

Kapitalmarktbericht 2024

US-Exzeptionalismus



Flossbach von Storch

Sehr geehrte Kundinnen und Kunden,

viele der vergangenen Jahre sind mit dem Attribut „außergewöhnlich“ versehen worden. 2024 reiht sich nahtlos ein: Donald Trump (78) ist wiedergewählt, die Ampelkoalition in Berlin sowie die französische Regierung sind zerbrochen, Chinas Wirtschaft schwächelt und die Lage im Nahen Osten eskaliert.

Als langfristig denkende Investoren, als Unternehmer, müssen wir mit den Rahmenbedingungen umgehen, ohne uns in Fatalismus zu ergehen oder mit Scheuklappen durch die Welt zu laufen. Investmentmanagement und Unternehmertum müssen konstruktiv sein – die Risiken im Blick haben. Darüber hinaus braucht es aber Optimismus. Ohne ihn wäre der Blick auf die Möglichkeiten verstellt.

Insofern haben wir auch im vergangenen Jahr in qualifizierte Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter investiert, in unsere IT-Infrastruktur, das hauseigene Research und Risikomanagement. Wir haben darüber hinaus die Rechtsform gewechselt – aus der Flossbach von Storch AG ist die Flossbach von Storch SE geworden, eine Europäische Gesellschaft – „Societas Europaea“.

Die Nachfolgeregelung ist für uns als mittelständisches Unternehmen essentiell. Die SE gibt uns die Möglichkeit, eine generationenübergreifende Institution zu schaffen. Und sie ist Ausdruck der zunehmenden Internationalisierung des Unternehmens. Unser Antrieb, die finanzielle Sicherheit und die damit verbundene Freiheit und innere Ruhe unserer Kunden, ist und bleibt der gleiche.

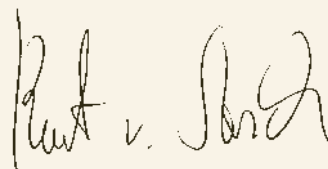
In einer Welt, in der die großen Aktienindizes von nur wenigen Unternehmen dominiert werden und damit die Abhängigkeit vom Wohle einzelner Aktien und das Risiko wachsen, braucht es aktives, langfristig ausgerichtetes Portfoliomanagement – nach vorne schauend gilt das vermutlich mehr denn je.

Wir wünschen Ihnen und Ihren Familien einen guten, vor allem gesunden Start ins neue Jahr.

Vielen Dank für Ihr Vertrauen!



Dr. Bert Flossbach



Kurt von Storch

RÜCKBLICK

2024 war ein Jahr großer politischer und geopolitischer Umbrüche. In Europa stürzen die Regierungen in Frankreich und Deutschland. Donald Trump wird mit großer Mehrheit erneut zum Präsidenten der USA gewählt. Der „wind of change“ wirkt sich auch auf andere Regionen aus.

Im Nahen Osten verlieren die iranischen Mullahs durch die Schwächung der Hamas und Hisbollah sowie den Sturz des Assad-Regimes gleich in drei Regionen an Einfluss und Macht. Wladimir Putin läuft die Zeit davon. Er braucht Geländegewinne, um seine Verhandlungsposition gegenüber Trump zu verbessern und setzt nordkoreanische Soldaten im Krieg gegen die Ukraine ein. Auch Xi Jinping wird nervös. Chinesische Volkswirte, die die offiziellen Wachstumsraten von fast fünf Prozent anzweifeln, werden aus dem Verkehr gezogen. Chinas Wirtschaft steckt in einer Krise, da ist ein Handelskonflikt mit den USA das letzte, was Xi brauchen kann. Das gilt auch für Europa. Europäische Politiker, die sich im Sommer noch offen gegen Trump ausgesprochen haben, rudern plötzlich zurück.

Aktien

Trotz aller Turbulenzen war 2024 ein unerwartet gutes Anlagejahr, vor allem, wenn man bedenkt, dass die Notenbanken die Zinsen weitaus weniger stark gesenkt haben, als vor Jahresfrist allgemein erwartet wurde. Vor diesem Hintergrund ist die starke Performance von Gold und Aktien bemerkenswert. Die robuste US-Konjunktur und der KI-Boom kompensierten die schwache Konjunkturentwicklung in den anderen Regionen der Welt und verhalfen US-Aktien im vergangenen Jahr zu einem Plus von rund 25 Prozent (S&P 500 inkl. Dividenden). Die größten Profiteure waren erneut die Schwergewichte aus dem

Technologiesektor, die maßgeblich für das herausragende US-Börsenjahr verantwortlich waren. Davon profitierte auch der MSCI World Index, der zu über 70 Prozent aus US-Aktien besteht und auch dank des starken US-Dollar ein Plus von 26,6 Prozent (in Euro gerechnet) schaffte. Im Vergleich dazu war die Entwicklung europäischer Aktien eher bescheiden. Der STOXX Europe 600 kam inklusive Dividenden auf ein Plus von knapp 9 Prozent (vgl. Grafik 1 auf der folgenden Seite).

Gold

Fast schon irritierend stark entwickelte sich der Goldpreis, der im Oktober ein Rekordhoch von fast 2.800 Dollar je Feinunze erreichte. Am Jahresende waren es immerhin noch 2.624 Dollar, was einen Anstieg von 27 Prozent bedeutet. In Euro sieht die Bilanz mit einem Gewinn von knapp 36 Prozent noch besser aus. Der starke Goldpreisanstieg ist auch deshalb bemerkenswert, weil die Investmentnachfrage negativ war. Weltweit fiel das von Gold-ETFs gehaltene Volumen um 86 Tonnen. Dagegen haben die Notenbanken ihre Goldbestände weiter aufgebaut und allein in den ersten drei Quartalen weitere 694 Tonnen in ihre Tresore gelegt. Das allein dürfte aber nicht ausgereicht haben, um den Goldpreis derart in die Höhe zu treiben. Es muss also weitere Käufe gegeben haben, die nicht in den offiziellen Statistiken erfasst wurden. Die wichtigste Nachfragequelle dürfte China sein. Für die chinesische Regierung ist Gold angesichts der geopolitischen

Entwicklungen sicherer als Anlagen in US-Staatsanleihen. Auch chinesische Privatanleger suchen einen sicheren Hafen, zumal die Anlagealternativen wenig attraktiv erscheinen. Das Zinsniveau in China befindet sich auf einem Rekordtief von weniger als zwei Prozent, Immobilien sind keine sichere Anlage mehr, und der Aktienmarkt gleicht einer Berg- und Talfahrt. Da glänzen ein paar Unzen oder Kilo Gold in einem ganz anderen Licht.

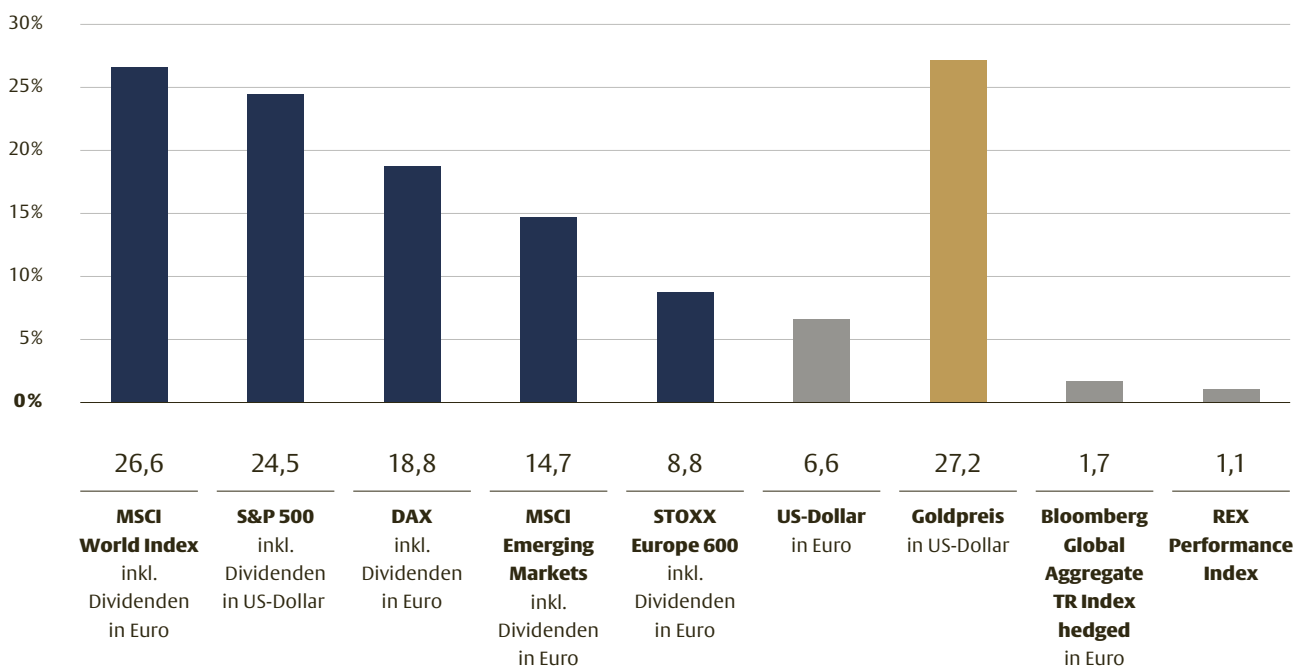
Anleihen

Für Anleihen war 2024 ein magerer Jahrgang. Die Renditen starteten auf niedrigem Niveau in das Jahr. Zehnjährige Bundesanleihen rentierten bei nur noch zwei Prozent und andere Staatsanleihen der Eurozone sowie Unternehmensanleihen guter Bonität

brachten bei einer Laufzeit von etwa zehn Jahren bestenfalls etwas mehr als drei Prozent. In den letzten Wochen des Jahres kam es weltweit zu einem deutlichen Anstieg der Renditen, was bei den ausstehenden Anleihen zu entsprechenden Kursverlusten geführt hat. Insgesamt ergab sich für Anleihen guter Bonität ein Gesamtertrag von bescheidenen 1,7 Prozent (Bloomberg Global Aggregate Index). Bei deutschen Bundesanleihen waren es, gemessen am REXP-Index, sogar nur 1,1 Prozent. Deutlich schlechter schnitten britische und US-Staatsanleihen ab, wo die Sorge vor einem weiteren Anstieg der Staatsverschuldung zu einem Renditeanstieg zehnjähriger Staatspapiere auf 4,6 Prozent führte. Dies ist fast ein Prozentpunkt mehr als im September, was für Inhaber bereits ausstehender Anleihen zu Kursverlusten geführt hat, die höher waren als der Zinsertrag.

