

# STRATEGIE-UPDATE

Januar 2025

## 2024: Von datengetriebenen Entscheidungen zum Transaktionalismus

Aktien	Dezember	2024	2023	2022
MSCI World	-2.68%	17.00%	21.77%	-8.96%
S&P 500	-2.50%	23.31%	24.23%	-9.72%
Nasdaq 100	0.39%	24.88%	53.81%	-18.94%
Stoxx 600	-0.52%	5.98%	12.73%	-3.34%
DAX	1.44%	18.85%	20.31%	-2.22%
Nikkei 225	-4.41%	19.22%	28.24%	1.20%
CSI300	0.47%	14.68%	-11.38%	-8.92%

Anleihen	Dezember	2024	2023	2022
Globale Anleihen	-2.15%	-1.69%	5.72%	-5.83%
US Staatsanleihen	-1.54%	0.58%	4.05%	-2.73%
Euro Staatsanleihen	-1.60%	0.41%	5.62%	-3.28%

Rohstoffe	Dezember	2024	2023	2022
Gold	-0.71%	27.22%	13.10%	16.27%
Öl (WTI)	4.37%	0.10%	-10.73%	1.24%



Quelle: Bloomberg LLP, Eigene Berechnungen

SARA Global Balanced	Dezember	2024	2023	2022
AK "R" / WKN A1XDYN	-1.53%	13.99%	14.81%	-14.64%



Quelle: Bloomberg LLP, Eigene Berechnungen

Equity Smart Global	Dezember	2024	2023	2022
AK "N" / WKN A1T6AL	-1.25%	20.97%	21.54%	-19.81%

Quelle: Bloomberg LLP, Eigene Berechnungen, Stand 01/25

Der Dezember startete an den Aktienmärkten positiv, bis Inflationsdaten und falkenhafte Äußerungen der FED die Stimmung drehten. Nach der bisherigen fulminanten Hausse setzte sich bis Ende des Monats die Korrektur an den Aktienmärkten fort und die meisten Aktienmärkte drehten auf Monatssicht leicht ins Minus. Gleichzeitig stiegen in der Breite die langfristigen Renditen, was die Anleihekurse belastete.

Unser Aktienfonds „RAM Equity Smart Global“ beendete den Monat mit einer Wertentwicklung von -1,25% (YTD per Ende 2024: +20,97%) und unser Mischfonds „SARA Global Balanced“ gab um -1,53% nach (YTD per Ende 2024 +13,99%).

## STRATEGIEKOMMENTAR: Dezember

Im Dezember gaben die Strategieportfolien über alle Risikoklassen hinweg nach. Der Rückgang betraf alle Anlageklassen. Erfreulicherweise fiel der Rückgang aufgrund der derzeitigen Positionierung weniger deutlich aus als an den Kapitalmärkten und in den Benchmarks.

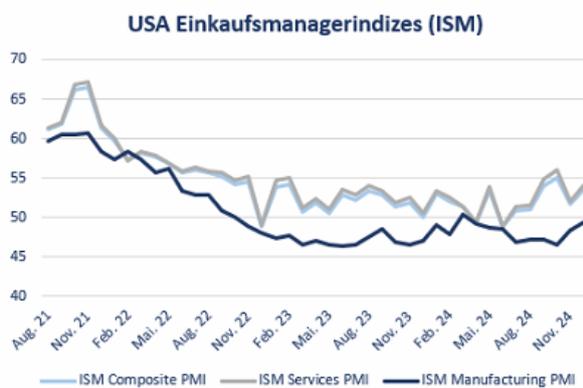
Auf der Aktienseite erzielten lediglich Werte aus dem Bereich Kommunikationsdienstleistungen in Gestalt der Positionen Alphabet und Meta positive Ergebnisse. Den stärksten Rückgang verzeichnete der Gesundheitssektor begründet in einem starken Kursrückgang von Novo Nordisk. Hier belasteten Studienergebnisse, die schlechter als erwartet ausfielen.

Auf der Anleihe Seite lieferte lediglich unsere Position im Bereich High-Yield-Anleihen positive Wertbeiträge. Die schwächste Wertentwicklung kam aus dem Bereich Wandelanleihen, die aufgrund der negativen Aktienperformance nachgaben.

