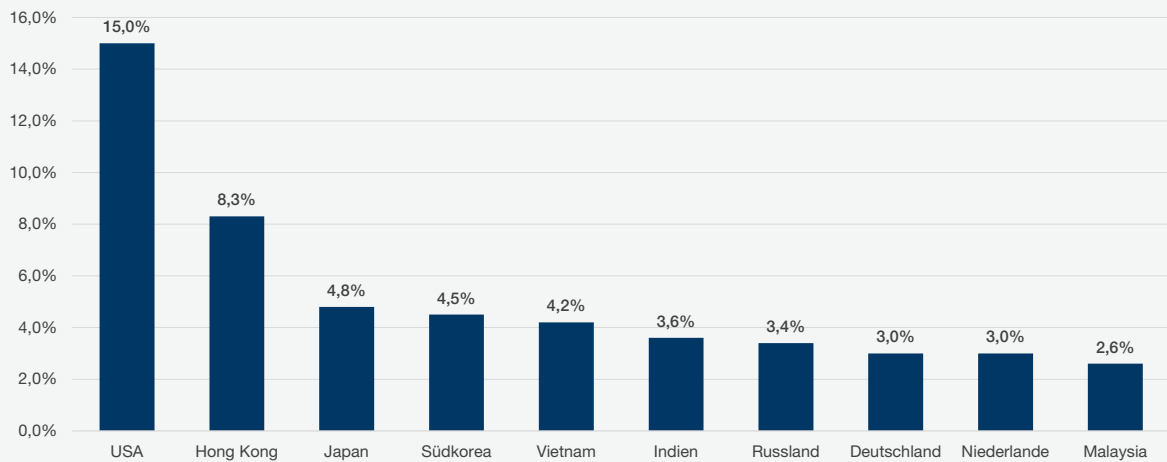


Der Ausblick für die Eurozone ist dahingegen getrübt. Die Eurozone steht ohnehin schon vor erheblichen Wettbewerbsproblemen, die durch Trumps Maßnahmen noch verschärft werden könnten. In Deutschland sind diese Probleme besonders ausgeprägt, da chinesische Unternehmen zunehmend mit günstigeren Produkten in den deutschen Kernbereichen Automobil und grüne Technologien auf den Markt drängen. Positiv für die Eurozonenkonjunktur wirken sich aber die real gestiegenen Löhne aus. Diese vermögen aber nicht die negativen Zollauswirkungen auszugleichen. Aber auch mögliche Währungseffekte sind zu beachten. Höhere Einfuhrzölle könnten zu einer Aufwertung des US-Dollars führen, wodurch die beabsichtigten Auswirkungen der Zölle teilweise wieder aufgehoben werden, da Importe in die USA dann billiger werden.

Neben den Zöllen ist die Entwicklung des Ukraine Konflikts für die Eurozone von großer Bedeutung. Sollte Trump seine Drohungen wahr machen, müsste die Eurozone möglicherweise alleine die Ukraine unterstützen. Gleichzeitig hat sich aber auch die Chance auf einen Waffenstillstand erhöht, was sich positiv auswirken würde.

Noch stärker als die Eurozone dürfte aber China unter der Präsidentschaftswahl leiden. Chinas Wirtschaftswachstum hat zwar dank der oben beschriebenen Regierungsmaßnahmen seit September wieder an Schwung gewinnen können, doch zwei wesentliche Unsicherheiten trüben den Ausblick: der anhaltend kriselnde Immobiliensektor und die mögliche Eskalation des Handelskonflikts zwischen den USA und China. So sollte man davon ausgehen, dass Trump seine angedrohten Zölle auf chinesische Waren wahr machen wird. China ist angesichts des schwachen Inlandkonsums derzeit stärker auf Exporte angewiesen, um seine Wirtschaft anzukurbeln. Obwohl die USA nur 15 % von Chinas Exporten ausmachen, sind sie dennoch der größte einzelne Handelspartner (vgl. Abbildung 11). Das macht China bezogen auf die Zölle ökonomisch gesehen sehr verwundbar. Es bleibt abzuwarten, inwieweit die Abwertung des Renminbis und mögliche weitere makroökonomische Stimuli seitens der Regierung dieser Verwundbarkeit entgegenwirken können.