Grafik 1

Kapitalmarktentwicklung 1. Januar bis 31. Dezember 2024



Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch, Daten per 31. Dezember 2024

Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

AUSBLICK

US-Dominanz

Der globale Aktienmarkt ist zu einer Zweiklassengesellschaft geworden: US-Aktien und der Rest. Nie zuvor hat der US-Aktienmarkt die globale Börsenlandschaft derart dominiert wie in den vergangenen Jahren.

Seit dem Höhepunkt der Finanzkrise Ende 2008 ist der S&P 500 Index um rund 550 Prozent gestiegen. Inklusive Dividenden ergibt sich eine Gesamtrendite von mehr als 700 Prozent (vgl. Grafik 2). Damit haben sich US-Aktien seither rund dreimal so gut entwickelt wie europäische oder japanische Titel (jeweils in US-Dollar gerechnet). Eine Wette gegen US-Aktien war also teuer. Warren Buffett hat seinen unge-

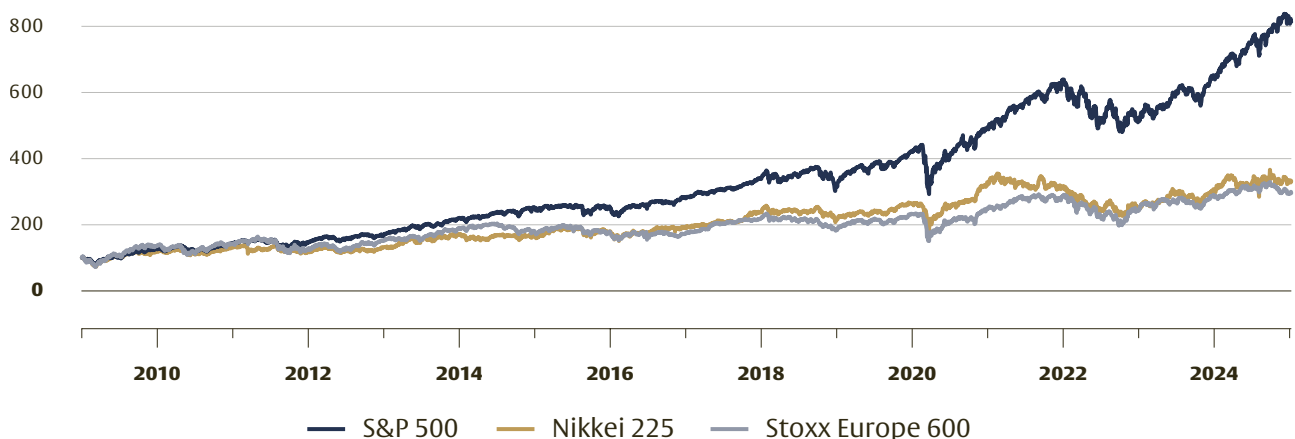
brochenen Optimismus für die USA in einem seiner viel beachteten Jahresberichte wie folgt zusammengefasst:

“In its brief 232 years of existence, however, there has been no incubator for unleashing human potential like America [...] Our unwavering conclusion: Never bet against America.”

Grafik 2

Der US-Aktienmarkt läuft dem Rest davon

Aktienmarktentwicklung, indiziert auf den 1. Januar 2009 = 100
(jeweils inkl. Dividenden in US-Dollar)



Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch, Daten per 31. Dezember 2024

Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Was sind die Gründe für diese Entwicklung? Ist davon auszugehen, dass sie anhält, und wie wirkt sich Trumps Politik auf die US-Kapitalmärkte aus?

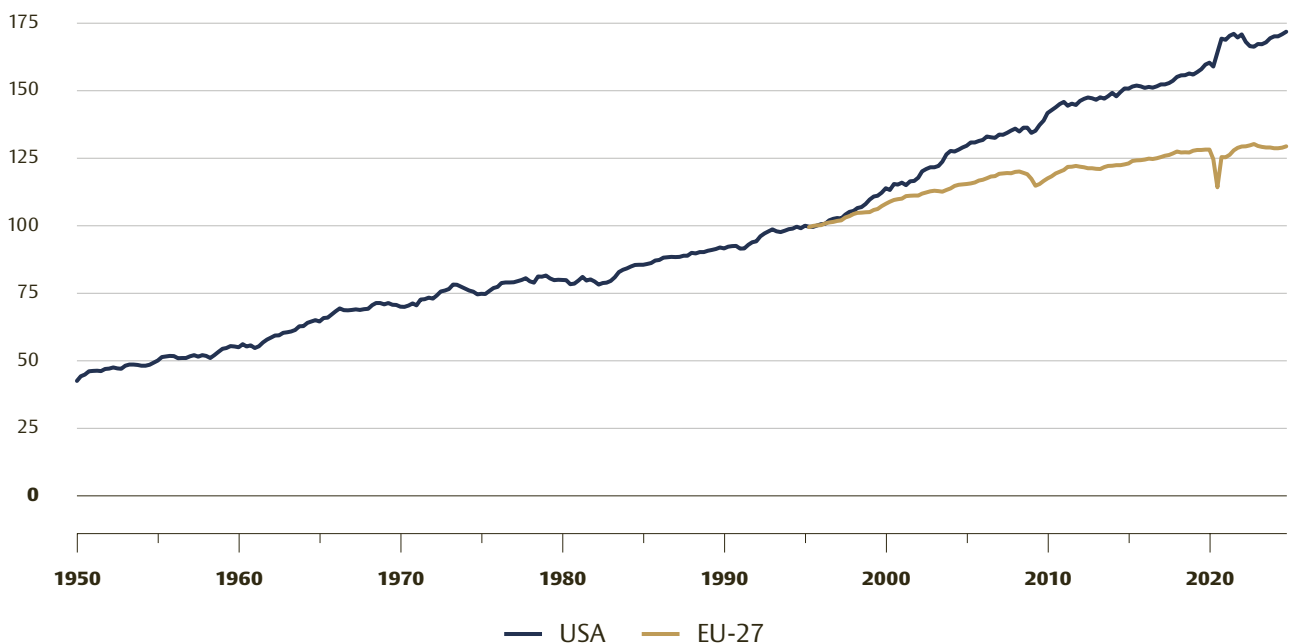
Zunächst einige Fakten: Der US-Anteil an der Weltbevölkerung beträgt vier Prozent, die USA erwirtschaften mehr als ein Viertel der globalen Wirtschaftsleistung und ungefähr ein Drittel der globalen Unternehmensgewinne. Auf US-Unternehmen entfallen nach Schätzungen der EU-Kommission 42 Prozent der weltweiten Ausgaben für Forschung und Entwicklung. Bei den Aufwendungen für Softwareentwicklung sind es sogar 70 Prozent.

Dies ist ein wesentlicher Grund für die hohe Produktivität der USA, die in den vergangenen zwanzig Jahren deutlich stärker gestiegen ist als in Europa (vgl. Grafik 3).

Das Produktivitätswachstum hat sich nach der Finanzkrise 2008 nochmal beschleunigt. Gründe sind massive Investitionen und Innovationen im Hightech-Bereich. Die großen Technologieunternehmen haben sich eine weltweite Vormachtstellung erarbeitet, die sich auch in deutlich gestiegenen Börsenwerten niederschlägt. Ende 2008 lag die Marktkapitalisierung der im S&P 500 enthaltenen Unternehmen bei nur 8 Billionen US-Dollar. Ende 2024 waren es 52 Billionen und damit 6,5-mal so viel. Besonders krass ist der Wertzuwachs bei den sogenannten „Magnificent 7“ (Apple, Nvidia, Microsoft, Alphabet, Amazon, Meta und Tesla). Ende 2008 lag ihr Börsenwert in Summe nur bei 372 Milliarden US-Dollar. Meta und Tesla waren damals noch Startups. Heute sind es 17,6 Billionen, die Unternehmen sind also 47-mal so viel wert.

Grafik 3

Amerikaner sind produktiver Output je Arbeitskraft (indexiert auf 1995 = 100)

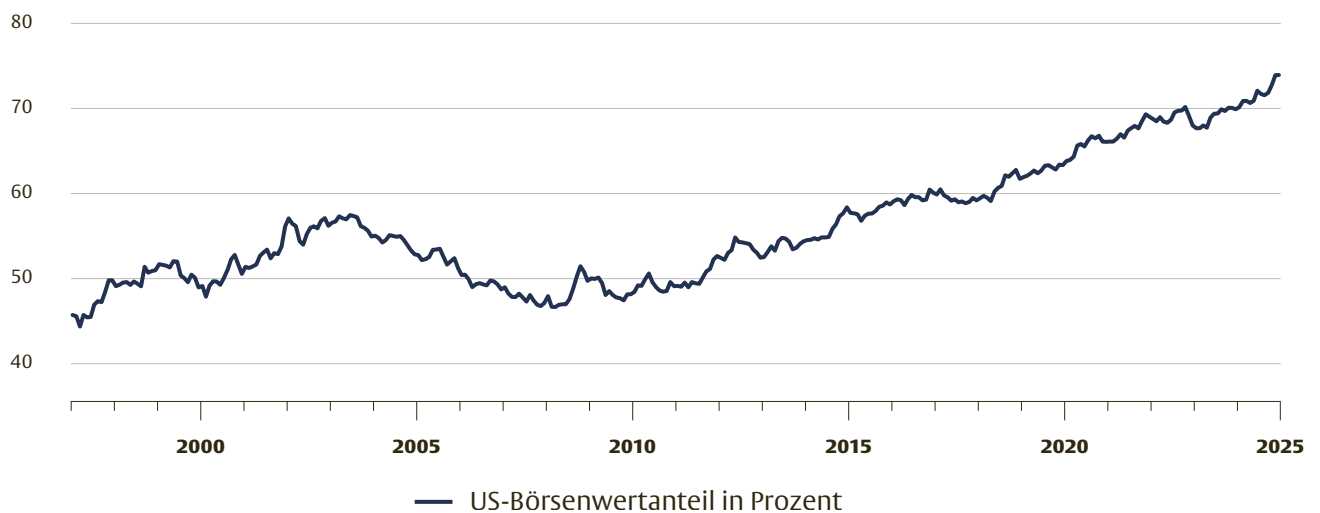


Quelle: Eurostat, U.S. Bureau of Labor Statistics, Flossbach von Storch, Daten per 31. Dezember 2024

Grafik 4

US-Dominanz

Anteil US-Aktien am MSCI World Index



Quelle: MSCI, Flossbach von Storch, Daten per 31. Dezember 2024

Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Dies schlägt sich naturgemäß auch in der Gewichtung amerikanischer Aktien im MSCI World Index nieder, der Aktien aus 23 Industrieländern umfasst. Ende 2024 lag der Anteil von US-Aktien bei rekordhohen 73 Prozent (vgl. Grafik 4). Unter den, gemessen am Börsenwert, 100 größten Unternehmen stammten 62 aus den USA. Damit ist der Weltbörsenindex eigentlich ein US-Aktienindex mit ein wenig internationaler Beimischung.