Im Dezember haben wir die Reallokation der Aktienseite fortgesetzt und sind nun auf der Aktienseite mit einem deutlichen Übergewicht zum MSCI-Welt im USD positioniert. Unsere Allokation in die großkapitalisierten Technologiefirmen ist geringfügig höher als im MSCI-Welt.

## KAPITALMARKT RÜCKBLICK 2024 / AUSBLICK 2025

USA	Einschätzung	Trend	Kommentar
Makroökonomisches Umfeld	●	▶	Die aktuelle Entwicklung wird vom Konsum & Dienstleistungssektor getragen. Kurzfristig dürften die Effekte der Trump Agenda beflügeln.
Monetäres Umfeld	●	▶	Der Zinssenkungszyklus dürfte sich verlangsamen. Grund ist solide US Wirtschaft und stagnierende Disinflation.
Marktumfeld	●	▲	Nach der Wahl hat sich die Stimmung verbessert. Fokus sind die Themen Tax Relief und Deregulierung. Weniger relevant aktuell Geopolitik.



Quelle: Bloomberg LLP, Eigene Berechnungen. Stand 01/2025



Quelle: Bloomberg LLP, Eigene Berechnungen. Stand 01/2025

**RÜCKBLICK USA:** Das Jahr 2024 begann mit einer langen Reihe neuer Allzeithochs am Aktienmarkt begünstigt durch eine überzogene Anzahl eingepreister Zinssenkungen. Entgegen der Erwartungen begann der Zins-Senkungszyklus nicht im ersten Quartal, sondern erst Ende des dritten Quartals und umfasste auch nicht sieben Zinssenkungen mit einer Gesamthöhe von 3,25%, sondern nur drei Senkungen mit insgesamt 1,0%. Zudem kam es auch nicht zu der von vielen Marktteilnehmern erwarteten starken Abkühlung des Arbeitsmarktes.

Die Abkühlung des Arbeitsmarkt leitete das zweite Quartal ein. Die Zentralbank fokussierte sich jedoch zu diesem Zeitpunkt noch für einige Monate auf ihr Mandat der Inflationsbekämpfung. Der Rückgang

der Preissteigerungsrate fiel jedoch mit Ablauf der Zeit weniger deutlich aus als in den vorangegangenen Monaten.

Das Dritte Quartal begann mit einem Weckruf in Form einer kurzen, aber heftigen Abverkaufswelle, die durch eine Kombination verschiedener Faktoren ausgelöst wurde. Überraschend schwache Arbeitsmarktdaten der USA wurden hierfür verantwortlich gemacht. Allerdings spielte für die Verkaufswelle wohl die Rückabwicklung von in JPY finanzierten Positionen in US-Aktien eine größere Rolle. Der Abverkauf fand kurz nach einer unerwarteten Zinserhöhung der japanischen Notenbank statt und wurde durch die Kombination von steigenden japanischen und potenziell stärker sinkenden US-Zinsen ausgelöst. Die Börsen erholten sich wenige Tage danach auf ihr Ursprungsniveau.

Auch etliche in der Vergangenheit als zuverlässig bekannte Rezessionsindikatoren sendeten im Laufe des dritten Quartals Signale für eine drohende Rezession, die sich allesamt als Fehlsignale herausstellten. Nun zeigten bereits die US-Ökonomen Carmen Reinhard und Kenneth Rogoff in Ihrer Studie der letzten acht Jahrhunderte die Torheit von Zentralbankern, Politikern und Investoren, welche jeden drohenden wirtschaftlichen Niedergang mit den Worten „Dieses Mal kommt es anders“ versuchen wegzuarargumentieren. Wir konstatieren jedoch, dass es dieses Mal in der Tat anders gekommen ist. Denn einerseits gab es in vielen Zeitreihen, insbesondere Anfang des Jahres, noch Normalisierungsbewegungen nach den verschiedenen Sondereffekten der Corona-Pandemie, die sich von einer faktischen Abschwächung der Daten kaum unterscheiden lassen. Auch überlagerten die extremen fiskalpolitischen Stimuli der Biden-Administration die Effekte der restriktiveren Finanzierungsbedingungen. Viele dieser Effekte dauern bis heute an. Die Kapitalmärkte nahmen alle diese Effekte gelassen – wohl auch im Kontext des im Sommer angekündigten Wechsels des Fokus der FED von der Inflationsbekämpfung hin zur wirtschaftlichen Prosperität. Ende des dritten Quartals war es dann so weit und die lang ersehnte Zinssenkung wurde mit einem lauten Knall geliefert. Entgegen den Markt-Erwartungen senkte die FED die Zinsen um 0,5% und argumentierte dies mit sich verstetigenden Sorgen um den Arbeitsmarkt. Dieser sollte sich im späteren Verlauf des Jahres als resilienter darstellen, als von der FED erwartet.