Abbildung 11:  
Chinesische Exporte nach Land – Top 10



Stand: 31. Dezember 2024

Quelle: TradingEconomics

Generell bleibt abzuwarten, wie die betroffenen Länder auf die Zölle reagieren werden. China könnte Vergeltungszölle auf kritische Sektoren erheben, oder seine Exportverbote für wichtige Mineralien ausweiten, was die US-Lieferketten beeinträchtigen würde. Darüber hinaus könnte China den Yuan abwerten, wie es bereits während Trumps erster Präsidentschaft der Fall war.

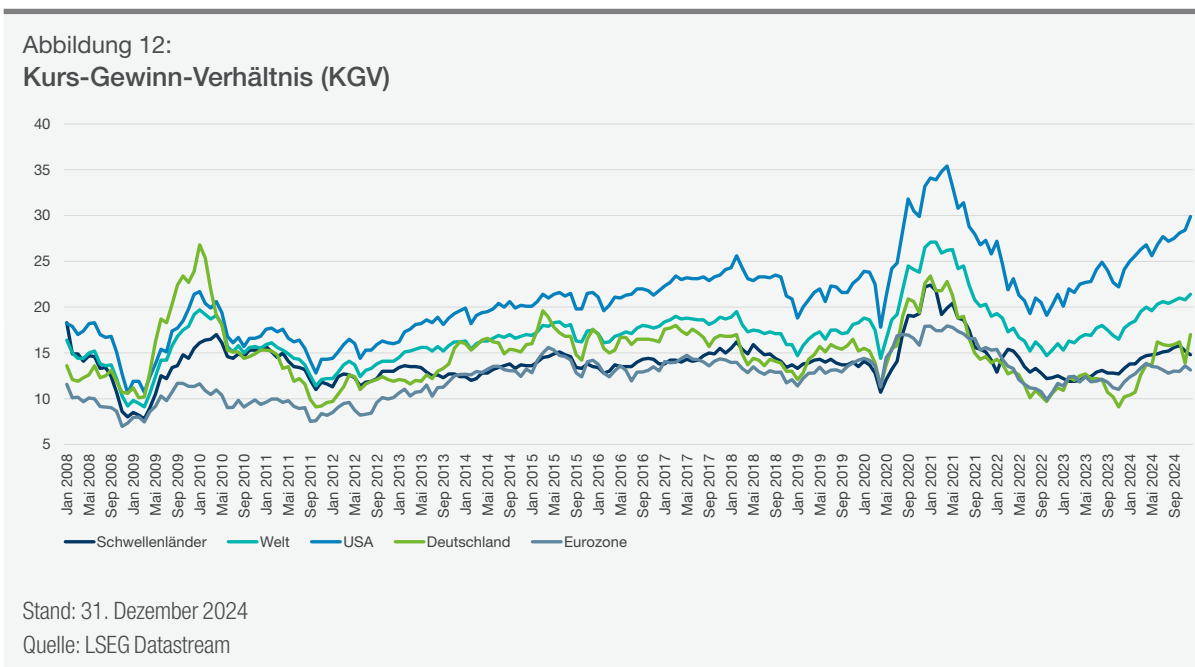
Die europäischen Staats- und Regierungschefs könnten insbesondere sensible Produkte wie Agrarerzeugnisse ins Visier nehmen. Wahrscheinlicher ist jedoch, dass die europäischen Staaten versuchen werden, eine Vereinbarung mit den USA zu treffen. Diese könnte unter anderem beinhalten, verstärkt US-Flüssigerdgas (LNG) zu kaufen, die Verteidigungsausgaben zu erhöhen, Chinas Zugang zu Spitzentechnologie zu beschränken oder Antidumpingzölle gegen bestimmte chinesische Waren einzuführen.

### Was bedeutet das alles für die Kapitalanlage?

Allgemein wirken sich die im Abwärtstrend befindlichen Inflationszahlen, welche den globalen Zentralbanken Raum für Zinssenkungen geben, in der Breite positiv aus. Allerdings hat Trump das Bild, wie oben beschrieben, etwas durcheinander gerüttelt.

Daher ist der Aktienmarktausblick sehr differenziert zu betrachten.