Der Anteil europäischer und japanischer Aktien liegt bei nur noch rund 15 beziehungsweise fünf Prozent. Das größte europäische Unternehmen, der dänische Pharmakonzern Novo Nordisk, befindet sich mit einem Börsenwert von 386 Milliarden Dollar auf Platz Nr. 26, und SAP kommt als größtes deutsches Unternehmen auf Platz 37 der Weltliga. Der einzige Nicht-US-Wert (abgesehen von Saudi Aramco), der sich in der Nähe der Top Ten befindet, ist TSMC.

Die Rangliste der zehn größten Unternehmen spiegelt die haushohe Dominanz der US-Unternehmen, und hier vor allem der Technologiekonzerne, wider (vgl. Tabelle 1 auf der folgenden Seite). Aktuell sind es neun US-Unternehmen, die mit einer Ausnahme aus dem Technologiesektor stammen. Die Abbildung verdeutlicht auch, dass sich sowohl die Bedeutung der Regionen als auch der Sektoren im Zeitverlauf ändert. US-Unternehmen sind als einzige ständig in den Top Ten vertreten. Im Durchschnitt hatten sechs der zehn wertvollsten Unternehmen ihren Sitz in den USA.

Im Jahre 1980 hatten zweistellige US-Zinsen zu einer extrem niedrigen Bewertung von Aktien geführt. Der Wert der zehn größten Unternehmen lag damals insgesamt nur bei 175 Milliarden US-Dollar. Das ist weniger als der Nettogewinn von Apple und Microsoft im vergangenen Geschäftsjahr. Wie heute stammten damals neun der zehn größten Unternehmen aus den USA.

Tabelle 1

US-Dominanz

Die zehn größten Unternehmen weltweit

1980 Ölkrise	1989* Japanische Börsenblase „Keiretsu“	2000 Technologieblase	2011 Dornröschenschlaf	2025 US-Tech-/KI-Boom
 IBM 38 Mrd. USD	 Industrial Bank of Japan 104 Mrd. USD	 Microsoft 601 Mrd. USD	 ExxonMobil 369 Mrd. USD	 Apple 3.785 Mrd. USD
 AT&T 36 Mrd. USD	 Sumitomo Mutsui Banking 73 Mrd. USD	 General Electric 507 Mrd. USD	 PetroChina 303 Mrd. USD	 Nvidia 3.289 Mrd. USD
 Exxon 25 Mrd. USD	 Fuji Bank 69 Mrd. USD	 NTT DoCoMo 368 Mrd. USD	 Apple 296 Mrd. USD	 Microsoft 3.134 Mrd. USD
 General Electric 16 Mrd. USD	 Dai-ici Kangyo Bank 63 Mrd. USD	 Cisco Systems 355 Mrd. USD	 BHP Group 243 Mrd. USD	 Alphabet 2.324 Mrd. USD
 Schlumberger 12 Mrd. USD	 Exxon 63 Mrd. USD	 Walmart 308 Mrd. USD	 Microsoft 239 Mrd. USD	 Amazon 2.307 Mrd. USD
 Mobil 12 Mrd. USD	 General Electric Power 58 Mrd. USD	 Intel 275 Mrd. USD	 ICBC 233 Mrd. USD	 Saudi Aramco 1.807 Mrd. USD
 Standard Oil 11 Mrd. USD	 Tokyo Electric Power 56 Mrd. USD	 NTT 272 Mrd. USD	 Petrobras 229 Mrd. USD	 Meta 1.479 Mrd. USD
 Atlantic Richfield 9 Mrd. USD	 IBM 54 Mrd. USD	 Lucent Technologies 236 Mrd. USD	 China Construction Bank 222 Mrd. USD	 Tesla 1.296 Mrd. USD
 Eastman Kodak 8 Mrd. USD	 Toyota Motors 53 Mrd. USD	 Nokia 220 Mrd. USD	 Shell 208 Mrd. USD	 Broadcom 1.087 Mrd. USD
 Shell 8 Mrd. USD	 AT&T 48 Mrd. USD	 Pfizer 205 Mrd. USD	 Nestlé 203 Mrd. USD	 Berkshire Hathaway 978 Mrd. USD
Summe 175 Mrd. USD	Summe 641 Mrd. USD	Summe 3.347 Mrd. USD	Summe 2.545 Mrd. USD	Summe 21.486 Mrd. USD

* Werte im Jahr 1989 zum 31. März, in den übrigen Jahren jeweils zum 1. Januar.

Quelle: Flossbach von Storch, Gavekal Research, Bloomberg, Berkshire Hathaway AGM 2021, Daten per 10. Januar 2025
Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Ende der 1980er-Jahre sah das Bild völlig anders aus. Der einem Ponzi-Schema gleichende Börsenboom in Japan basierte auf einem Netzwerk großer Konzerne, die durch gegenseitige Beteiligungen, Geschäftsbeziehungen und eigene Banken miteinander verflochten waren („Keiretsu“). Nahezu unlimitierte Kredite befeuerten eine Immobilienblase und trieben auch die Unternehmenswerte in die Höhe. Japanische Aktien wurden mit dem 100-Fachen ihrer Gewinne bewertet, und es sah so aus, als würde Japan die ganze Welt übernehmen. Dann platzte die Blase, und es dauerte 33 Jahre, bis die Aktienkurse wieder das Niveau von Anfang 1990 erreicht hatten.

An die Technologieblase im Jahr 2000 dürften sich viele noch erinnern. US-Unternehmen dominierten das globale Börsengeschehen, wenngleich sie bei weitem nicht so groß und profitabel waren wie heute. Microsoft war damals mit einem Börsenwert von 601 Milliarden US-Dollar die Nr. 1 und das einzige Unternehmen, das seither ständig in den Top Ten vertreten ist. NTT Docomo und Lucent Technologies wurden übernommen. NTT, Cisco und Intel notieren heute immer noch unter den damaligen Kursen und General Electric sollte in den folgenden zwanzig Jahren fast 90 Prozent an Wert verlieren. Nur zwei Aktien haben sich seither besser entwickelt als der MSCI World Index. Microsoft und Walmart, wobei die Microsoft-Aktie 15 Jahre brauchte, um inklusive Dividenden wieder das Niveau von Anfang 2000 zu erreichen.

Anfang 2011 lag der Aktienmarkt im Dornröschenschlaf. Die Top Ten waren bunt gemischt. Vier Ölwerke, zwei chinesische Banken und zwei US-Technologiekonzerne. Alle Titel waren niedrig bewertet, selbst für Microsoft und Apple musste man nur das Zehnfache des Jahresgewinns zahlen. Aktien waren out. Nach zwei großen Crashes innerhalb der vorangegangenen zehn Jahre durchaus verständlich.

Wie könnte das Bild im Jahr 2030 aussehen?

Es spricht viel dafür, dass die Mehrzahl der Titel weiterhin aus den USA stammen wird, und zwar überwiegend aus dem Technologiesektor. Das ist keine mutige Kursprognose, denn der Börsenwert der US-Technologiekonzerne ist so groß, dass selbst ein starker Kursrückgang der Aktien wenig an ihrer Präsenz in der Rangliste ändern würde. Hinzu kommt ihre herausragende Marktstellung und weiteres Wachstumspotenzial durch die zunehmende Digitalisierung. Allerdings ist die Dynamik im Technologiebereich groß, sodass sich die Rangfolge der größten Werte ändern dürfte und es Auf- und Absteiger geben wird. Doch auch sie dürften vor allem aus den USA kommen, wo es nicht nur die größten Technologieunternehmen gibt, sondern auch das größte Pharmaunternehmen (Eli Lilly), die größte Bank (JP Morgan), die größten Zahlungsdienstleister (Visa, Mastercard), die größten Einzelhändler (Walmart, Costco) und weitere Schwergewichte aus mehreren Branchen.

Die Dominanz der USA und der US-Finanzmärkte erinnert an den Begriff „Amerikanischer Exzeptionalismus“ – eine Beschreibung, die jüngst auch von Finanzanalysten revitalisiert wurde (Gavekal Research: „The Relentless March Of American Exceptionalism“; Thomas Mayer: „Der amerikanische Exzeptionismus“).

Amerikanischer Exzeptionalismus: Die Ausnahmestellung der USA

Die Bezeichnung „exzeptionell“ für die USA geht auf Alexis de Tocqueville zurück, der in den 1830er Jahren die USA in seinem Werk „Democracy in America“ als ein einzigartiges Land beschrieb, geprägt von Demokratie, Individualismus und Chancengleichheit, das sich aufgrund einer besonderen Verbindung von Freiheit, Religion und wirtschaftlichem Fortschritt von den europäischen Gesellschaften unterschied. Heute fußt die Ausnahmestellung der USA auf folgenden Eigenschaften:

- Sie sind die größte Wirtschaftsnation und beheimaten den größten Binnenmarkt der Welt,
- sind die führende Technologienation,
- haben den mit Abstand größten und liquidesten Kapitalmarkt der Welt,
- die niedrigsten Energiekosten der westlichen Welt,
- die stärkste Militärmacht der Welt und
- die dominierende Weltreservewährung (Dollarprivileg).

Voraussetzung für diese Ausnahmestellung ist eine uramerikanische Eigenschaft – ein ausgeprägter **Unternehmergeist** und die dazugehörige **Risikobereitschaft**, die auch schaffenskräftige Talente aus der ganzen Welt anzieht. So wurden viele führende US-Technologieunternehmen von Einwanderern gegründet oder geformt. Elon Musk (Tesla, SpaceX) und Jensen Huang (Nvidia) sind die prominentesten Gründerbeispiele, Satya Nadella (Microsoft) und Sundar Pichai (Alphabet) die einflussreichsten CEOs.

Europa, vor allem Deutschland, betreibt zwar erfolgreiche Grundlagenforschung, aber zu selten gelingt die Transformation von Technologien in erfolgreiche Produkte und Unternehmen. Das liegt an dem im Vergleich zu den USA schlechteren Finanzierungsumfeld (weniger Wagniskapitalgeber) und einem weniger stark ausgeprägten Unternehmergeist.

Egal ob mit Blick auf die Wirtschaftskraft,
das Militär oder das Dollarprivileg: Die USA verfügen über
eine Ausnahmestellung in der Welt.