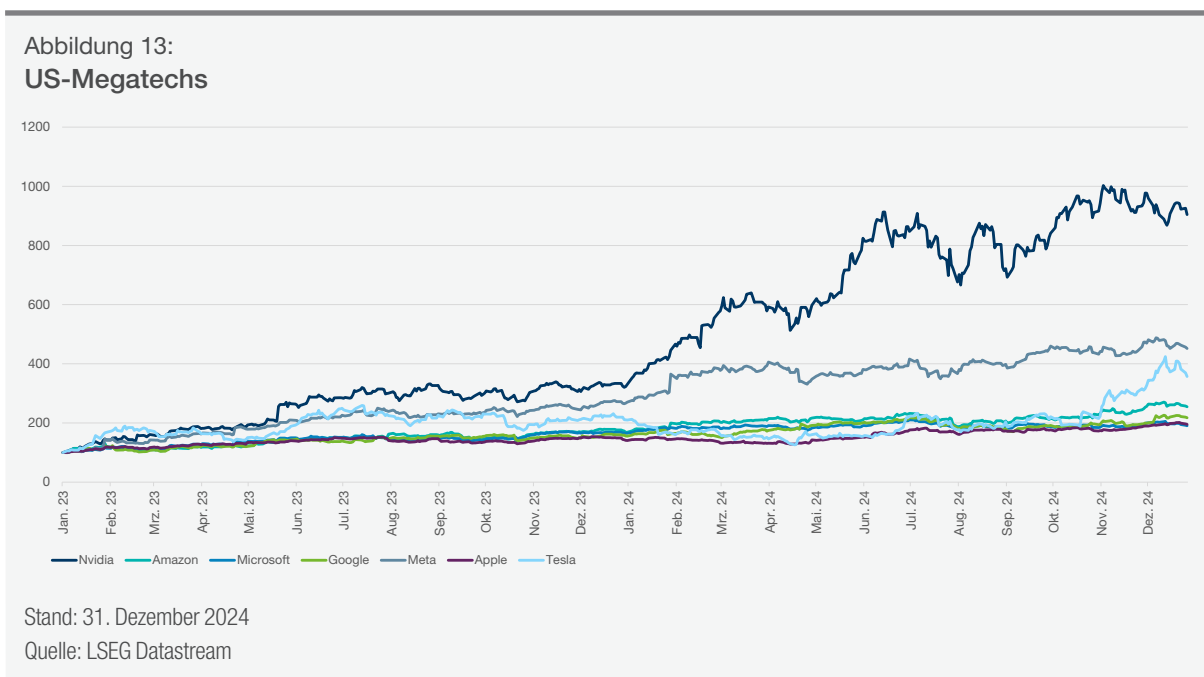
Fangen wir mit dem **US-Aktienmarkt** an. Nach dem lang anhaltenden Bullenmarkt, insbesondere von den US Megatechs getrieben, sind diese Aktien sehr teuer geworden (vgl. Abbildung 12). Trotz dieser hohen Bewertungen, sind wir für US-Aktien aufgrund der guten Konjunkturdaten sowie der Steuersenkungen und Deregulierung weiterhin optimistisch eingestellt. Insbesondere **US-Small Caps** könnten ihren Aufwärtstrend aufgrund ihrer regionalen Ausrichtung (sind daher von den Zöllen weniger betroffen) weiter fortsetzen. Auch **Wandelanleihen**, deren Emittenten hauptsächlich aus dem Mid-Cap-Growth-Bereich stammen, sollten davon profitieren können.



Bleiben wir noch in den USA. Eines der brennendsten Themen, die Anleger neben der Auswirkung Trump herumtreibt, ist, ob die Techaktienrallye der **Megatechs** – Meta, Alphabet, Microsoft, Nvidia, Amazon und Apple – weitergehen kann. Diese haben über die letzten Jahre eine wirklich gigantische Performance zurückgelegt (vgl. Abbildung 13).

Man könnte argumentieren, dass all dies nur Hype ist und auf einem unsoliden Fundament steht, möglicherweise vergleichbar mit der DotCom-Krise. Doch so einfach ist es nicht, denn die oben genannten Unternehmen sind in ihren jeweiligen Segmenten die innovativsten Branchenführer und weisen außergewöhnliches Wachstum auf. Ein Beispiel ist Nvidia, das sich von einem Nischenanbieter zu einem der führenden Unternehmen der Technologiebranche entwickelt hat. Heutzutage nutzt jedes Unternehmen, das mit KI-Entwicklung zu tun hat, die Hardware und Software von Nvidia.