„Europa-Sklerose“

Eigenverantwortung und Unternehmertum stehen in Europa und besonders in Deutschland nicht hoch im Kurs. Im Gegensatz zu den USA herrscht Vollkasko-mentalität. Der Staat gilt als Retter in allen Lebenslagen und sicherer Wunscharbeitgeber. Unternehmertum steht nicht hoch im Kurs. Eine ausufernde EU-Bürokratie überzieht die Unternehmenslandschaft mit einem Regulierungsdickicht, das oft noch durch unterschiedliche nationale Vorschriften ergänzt oder verschärft wird. So besteht eine Spezialität deutscher Gesetzgebung darin, EU-Vorgaben aus Brüssel bereits früher umzusetzen (Lieferkettensorgfaltspflichtengesetz – LkSG) oder noch weiter zu verschärfen, auszuweiten oder zu verkomplizieren (Gebäudeenergiegesetz – GEG). Die jährlichen Bürokratiekosten in Deutschland werden auf bis zu 65 Milliarden Euro geschätzt. Weniger Zeit fürs Kerngeschäft, weniger Innovationen, weniger Nachhaltigkeit im echten Leben, dafür mehr auf dem Papier. Kein Wunder, dass Unternehmer und Manager die Bürokratie in einer Umfrage der Unternehmensberatung Ernst & Young als das mit Abstand größte Hindernis für Investitionen in Deutschland ansehen.

Hinzu kommt eine planwirtschaftliche Industriepolitik, die den wirtschaftlichen Wandel behindert. Beispiel Volkswagen: Die Interventionen der um Wählerstimmen kämpfenden Politiker beim strauchelnden VW-Konzern verdeutlichen den Wunsch, Bestehendes zu zementieren, statt eine Anpassung an neue Realitäten zu ermöglichen. Das bindet Fachkräfte in alten Strukturen, während sie in anderen Unternehmen dringend benötigt werden. Mit einer solchen Wirtschaftspolitik wird es nicht gelingen, in einer Welt des technologischen Wandels mit den USA Schritt zu halten.

Der Standort verliert an Attraktivität. Eine zerbröselnde Infrastruktur, rückständige Digitalisierung, verkorkste Energiepolitik und eine kafkaeske Bürokratie schrecken Investoren ab. Deutsche Unternehmen investieren lieber im Ausland, wo die Rahmenbedingungen besser sind. Die Unternehmensinvestitionen liegen heute etwa 10 Prozent unter dem Niveau von 2019. So schrumpft der Bestand, ohne dass viel Neues nachkommt. Wachstum gibt es nur noch im öffentlichen Dienst.

Die Konsequenzen lassen sich am Wirtschaftswachstum der Eurozone ablesen. Seit Beginn der Pandemie herrscht fast Stillstand. So liegt das Bruttoinlandsprodukt real (nach Abzug der Inflation) heute nur 4,3 Prozent über dem Niveau von Anfang 2020. Das sind kaum spürbare 0,8 Prozent pro Jahr. Im gleichen Zeitraum wuchs die US-Wirtschaft real mit fast 13 Prozent oder 2,4 Prozent jährlich dreimal so stark (vgl. Grafik 5 auf der folgenden Seite).

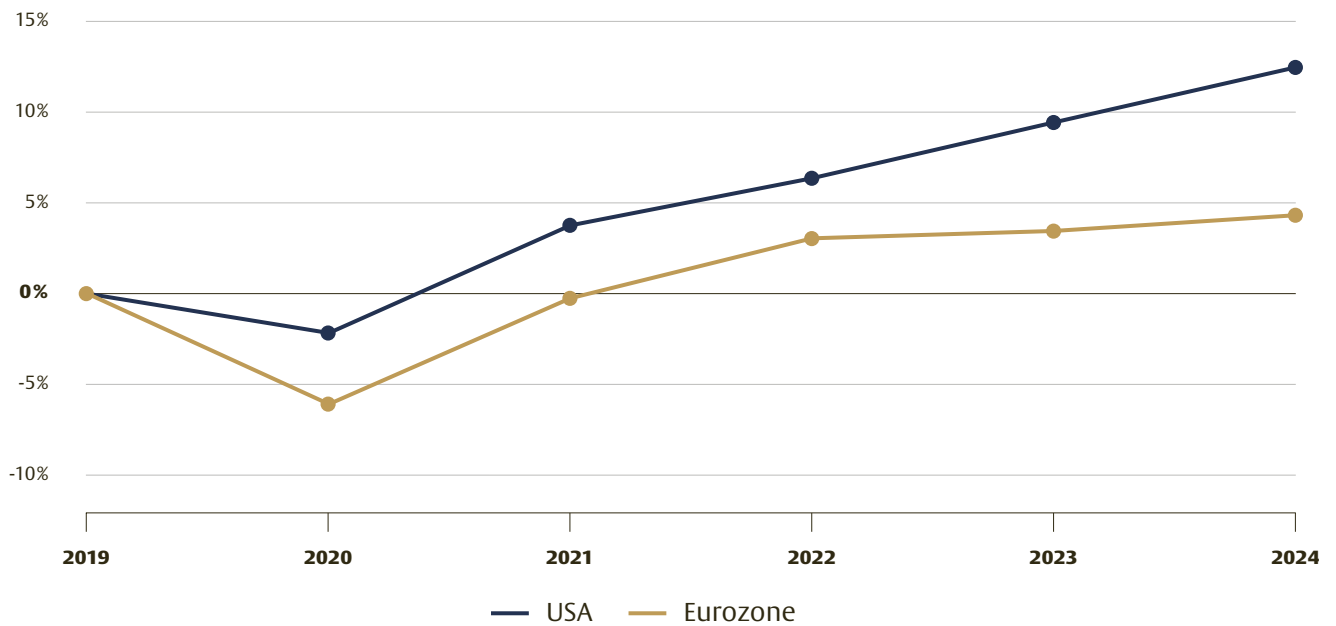
Das anämische Wachstum der Eurozone ist nicht zuletzt auf die Wirtschaftsschwäche der größten europäischen Volkswirtschaft Deutschland zurückzuführen, wo es in den vergangenen beiden Jahren sogar leicht bergab ging. Ganze Branchen sind auf Talfahrt, bauen Arbeitsplätze ab und könnten durch etwaige US-Zölle zusätzlich belastet werden.

Die aus dem Herbst stammenden Wachstumsprognosen des Internationalen Währungsfonds (IWF) erwarten für die Eurozone im Jahr 2025 ein bescheidenes Wachstum von

Grafik 5

Die Eurozone hinkt hinterher

Kumuliertes reales Wirtschaftswachstum seit 2020*



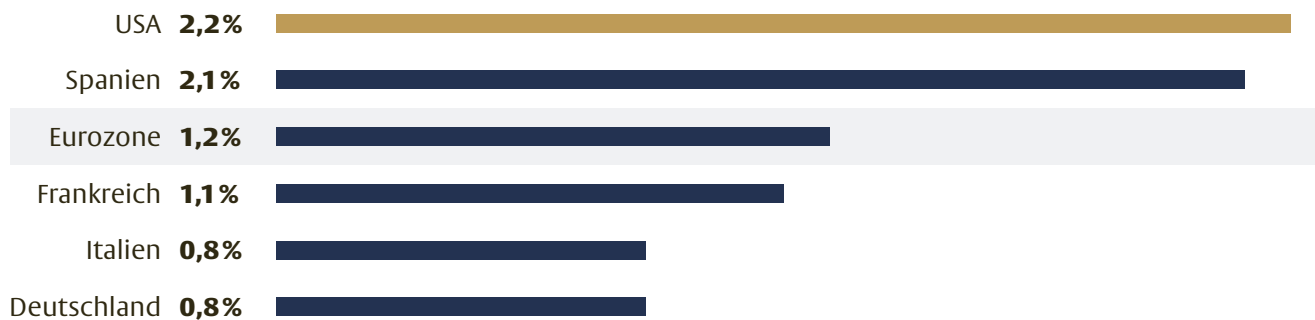
* IWF-Schätzungen für 2024.

Quelle: LSEG Datastream, Flossbach von Storch, Daten per 31. Dezember 2024

Grafik 6

Schlusslicht Deutschland

IWF-Schätzungen für das reale Wirtschaftswachstum in 2025



Quelle: LSEG Datastream, Flossbach von Storch, Daten per 31. Dezember 2024

1,2 Prozent (vgl. Grafik 6). Und selbst dies scheint noch optimistisch. Gemäß einer aktuellen Umfrage der Financial Times erwarten die 72 befragten Volkswirte aus der Eurozone nur noch ein Wirtschaftswachstum von 0,9 Prozent. Deutschland könnte erneut das Schlusslicht unter den großen Euroländern sein.

Es bleibt die Hoffnung, dass in der Krise die Erkenntnis wächst, dass eine gesunde Wirtschaft die Voraussetzung für einen funktionierenden Sozialstaat, für äußere Sicherheit und ökologische Transformation ist und dass die dazu erforderlichen Mittel jedes Jahr aufs Neue erwirtschaftet werden müssen. Jahrelang hat die Politik den Menschen vorgegaukelt, es ginge auch anders: Man müsse den Kuchen nicht backen, sondern nur umverteilen.

Nun herrscht Wahlkampf und selbst wirtschaftsferne Politiker bekunden plötzlich ihr Interesse für mehr Wachstum und weniger Bürokratie, um Deutschlands Sozialstaat am Laufen zu halten. Besitzstände sollen dabei aber nicht geopfert werden. Das wird allerdings nicht leicht. Von den knapp 500 Milliarden des Bundeshaushalts fließen 176 Milliarden für Sozialausgaben ab, davon allein 116 Milliarden als Zuschuss in die Rentenkasse, um das ständig wachsende Loch zu stopfen (die rund 300 Milliarden Euro an Arbeitnehmer- und Arbeitgeberbeiträgen reichen nicht aus). Angesichts von 21 Millionen Rentnern und vielen Millionen Babyboomern, die bald in Rente gehen werden, traut sich kein Politiker an die Reform des Rentensystems, obwohl zusätzliche Ausgaben für Verteidigung von jährlich mindestens 40 Milliarden Euro (ein Prozent des BIP) und enorme Mittel für die Energietransformation aufgebracht werden müssen. Immerhin verfügt Deutschland noch über eine vergleichsweise geringe Staatsverschuldung. Eine Lockerung der umstrittenen Schuldenbremse würde dann Sinn ergeben, wenn sie für konkrete Zukunftsinvestitionen zweckgebunden wäre, statt den gesamten Staatshaushalt aufzublähen.

Frankreich: Vom Kernland an die Peripherie

Auch Frankreich ist politisch und wirtschaftlich kein Hort der Stabilität und Prosperität. Die im Jahre 2023 von Präsident Emmanuel Macron gegen entschiedenen Widerstand durchgesetzte Rentenreform und der im Sommer 2024 geplante Sparhaushalt haben maßgeblich zum Rücktritt der Regierung Barnier beigetragen. Im reformunfreudigen Frankreich braucht es besonderen Mut, um notwendige, aber unangenehme Maßnahmen durchzusetzen und nicht wieder zu revidieren. Frankreich kämpft zudem mit einem großen Schuldenberg, der mit 112 Prozent des Bruttoinlandsprodukts nicht nur den Handlungsspielraum der Politik einschränkt, sondern auch an den Finanzmärkten mit zunehmender Sorge betrachtet wird.

So muss Frankreich, nach Italien, inzwischen die höchsten Zinsen in der Eurozone zahlen. Für zehnjährige französische Staatspapiere sind es aktuell rund 3,4 Prozent im Vergleich zu 3,2 Prozent in Spanien und 3,0 Prozent in Portugal. Der Zinsaufschlag Frankreichs erscheint gering, aber die Signalwirkung ist groß und nicht ohne Ironie. Frankreich rückt als Mitinitiator und ehemaliges Kernland der Eurozone nun langsam an die Peripherie. Noch ist das Zinsniveau absolut betrachtet zu verkraften, aber jedes zusätzliche Prozent bedeutet bei Staatsschulden von drei Billionen Euro eine Zusatzbelastung von 30 Milliarden. Für die Mehrzahl (58 Prozent) der von der Financial Times befragten Volkswirte ist Frankreich inzwischen das Sorgenkind Nr. 1 in der Eurozone (Italien: 7 Prozent). Die politische Instabilität und der zunehmende Populismus könnten die Staatsausgaben und die Schulden weiter stark wachsen lassen. Die Gefahr einer Staatsschuldenkrise sehen die Volkswirte aber noch nicht, auch weil die Europäische Zentralbank (EZB) als Retter der letzten Instanz Frankreich wohl unter die Arme greifen würde.

Die schwache Performance des französischen Aktienmarktes, der im Jahr 2024 nur ein Plus von weniger als einem Prozent inklusive Dividenden erzielte, hat mehrere Gründe. Die zunehmenden Sorgen über die Finanzstabilität und den Standort Frankreich dürften zwei davon sein.

„Vibe Shift“: Stimmungswechsel in Politik und Gesellschaft

Die USA gelten als Vorreiter bei gesellschaftlichen und kulturellen Strömungen: Die Hippie- und Bürgerrechtsbewegung der sechziger Jahre, „greed is good“ in den achtziger Jahren, Social Media und Influencer-Kultur in den Zehnerjahren und die „Wokeness“-Bewegung Anfang der Zwanzigerjahre. Letztere wurde zunehmend Teil des Mainstreams, dem sich Unternehmen, Medien und sogar Regierungen anschlossen oder beugten. Die hehren Ziele des „woke“, die sich auf die Bürgerrechtsbewegung der sechziger Jahre beziehen, mündeten aber auch in einer Diskriminierung Andersdenkender. Durch die zunehmende Politisierung des Alltags und die Erwartung ständiger politischer Korrektheit fühlten sich immer mehr Menschen überfordert. Ihre Probleme waren andere: Inflation, wirtschaftliche Unsicherheit und die Angst vor sozialem Abstieg. Dies bekam auch der linksliberale kanadische Ministerpräsident Justin Trudeau zu spüren, der die Gunst der Wähler wegen hoher Inflation und einer stagnierenden Wirtschaft verloren hatte. Nachdem es ihm nicht gelang, Trumps Zollpläne zu entschärfen, trat er zurück. Damit war er der letzte einer Reihe junger, eher linksgerichteter Regierungschefs, die mit Themen wie Klimaschutz, Flüchtlingsaufnahme und Feminismus Wahlen gewonnen hatten. Heute sind Inflation, Arbeitsplatzverluste und Wohnungsknappheit die Themen, die den Menschen unter den Nägeln brennen.

Konservative Politiker mit einem Gespür für Stimmungen haben frühzeitig erkannt, dass das Pendel zurückschlagen könnte. So wurde der Republikaner Ron DeSantis als Verfechter des „Anti-Woke“ im Jahr 2022 mit großer Mehrheit erneut zum Gouverneur von Florida gewählt. Zeitgleich begann die Reinkarnation von Donald Trump. Im Februar 2024 hat der US-Investor Santiago Pliego diesen Stimmungswandel als „vibe shift“ von der Epoche des schuldgetriebenen therapeutischen Woke zu einer authentischen Realität mit gesundem Menschenverstand und Ablehnung des Bürokratischen beschrieben. Trump nutzte diese Polarisierung für sich aus und ritt auf dieser Welle zum Wahlsieg.

Der Historiker Niall Ferguson hat die politischen und geopolitischen Konsequenzen des Stimmungswechsels in einem Beitrag in der Welt am Sonntag skizziert.

Trump's Politik der Stärke setze nicht auf Antichambrieren, sondern auf Eskalation als Voraussetzung zur Deeskalation. Die Diktatoren und Autokraten, die in ihm früher einen Wohlgesinnten wähten, spüren den „wind of change“, obwohl Trump noch gar nicht offiziell im Amt ist. Wladimir Putin kann nicht mehr hoffen, dass Trump ihm die Ukraine überlässt. Der Rubel hat nach Trumps Wahlsieg deutlich an Wert gegenüber dem US-Dollar verloren. Für Xi Jinping wären Trumps Zölle angesichts der aktuellen Wirtschaftsschwäche das Letzte, was er gebrauchen kann. Und die Mullahs im Iran erleben, wie drei ihrer Verbündeten innerhalb weniger Wochen massiv geschwächt wurden, nachdem Trump seine Unterstützung für Israel bekundet hat.

Ferguson geht mit der Außenpolitik des früheren US-Präsidenten Barack Obama hart ins Gericht, die er für den schrecklichen und langwierigen Bürgerkrieg in Syrien verantwortlich macht, weil das Überschreiten der roten Linie

(der Einsatz von chemischen Kampfstoffen) nicht wie angekündigt geahndet wurde. Das sei für Wladimir Putin eine Einladung zur Annexion der Krim gewesen.

Auf Trumps Seite zu stehen, zumindest aber nicht als sein Feind zu gelten, wird wichtiger. EU-Kommissionspräsidentin Ursula von der Leyen hat den „wind of change“ schnell erfasst. Nur wenige Tage nach der US-Wahl schlug sie vor, Europa solle mehr Flüssiggas aus den USA importieren, um neue Zölle auf europäische Exportgüter zu vermeiden. Trumps Ankündigung, die Nato verlassen zu wollen, mag zwar ein Bluff gewesen sein, hat aber europäische Regierungschefs dazu bewogen, über die Auflage eines 500 Milliarden Euro schweren europäischen Verteidigungsfonds nachzudenken.

Dagegen steht der argentinische Präsident Javier Milei bereits länger an Trumps Seite. Der umstrittene Politiker wurde vor einem Jahr in Davos noch als Verrückter belächelt. Inzwischen hat er den Staatshaushalt saniert, die defizitäre Zahlungsbilanz in ein Plus verwandelt, die zerstörerische Hyperinflation gebändigt und die Wirtschaft auf Wachstumskurs gebracht. Bis Ende des Jahres plant Milei die Kapitalverkehrskontrollen aufzuheben und den argentinischen Real freizugeben. Ob dieses kühne Unterfangen gelingt, hängt auch vom Beistand des Internationalen Währungsfonds und der neuen US-Regierung ab.

Auch in Europa ist es zu einem Stimmungswechsel gekommen, der vor allem die Ränder des politischen Spektrums stärkt. Italiens Premierministerin Giorgia Meloni, eine Verehrerin von Elon Musk, sieht ihre rechtskonservative Partei „Fratelli d'Italia“ in der Tradition von Benito Mussolini. Österreichs designierter Bundeskanzler Herbert Kickl von der FPÖ gilt als Rechtspopulist und in Frankreich strebt Marine Le Pen von der Rassemblement National nach der Präsidentschaft. In Deutschland könnte die AfD nach der Bundestagswahl am 23. Februar die zweitstärkste Kraft im Parlament werden. Auch hier sind es die gleichen Themen wie in anderen Ländern, auch hier wurden sie von den Vorgängerregierungen zu lange ignoriert. Da es uns noch vergleichsweise gut geht, sieht die Mehrheit der Wähler keine Notwendigkeit für einschneidende Reformen, sondern wünscht sich eine Fortsetzung der Merkel'schen Betreuungsrepublik, nur mit weniger Immigration. Linke wie rechte Populisten bieten unterdessen keine konstruktiven Lösungsansätze, sondern sind eine Gefahr für den Standort.

Welche Auswirkungen der globale gesellschaftliche und politische Stimmungswechsel auf Wirtschaft, Inflation, Staatsverschuldung und die Kapitalmärkte haben wird, bleibt abzuwarten. Populisten, egal ob links oder rechts, sind selten Garant für solide Staatsfinanzen und eine freie Wirtschaft. Aber auch ein „weiter so“ ist angesichts der enormen demografischen, geopolitischen, ökologischen und technologischen Herausforderungen keine Lösung.

Populisten sind selten Garant für solide Staatsfinanzen
und eine freie Wirtschaft.
Aber auch ein „weiter so“ ist keine Lösung.

Trump 2.0: Fluch oder Segen?

Die Erfahrung aus der ersten Amtszeit von Donald Trump lautet: Man muss ihn ernst nehmen, auch wenn man nicht alles ernst nehmen muss, was er sagt. Weder hat er die NATO verlassen noch Zölle auf europäische Autoimporte verhängt, Nordkorea bombardiert oder die mexikanische Grenze mit einer durchgehenden Grenzmauer geschlossen. Man weiß jedoch nie, wie ernst er etwas meint. Übertreibungen gehören zu seinem Verhandlungsstil, deshalb laufen Prognosen zu seiner Politik immer Gefahr, vom Chaos eingeholt zu werden. In einem Interview mit dem Wall Street Journal im Oktober 2024 hat Trump behauptet, dass Chinas Präsident Xi Jinping ihn respektiere, weil er „fucking crazy“ sei. Bereits vor seiner Amtseinführung bemüht er sich, diese Selbsteinschätzung zu bestätigen. Grönland, Kanada, der Panamakanal: Nichts scheint vor ihm sicher. Trump setzt die exzeptionelle wirtschaftliche und militärische Macht der USA als Druckmittel ein, wo immer es ihm gefällt.