Allerdings könnten die enormen Ausgaben, die in Richtung KI fließen – ein regelrechtes „KI-Wettrüsten“ – diesen Unternehmen zum Verhängnis werden. Natürlich können sie sich aufgrund ihrer starken Bilanzen und Cashflows riesige Investitionen leisten. Doch entscheidend für den zukünftigen Erfolg wird die Monetarisierung dieser Investitionen sein. Wenn Investoren beginnen zu zweifeln, dass sich diese Ausgaben auszahlen, könnte dem Hype das Fundament entzogen werden. Ob und wann das der Fall sein könnte, bleibt jedoch ungewiss.



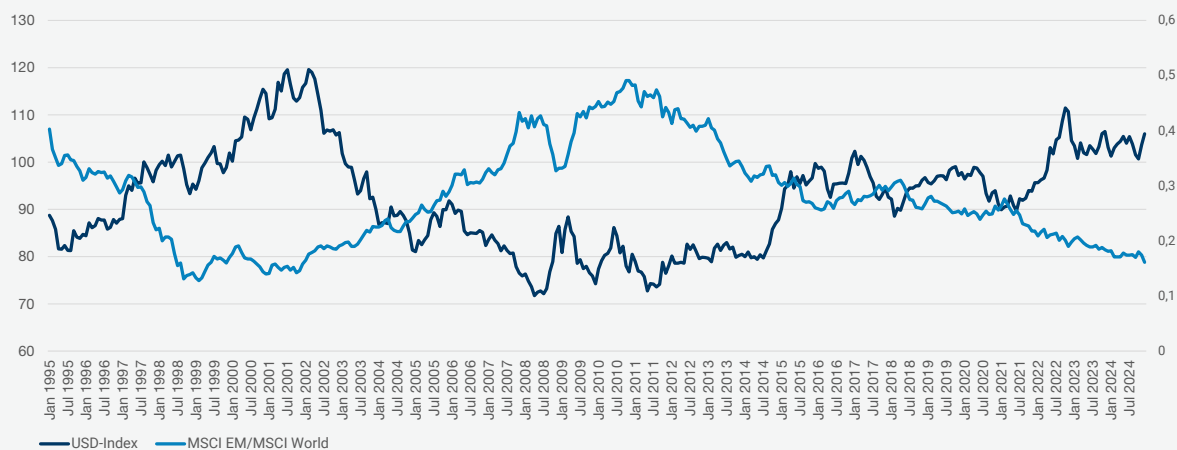
Springen wir nun von den glorreichen Tech-Unternehmen ins „Tal der Tränen“: **Europäische und Schwellenländeraktien.** Auf den ersten Blick erscheinen diese, bis auf wenige Ausnahmen, besonders günstig (vgl. Abbildung 12 oben). Ist dies also ein antizyklisches Investment? Die Antwort darauf lässt sich wohl am besten mit einem „Jein“ oder „es kommt darauf an“ zusammenfassen.

Europäische sowie Schwellenländeraktien haben und werden weiterhin mit der Unsicherheit rund um das weitere Vorgehen von Trump zu kämpfen haben. Hohe Zölle werden diesen Unternehmen zusetzen. Zwar werden die Unternehmen versuchen, die erhöhten Kosten auf die US-Konsumenten abzuwälzen, jedoch wird dies nur bis zu einem gewissen Grad möglich sein und die Nachfrage wird entsprechend sinken. Letztendlich bleibt abzuwarten, ob Trump seinen Worten vollumfänglich Taten folgen lassen wird. Insbesondere die Unsicherheit darüber, was auf die Unternehmen zukommt, sorgt für Volatilität. Sobald Klarheit herrscht, können sich die Unternehmen darauf einstellen. Diese Klarheit, selbst wenn sie negativ ist, bietet die Möglichkeit, einen Schlachtplan auszuarbeiten, während Unsicherheit weiterhin für Volatilität sorgt.

Darüber hinaus bleibt abzuwarten, welche Neuigkeiten aus China kommen werden. China ist bekannt dafür, immer wieder für Überraschungen zu sorgen (ist vielleicht ein vollumfängliches Stimuluspaket auf dem Weg?).

Neben hohen Zöllen sind die Schwellenländer auch besonders anfällig für die Stärke des US-Dollars und höhere US-Anleihenrenditen. In Zeiten eines starken US-Dollars schneiden Schwellenländeraktien (diese sind in einem hohen Maße in US-Dollar verschuldet) in der Regel schlechter ab (vgl. Abb. 14). Es wird erwartet, dass Trumps Politik den Inflationsdruck in den USA erhöhen wird, was die US-Zinskurve ansteigen lässt und den US-Dollar stärker werden lässt. Höhere Zinsen in den USA könnten bedeuten, dass Kapital auf der Suche nach höheren Renditen aus den Schwellenländern in die USA abwandert.