In der Wahlnacht hat Trump angekündigt, was er in den kommenden Jahren alles zu tun gedenkt: Kriege beenden, Grenzen sichern, die Inflation besiegen, Schulden zurückzahlen, das US-Wachstum ankurbeln und Jobs schaffen. Kurzum: ein „Goldenes Zeitalter“ für die USA.

Die Frage ist, was kann davon Realität werden? Zielkonflikte sind offensichtlich: Verschuldung und Steuern gleichzeitig senken, Zölle erhöhen und Immigranten ausweisen und gleichzeitig die Inflation bekämpfen.

Die hohe **Inflation** der Biden-Jahre war mit ausschlaggebend für Trumps Wahlerfolg. Hier lauert ein großes Risiko für Trump. Sollte die Inflation wieder anziehen (etwa wegen hoher Importzölle oder der massenhaften Ausweisung illegaler Arbeitskräfte) würde das Trump auf die Füße fallen. Deshalb ist nicht davon auszugehen, dass Trump seine Drohung, alle Importwaren mit hohen **Zöllen** zu belegen, umsetzen wird. Das würde die Preise auf breiter Front in die Höhe treiben und seine Gefolgschaft besonders treffen.

Bleibt das Versprechen, die **Staatsverschuldung** zu senken. Das Einnahmeloch der US-Regierung betrug zuletzt 1,8 Billionen US-Dollar, was rund sechs Prozent des Bruttoinlandsprodukts entspricht – und das trotz boomender Wirtschaft. Die erhofften Einsparmöglichkeiten der von Elon Musk geleiteten Effizienzkommission für den Beamtenapparat sollen perspektivisch Einsparungen von zwei Billionen Dollar bringen. Das scheint illusorisch. Gut die Hälfte des knapp 6,8 Billionen US-Dollar schweren Haushalts wird für Sozialausgaben aufgewendet, von denen gut zwei Billionen auf die Altersvorsorge

Nicht weniger als ein „Goldenes Zeitalter“ stellte Trump seiner Wählerschaft in Aussicht. Zielkonflikte interessieren ihn nicht: So beabsichtigt er, Steuern und Schulden gleichzeitig zu senken.

und Krankenversicherung für Rentner (Medicare) entfallen. Hier will Trump nicht ran, denn die inzwischen im Rentenalter befindlichen Babyboomer gegen sich aufzubringen wäre keine gute Idee. Rund eine weitere Billion geht für Zinsen drauf, die müssen bezahlt werden. Ebenso unantastbar sind die 900 Milliarden Dollar an Verteidigungsausgaben. Dann bleiben 1,5 Billionen Dollar an diskretionären Ausgaben übrig. Wenn es gelänge, diese um ein Viertel zu kürzen, bliebe unterm Strich ein Einsparungspotenzial von rund 400 Milliarden US-Dollar. Das sind etwa 1,3 Prozent der Wirtschaftsleistung, sodass die Neuverschuldung im günstigsten Fall auf knapp fünf Prozent des BIP fallen würde.

Es sieht also nicht danach aus, als könne es Trump gelingen, die Schuldenquote merklich zu senken. Mit 36 Billionen Dollar macht die US-Verschuldung auf Bundesebene aktuell rund 120 Prozent des US-Bruttoinlandsprodukts aus beziehungsweise 100 Prozent, wenn man die zwischenstaatlichen Kredite herausrechnet. Damit ist sie ähnlich hoch wie in der Eurozone. Allerdings haben die USA das Privileg, die unangefochtene globale Reservewährung zu besitzen, was ihren Spielraum bei der Schuldenaufnahme erweitert. Doch auch der hat seine Grenzen.

Ein großer, unsichtbarer Elefant sitzt Trump im Nacken. Ein Wächter seiner Politik, der ihn einhegen kann, wie sonst kein Land oder Verhandlungspartner auf der Welt: der Bondmarkt. Keine Regierung der Welt kann sich dauerhaft erfolgreich gegen ihre Gläubiger stellen. Sollten Investoren keine US-Staatsanleihen mehr kaufen oder halten wollen, weil sie das Vertrauen in die Politik der US-Regierung und die finanzielle Stabilität des Landes verloren haben, wird es auch für Trump eng. Liz Truss, die frühere Premierministerin des Vereinigten Königreichs, musste dies im Oktober 2022 erfahren, als ihre unfinanzierbaren Steuersenkungspläne die Zinsen britischer Staatsanleihen in die Höhe schießen ließen und sie nach weniger als zwei Monaten aus

dem Amt katapultierten. Das hat Donald Trump zwar nicht zu befürchten, doch auch ein US-Präsident kann seine schuldenfinanzierten **Steuersenkungspläne** nicht ohne das Wohlwollen der Kapitalmärkte umsetzen. Irgendwer muss die Schulden beziehungsweise Staatsanleihen ja schließlich kaufen.

Auch deshalb muss Trump ein wirtschafts- und wachstumsfreundliches Umfeld wahren, um den Standort USA für Investoren attraktiv zu halten oder noch attraktiver zu machen. Sein Ziel „Make America Great Again“ bedeutet für ihn **Wirtschaftswachstum**, mehr Jobs und steigende Aktienkurse.

Trump konnte sein Kabinett, anders als nach seiner überraschenden Wahl vor acht Jahren, etwas bedachter zusammenstellen. Zwar sind nicht alle Posten mit ausgewiesenen Experten besetzt, was sich allerdings auch nicht vom noch amtierenden deutschen Regierungskabinett behaupten lässt. Bedenklich ist jedoch die enge Verbindung von „Big Tech“ und „Big Government“, die ein Machtsystem befördert, das zu einer **Vettern- oder Günstlingswirtschaft** („crony capitalism“) heranwachsen könnte. In einem solchen System basiert wirtschaftlicher Erfolg weniger auf freiem Wettbewerb oder Leistung, sondern eher auf engen Beziehungen zwischen Politik, Wirtschaft und einzelnen Akteuren. Dabei profitieren Unternehmen oder Einzelpersonen durch politische Begünstigungen wie Subventionen, Steuererleichterungen, regulative Vorteile oder Aufträge. Unweigerlich kommt einem da Elon Musk in den Sinn. Vordergründig könnte das die Ausnahmestellung der USA weiter zementieren, doch hier lauert auch eine Gefahr für den US-Exzeptionismus. Wenn das System der „checks and balances“ in den USA nicht mehr funktioniert, könnte die enge Verflechtung von „Big Tech“ und „Big Government“ die Innovationskraft der Unternehmen und die Dynamik der Wirtschaft schwächen und damit die Vormachtstellung der USA in diesem Bereich gefährden.

ANLAGESTRATEGIE

Aus Sicht der US-Börse war Donald Trump – zumindest bisher – die bessere Wahl. Sein Versprechen, die Unternehmenssteuern nicht zu erhöhen, wie Kamala Harris es beabsichtigte, sondern für heimische Produzenten sogar auf 15 Prozent zu senken, und der beabsichtigte Abbau von Bürokratie und Regulierungen dürften ausschlaggebend für die positive Reaktion am US-Aktienmarkt gewesen sein.

Die robuste US-Konjunktur, steigende Unternehmensgewinne und große Erwartungen an die KI-Revolution haben US-Aktien, genauer gesagt die großen Technologiewerte, befeuert. Ihre Dominanz saugt Kapital von Anlegern aus der ganzen Welt ab, was wiederum den US-Dollar stärkt. Der MSCI World Index mutiert zum US-Technologieindex. Der KI-Boom scheint ungebrochen und die Anbieter von Clouddiensten und Softwareabos benötigen immer mehr Rechenzentren und Chips.

Die Unternehmenschefs sprechen von einer „once in a lifetime opportunity“. Um diese nicht zu verpassen, muss geklotzt statt gekleckert werden. Ergebnis ist ein Wettrüsten mit dem Ziel, eine möglichst unangreifbare Position zu erlangen oder zu festigen. So haben allein die vier großen Technologiekonzerne Microsoft, Amazon, Meta und Alphabet in den vergangenen vier Quartalen rund 220 Milliarden US-Dollar investiert, wobei noch einige Milliarden Leasingaufwand hinzuzurechnen wären. Im Jahr 2025 könnten die Investitionen dieser vier Unternehmen nochmals kräftig auf 300 Milliarden steigen, fast zehnmal so viel wie im Jahr 2016. Nur die ganz großen Konzerne sind in der Lage, solche Investitionen zu stemmen, weil ihr laufendes Geschäft viel Cash generiert. Allerdings saugen die Investitionen das meiste davon wieder ab, was den freien Cashflow – also das, was unterm Strich für die Inhaber übrig bleibt – erheblich dezimiert.

Die Kapitalintensität der Technologiekonzerne hat sich deutlich erhöht. [Tabelle 2](#) zeigt, wie stark der freie Cashflow unter den Investitionen leidet. Nach Abzug der Investitionen (Capex) in Höhe von 221,8 Milliarden US-Dollar bleibt vom operativen Cashflow weniger als die Hälfte übrig. Das wäre nicht weiter schlimm, wenn die derzeitige Investitionsphase eine Ausnahme ist. Hält das Wettrüsten aber an, würde dies den freien Cashflow dauerhaft drücken. Da dieser auf lange Sicht die wichtigste Größe zur Bestimmung des Unternehmenswerts ist, würde sich der faire Wert der Unternehmen und ihrer Aktien erheblich reduzieren. Die letzten beiden Spalten der Tabelle verdeutlichen, wie viel höher Aktien derzeit bewertet sind, wenn man auf den freien Cashflow (FCF) und nicht auf die Gewinne abstellt. Einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 30 steht ein Kurs-FCF-Verhältnis von 57 gegenüber (jeweils letzte vier Quartale und nach Abzug der aktienbasierten Vergütung).

Aus Sicht der Unternehmen ist die Cashflow-dezimierende Investmentstrategie nachvollziehbar. Ihnen bleibt im Grunde genommen gar nichts anderes übrig, als auf „Teufel komm raus“ zu investieren und zu hoffen, dass die Investitionen auch zu entsprechend höheren Umsätzen und Gewinnen führen. Wenn nicht, würden die Aktien der betroffenen Unternehmen einen empfindlichen Dämpfer erfahren, was ihre globale Vormachtstellung allerdings nicht gefährden würde.

Tabelle 2

Investitionsboom drückt den freien Cashflow

Angaben in Milliarden US-Dollar, jeweils für die letzten vier Quartale

	Nettogewinn (US-GAAP)	Operativer Cashflow	CAPEX*	Freier Cashflow (FCF)	Kurs-FCF- Verhältnis	Kurs-Gewinn- Verhältnis (US-GAAP)
Microsoft	92,1	115,9	55,4	60,5	51,8 x	34,0 x
Alphabet	99,6	102,8	51,5	51,3	45,3 x	23,3 x
Amazon	55,0	94,0	76,9	17,1	135,2 x	41,9 x
Meta	59,0	71,7	38,0	33,7	43,9 x	25,0 x
Summe/ Durchschnitt	305,8	384,3	221,8	162,5	56,9 x	30,2 x

* Investitionsausgaben

Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch, Daten per 31. Dezember 2024

Hiermit wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet. Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Der Technologieboom an den Aktienbörsen läuft mit einigen Unterbrechungen nun schon seit über zehn Jahren. Bislang war es stets falsch, auf sein Ende zu setzen. US-Aktien, insbesondere Technologieaktien, sind zum Sinnbild des amerikanischen Exzeptionalismus geworden. Die drei größten US-Unternehmen sind mit über zehn Billionen US-Dollar mehr wert als jede außeramerikanische Börse der Welt (China 10,0 und Japan 6,4 Billionen Dollar). In fast jedem Portfolio sind die Titel des US-Exzeptionalismus vertreten. Das gilt besonders für ETFs, die die großen Indizes replizieren. Wenn aber schon alle investiert sind, stellt sich die Frage, woher das Geld für eine Fortsetzung der Rally kommen soll.

Disruptionen gehören zum Technologiesektor wie der Ehrgeiz zum Sport. Das ist der Grund, warum sich nur wenige Technologieunternehmen dauerhaft unter den Topwerten der Börsenliga etablieren können. IBM, Intel oder Cisco, die Börsenstars der 1980er, 1990er und 2000er Jahre, rangieren heute nur noch unter „ferner liefen“. Warum sollte zukünftig alles so bleiben, wie es heute ist?

Die Monopole oder Oligopole der großen Tech-unternehmen halten potenzielle Konkurrenten auf Abstand. Doch wenn ihre Macht den Regierungen und Kartellwächtern zu viel wird, kann sich das ändern. Hier dürfte die größte Gefahr für die großen Techkonzerne liegen, die früher selbst Disruptoren waren. Aus diesem Grund antichambrieren ihre Chefs bei Donald Trump, der ihre größte Gefahr und Hoffnung zugleich ist.

2025

(Inflation → Zinsen → Aktienmarkt)

Nach zwei sehr guten Anlagejahren muss nicht zwangsläufig ein schlechtes kommen, wie ein Blick in die Börsengeschichte lehrt. Damit 2025 ein drittes gutes Aktienjahr in Folge sein kann, müssen aber die Erwartungen der Investoren getroffen oder übertroffen werden. Und die Erwartungen sind hoch. Ordentliches Wirtschaftswachstum, deutlich steigende Unternehmensgewinne (plus 15 Prozent in den USA), rückläufige Inflation und weiter fallende Zinsen. Das wäre die Fortsetzung der Vorjahresentwicklung und

entspricht dem nach einem Märchen benannten „Goldlöffchen-Szenario“ – der perfekten Mitte beziehungsweise der besten aller Welten.

Die Hoffnung auf einen weiteren, kontinuierlichen Rückgang der Inflation hat zum Jahresende einen Dämpfer bekommen. Die Konsumentenpreisinflation in den USA ist im November wieder leicht auf 2,7 Prozent gestiegen. In der Eurozone, wo bereits die Daten für Dezember vorliegen, waren es 2,4 Prozent und in Deutschland 2,8 Prozent. Die Preisentwicklung bei Dienstleistungen und Löhnen bleibt hartnäckig hoch. Die Kerninflation in den USA liegt weiterhin über drei Prozent, weshalb US-Notenbankpräsident Jerome Powell im Dezember die Hoffnungen auf rasche und deutliche Zinssenkungen dämpfen musste. Die Märkte haben das verarbeitet und erwarten für Ende des Jahres nur noch eine Senkung des Leitzinses von derzeit 4,5 auf dann vier Prozent.

In der Eurozone ist der Zinsoptimismus stärker, der Konjunkturoptimismus dagegen schwächer ausgeprägt als in den USA. Bis Jahresende wird ein Rückgang des Einlagezinses von aktuell drei auf zwei Prozent erwartet, obwohl auch hier die Dienstleistungs- und Kerninflation noch hartnäckig hoch sind. Das schwächere Wachstum in der Eurozone könnte die Inflation dämpfen und der Europäischen Zentralbank etwas mehr Spielraum für Zinssenkungen geben. Der erwartete Anstieg der Unternehmensgewinne liegt mit plus zehn Prozent niedriger als in den USA.

Ein Warnsignal für das Goldlöffchen-Szenario kommt aber vom Bondmarkt. Die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen ist auf 4,7 Prozent gestiegen. Das kann an einer Kombination aus Konjunkturoptimismus und Inflationspessimismus liegen oder der Sorge, dass die Trump-Regierung die Schulden nicht in den Griff bekommt. Die gestiegenen Renditen von Staatsanleihen haben aber auch Auswirkungen auf Aktien. Neben höheren Zinszahlungen, die vor allem hochverschuldete Unternehmen treffen, stehen alle Aktien in Konkur-

renz zu Anleihen. Da Aktien riskanter sind als Anleihen bester Bonität, verlangen Anleger für das höhere Aktienrisiko eine Risikoprämie in Form höherer Erträge.

Nimmt man die aktuelle Gewinnrendite der Unternehmen (Nettogewinn in Prozent vom Börsenwert) als Maßstab, liegt diese mit 4,4 Prozent unter der als sicher geltenden Rendite von US-Staatsanleihen. Legt man die erwarteten Unternehmensgewinne für die nächsten zwölf Monate zu Grunde, sind es immerhin fünf Prozent. Aber auch das ist im Vergleich zu Anleihen ungewöhnlich niedrig. Zuletzt lag die Gewinnrendite der Unternehmen zur Jahrtausendwende niedriger als die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen (vgl. Grafik 7).

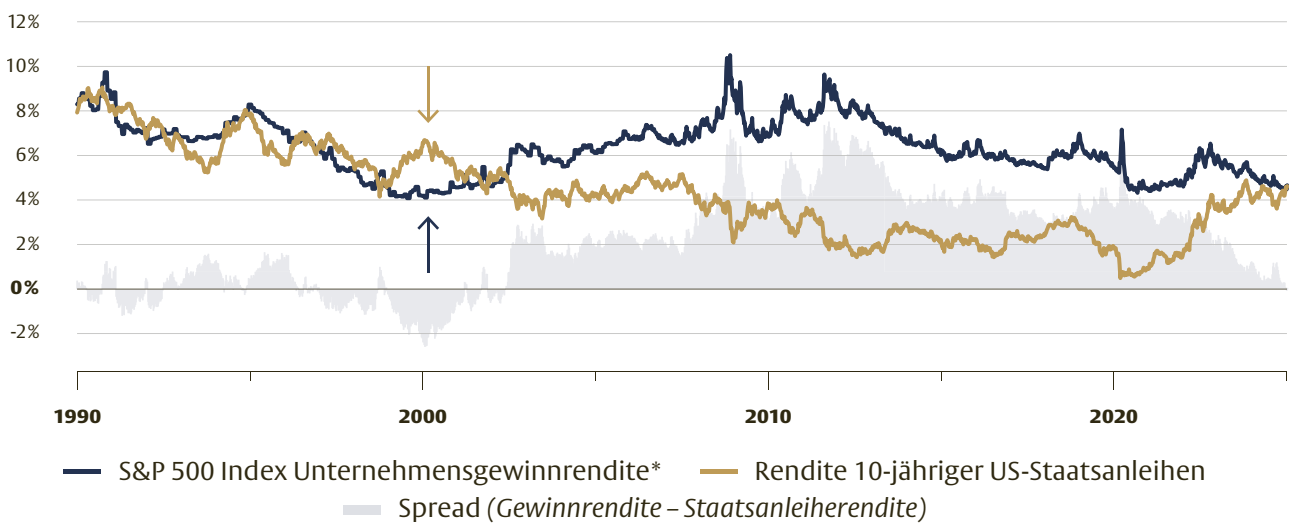
Damals war die Risikoprämie sogar negativ, das heißt Anleger präferierten hochbewertete Aktien mit entsprechend niedrigen aktuellen Gewinnrenditen (blaue Linie) gegenüber sicheren Anleihen, obwohl diese höher rentierten (gelbe Linie). Das lag an dem weitverbreiteten Optimismus zur Jahrtausendwende. Die damals rekordniedrige Unternehmensgewinnrendite (vier Prozent) beziehungsweise rekordhohe Bewertung von Aktien (KGV von 25) wurde akzeptiert, weil man für die kommenden Jahre mit großen Gewinnsteigerungen rechnete. Dann platzte die Technologieblase, es kam zu einer Rezession und die Unternehmensgewinne brachen ein. Danach stieg die Gewinnrendite zwar wieder an, aber nur deshalb, weil sich die Aktienkurse in den Folgejahren halbierten.

Eine gewisse Ähnlichkeit zur heutigen Situation ist unverkennbar. Die Gewinnrendite der Unternehmen liegt mit 4,4 Prozent nahe ihrem historischen Tief. Die Rendite von Staatsanleihen dagegen nahe ihrem Zwanzigjahreshoch. Die Erwartungen an das Gewinnwachstum sind hoch, vor allem für die Technologieunternehmen – der Risikopuffer ist gering. Dazu passen auch die optimistische Stimmung an den Märkten, der hohe Anteil von Bullen im Vergleich zu Bären, der KI-Boom und die Bitcoin-Euphorie.

Grafik 7

Korrekturgefahr?

Rendite von US-Staatsanleihen erreicht Gewinnrendite von Aktien



* auf Basis der erwarteten Gewinne für die kommenden 12 Monate.

Quelle: LSEG Datastream, Flossbach von Storch, Daten per 31. Dezember 2024

Die Gewinnerwartungen basieren auf spezifischen Annahmen. Die tatsächlichen Ergebnisse können hiervon erheblich abweichen.
Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Derzeit gibt es keine Anzeichen, dass der Technologieboom endet oder eine Rezession bevorsteht. Echte Börsenexzesse wie Anfang 2000, als die Bewertungen von Unternehmen in die Stratosphäre schossen und die Kurscharts Fahnenstangen glichen, sind nicht erkennbar. Allerdings ist das Enttäuschungspotenzial durch die hochgesteckten Erwartungen der Investoren gestiegen. Und wer weiß, was dem designierten US-Präsidenten Donald Trump noch so alles einfällt. Die Wahrscheinlichkeit für eine Marktkorrektur hat sich erhöht. Diese zu timen ist aber schwer, wie das vergangene Jahr eindrucksvoll bewiesen hat.