Abbildung 14:  
Die inverse Beziehung der Schwellenländer mit dem US-Dollar



Stand: 31. Dezember 2024  
Quelle: LSEG Datastream

Von den Aktienanlage nun zu den **Rentenanlagen**.

In der Eurozone gehen wir von weiter sinkenden Zinsen aus. Höhere Zölle stellen einen negativen Nachfrageschock für die Eurozone dar und die EZB wird die Hauptlast der geldpolitischen Lockerung als Reaktion auf die Einführung von US-Zöllen tragen müssen. Dahingegen gehen wir davon aus, dass der mögliche neu entfachte Inflationsdruck in den USA dafür sorgt, dass die Fed weniger Zinssenkungsspielraum haben wird.

Unser Ausblick für die Rentenmärkte ist selektiv optimistisch. Europäische festverzinsliche Anlagen sollten von den weiteren Zinssenkungen profitieren können. Allerdings hat sich der wirtschaftliche Ausblick für Europa seit der Wiederwahl Trumps eingetrübt, was insbesondere europäische Unternehmensanleihen belasten könnte. Wir sind der Ansicht, dass Euro-Hochzinsanleihen im Durchschnitt immer noch etwas zu teuer gehandelt werden, während ausgewählte Emittenten und Anleihen weiterhin ein gutes Preis-Leistungs-Verhältnis bieten. Im Gegensatz dazu halten wir skandinavische Anleihen sowohl im Investment- als auch im High-Yield-Bereich aufgrund der hohen Renditen und der stabilen Volkswirtschaften nach wie vor für besonders aussichtsreich. Aktives Management wird der Schlüssel zum Erfolg sein.

Verfasserin: Desiree Sauer  
E-Mail: [desiree.sauer@lazard.com](mailto:desiree.sauer@lazard.com)

Verfasser: Werner Krämer  
E-Mail: [werner.kraemer@lazard.com](mailto:werner.kraemer@lazard.com)

Dies ist eine Marketing-Unterlage.

Dieses Dokument gibt die Ansicht von Lazard Asset Management LLC, Lazard Frères Gestion oder verbundener Unternehmen („Lazard“) wieder und beruht auf Informationen, die zum Zeitpunkt der Veröffentlichung als verlässlich eingeschätzt wurden. Es kann jedoch keine Zusicherung gegeben werden, dass geäußerte Prognosen oder Annahmen tatsächlich eintreten.

Dieses Dokument wird von Lazard Asset Management LLC oder verbundenen Unternehmen („Lazard“) ausschließlich für informative Zwecke zur Verfügung gestellt. Keine Aussage in diesem Dokument stellt eine Anlageberatung oder eine Empfehlung zum Handeln eines Wertpapiers, Derivates, Sachwertes, sonstigen Vermögenswertes oder einer Investmentdienstleistung dar. Anlagen in Wertpapiere, Derivaten und Sachwerten enthalten Risiken, die sich unter anderem in Preisschwankungen äußern und zu Verlusten führen können. Bestimmte Vermögenswerte, die in Lazards Portfolios gehalten werden, insbesondere im Falle sogenannter Alternativer Investmentfonds, enthalten höhere Risiken, und die Wertschwankungen können größer ausfallen als bei anderen Vermögenswerten. Dementsprechend können einzelne Vermögenswerte nur an weniger liquiden oder effizienten Märkten gehandelt werden, was die Wertentwicklung der Portfolios negativ beeinflussen kann. Die vergangene Wertentwicklung erlaubt keine Prognose der zukünftigen Wertentwicklung. Alle Ansichten, die hier geäußert wurden, können sich jederzeit ändern und von denen anderer Mitarbeiter von Lazard abweichen.

Dieses Dokument darf nur durch Personen zur Kenntnis genommen werden, die sich in einem Land aufhalten, in welchem die Verbreitung dieses Dokuments im Einklang mit dem örtlichen Recht zulässig ist und im Einklang steht mit den von Lazard gehaltenen lokalen Registrierungen. Bitte informieren Sie sich auf [www.lazardassetmanagement.com](http://www.lazardassetmanagement.com) über die jeweiligen Gesellschaften der Lazard Gruppe, die dieses Dokument herausgegeben haben und den Umfang der jeweiligen erlaubten Tätigkeiten.