Langfristiger Ausblick eher bescheiden

Weniger gewagt als eine Jahresprognose ist dagegen der langfristige Ausblick für Aktien. Die kommenden zehn Aktienjahre dürften deutlich

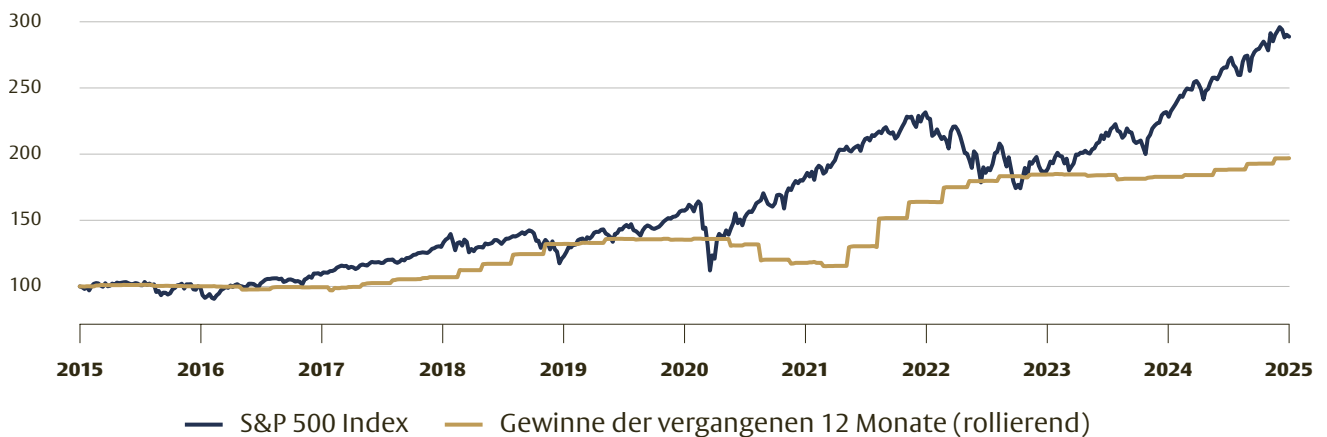
bescheidener ausfallen als die vergangene Dekade. Der Grund dafür liegt in der aktuell hohen Bewertung des US-Aktienmarkts, die schon einen Teil des zukünftigen Wachstums der Unternehmensgewinne vorweggenommen hat. Ein Blick auf [Grafik 8](#) auf der folgenden Seite verdeutlicht dies.

Seit Anfang 2015 haben sich die Unternehmensgewinne der im S&P 500 enthaltenen Aktien verdoppelt, sind also um jährlich sieben Prozent gestiegen, was ziemlich genau dem langfristigen Durchschnitt entspricht. Dagegen haben sich die Aktienkurse verdreifacht, was einen jährlichen Anstieg von 11,2 Prozent bedeutet. Aktien sind also teurer geworden. Rund ein Drittel der Kursgewinne in den letzten zehn Jahren ist auf die gestiegene Bewertung zurückzuführen. Zwei Drittel sind „ehrlich verdient“.

Grafik 8

Die Kurse sind den Gewinnen davongelaufen

Kurs- und Gewinnentwicklung des S&P 500 (indexiert auf den 1. Januar 2015 = 100)



Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch, Daten per 31. Dezember 2024

Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Was darf man erwarten? Welches Renditepotenzial steckt in den großen Aktienindizes?

„Best Case“: Die US-Unternehmensgewinne wachsen in etwa mit ihrem langfristigen Durchschnittstempo von jährlich sieben Prozent und die Bewertung bleibt auf dem aktuell hohen Niveau. Das würde auf Sicht von zehn Jahren eine Kursverdopplung der im S&P 500 Index enthaltenen Aktien bedeuten. Zuzüglich Dividenden wäre das ein Gesamtertrag von circa 8,5 Prozent pro Jahr.

„Base Case“: Anstieg der Unternehmensgewinne von sieben Prozent. Die Bewertung fällt wieder auf ihren langfristigen Mittelwert von circa 18. Das würde einen jährlichen Kursanstieg von knapp 4 Prozent bedeuten und zuzüglich Dividenden einen Gesamtertrag von circa 5,5 Prozent pro Jahr.

„Worst Case“: Das Gewinnwachstum und/oder die Bewertung fallen unter das Niveau im „Base Case“. Der zu erwartende Gesamtertrag läge dann noch niedriger.

Implikationen für die langfristige Anlagestrategie

1. Anleihen sind im Vergleich zu Aktien attraktiver geworden, was eine höhere Gewichtung von Anleihen rechtfertigt (sofern man ein nachhaltig höheres Inflationsniveau ausschließt).
2. Das langfristige Potenzial der großen Aktienindizes (S&P 500 und MSCI World) ist bescheiden. Sie könnten ihren Status als „Heiliger Gral“ der Investmentwelt verlieren. Das Potenzial von unterbewerteten Titeln, die nicht zu den Indexschergewichten zählen und deshalb lange verschmäht wurden, erscheint größer. Aktives Management dürfte sich auch bei Aktien wieder lohnen.

FAZIT

Warren Buffetts Credo „*never bet against America*“ dürfte weiterhin Bestand haben. Welche Auswirkungen die Politik des designierten US-Präsidenten Trump auf den amerikanischen Exzeptionalismus und das Vertrauen der Finanzmärkte in die USA haben wird, muss sich aber noch zeigen.

Die Dynamik und das Disruptionspotenzial im Technologiebereich ist groß. Nur wenigen Unternehmen gelingt es, sich dauerhaft in der obersten Börsenliga zu etablieren. Namen und Rangfolge werden sich ändern, die Dominanz der USA dagegen kaum. Die großen US-Technologieunternehmen setzen voll auf die Potenziale der künstlichen Intelligenz und investieren hunderte Milliarden Dollar in neue Datacenter und Chips, um ihre monopolartige Position zu verteidigen. Geht die Wette auf, könnte sich der Technologieboom fortsetzen. Wenn nicht, droht eine empfindliche Korrektur.

Damit dem zweiten herausragenden Börsenjahr ein drittes folgen kann, muss sich das „Goldlöckchen-Szenario“ mit ordentlichem Wirtschaftswachstum, deutlich steigenden Unternehmensgewinnen, rückläufiger Inflation und fallenden Leitzinsen fortsetzen. Das Enttäuschungspotenzial ist gestiegen, eine Marktkorrektur zu timen fällt aber schwer – und wer weiß, was Donald Trump noch so alles einfällt.

Der Bondmarkt hebt schon mal warnend den Finger und droht unfinanzierbare Ausgabenpläne zu bestrafen. Die Renditen von US-Staatsanleihen bewegen sich auf die Fünf-Prozent-Marke zu. Das ist auch im Verhältnis zu Aktien wieder attraktiv, sofern man einen starken Inflationsanstieg ausschließt. Bei Aktien dürfte es sich nach langer Zeit wieder lohnen, nach unterbewerteten Titeln Ausschau zu halten, die zuletzt im Schatten der Indexschwergewichte standen. Anders ausgedrückt: Das gute alte „Stockpicking“ könnte eine Renaissance erfahren.



Dr. Bert Flossbach

Köln, den 10. Januar 2025

IMPRESSUM

Herausgeber Flossbach von Storch SE, Ottoplatz 1, 50679 Köln
Telefon +49. 221. 33 88-0, Fax +49. 221. 33 88-101
info@fvs.com, www.flossbachvonstorch.com

Geschäftsführende Direktoren Dr. Bert Flossbach, Dr. Tobias Schafföner,
Dr. Till Schmidt, Marcus Stollenwerk
Vorsitzender des Verwaltungsrats Kurt von Storch

Umsatzsteuer-ID DE 200 075 205
Handelsregister HRB 120796 (Amtsgericht Köln)
Zuständige Aufsichtsbehörde
Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Marie-Curie-Straße 24 – 28, 60439 Frankfurt, Deutschland
Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn, Deutschland
www.bafin.de

Redaktion Dr. Bert Flossbach, Simon Jäger, Dr. Kai Lehmann, Thomas Lehr,
Julian Marx, Jonas Nahry, Christian Panster, Dr. Tobias Schafföner
Redaktionsschluss 10. Januar 2025

Visuelle Konzeption Heller & C und Markus Taubeneck
Druck TheissenKopp GmbH

Nachdrucke des Berichtes sowie öffentliches Zugänglichmachen – insbesondere durch Aufnahme in fremde Internetauftritte – und Vervielfältigungen auf Datenträger aller Art bedürfen der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Flossbach von Storch SE.

RECHTLICHER HINWEIS

Diese Publikation dient unter anderem als Werbemitteilung. Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen von Flossbach von Storch zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Ansicht und Zukunftserwartung von Flossbach von Storch wider. Dennoch können die tatsächlichen Entwicklungen und Ergebnisse erheblich von den Erwartungen abweichen. Alle Angaben wurden mit Sorgfalt zusammengestellt. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit kann jedoch keine Gewähr übernommen werden. Der Wert jedes Investments kann sinken oder steigen und Sie erhalten möglicherweise nicht den investierten Geldbetrag zurück. Mit dieser Publikation wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet. Die erhaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlage- Rechts- und/oder Steuerberatung oder sonstige Empfehlung dar. Insbesondere ersetzen diese Informationen nicht eine geeignete anleger- und produktbezogene Beratung sowie ggf. die fachliche Beratung durch einen steuerlichen oder rechtlichen Berater. Diese Publikation richtet sich nicht an Personen in Rechtsordnungen, in denen der Zugang zu den darin enthaltenen Informationen nicht zulässig ist (z.B. aufgrund der geltenden Gesetzgebung). Diese Publikation unterliegt urheber-, marken- und gewerblichen Schutzrechten. Eine Vervielfältigung, Verbreitung, Bereithaltung zum Abruf oder Online-Zugänglichmachung (Übernahme in andere Webseite) der Publikation ganz oder teilweise, in veränderter oder unveränderter Form ist nur nach vorheriger schriftlicher Zustimmung von Flossbach von Storch zulässig. Es ist dann der Umfang der Gestattung zu beachten und ein Hinweis auf die Herkunft der Vervielfältigung und die Rechte von Flossbach von Storch anzubringen. **Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.** Ein umfangreiches Glossar zu Themen und Begriffen finden Sie auch auf www.flossbachvonstorch.com/glossar.

© 2025 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