Das vierte Quartal war von der US-Präsidentchaftswahl geprägt. Es folgte eine Rallye der Aktienmärkte, die auf der Hoffnung auf eine Kombination aus Deregulierung, Steuererleichterung und einer für den Standort USA wirtschaftsfreundlichen Politik aufbaute. Andererseits stiegen die Inflationserwartungen ebenfalls aufgrund stabiler Wirtschaftsdaten, der vom Wahlsieger Trump angekündigten Einführung einer auf Einfuhrzöllen basierenden transaktionalistischen Handelspolitik und der gestiegenen politischen Unsicherheit. Nachdem auch die FED-Zweifel am Niedergang des Arbeitsmarktes bekam und sich die Inflationsraten der letzten Monate des Jahres seitwärts entwickelten, verschob Jerome Powell seine zunächst kommunizierten Zinssenkungspläne bis auf Weiteres, was den Aktienmärkten den Schwung im Dezember entzog.

**AUSBLICK USA:** Unser volkswirtschaftliches Szenario sieht unverändert die USA auch weiterhin selbsttragend wachsen. Dieses Wachstum wird getragen von einem stabilen Arbeitsmarkt und solidem Konsum. Dank der neuen Administration dürfte sich auch das produzierende Gewerbe weiter erholen.

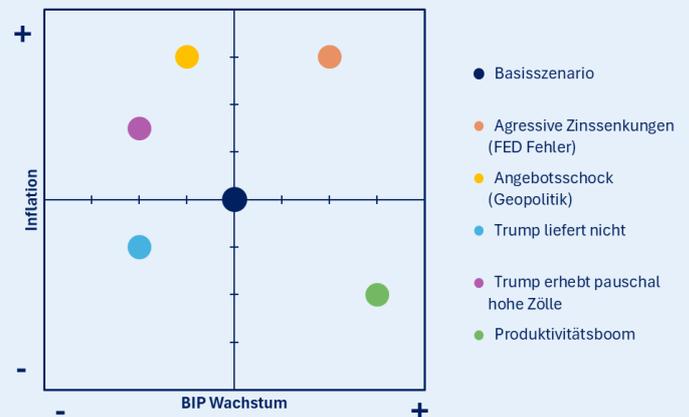
Zu erwartende Steuersenkungen und Deregulierungsmaßnahmen sollten dieses positive Umfeld auf absehbare Zeit stützen. Die inflationären Effekte der Zoll-Drohkulisse von Donald Trump könnten überschaubarer bleiben als viele Marktteilnehmer erwarten. Die Kulisse dient eher der Durchsetzung der Agenda als der Finanzierung des Staatshaushaltes. Dieses Vorgehen konnte bereits in der ersten Amtszeit von Donald Trump beobachtet werden. Auch auf Seiten der Migrationspolitik droht Inflationsdruck, da die Zuwanderung einen deutlich eingrenzenden Effekt auf die Löhne hat.

Der Renditeanstieg seit Anfang Dezember dürfte zum größten Teil auf wirtschaftliche Stärke und eine gestiegene „Laufzeitprämie“ (Kompensation für das Risiko einer langfristigen gegenüber einer kurzfristigen Investition) zurückzuführen sein und nicht auf gestiegene Inflation. Damit dürfte die Sorge vor Zinsanhebungen, von denen aktuell wieder gesprochen wird, übertrieben sein. Dennoch rückt ein zu hohes Rendite-Niveau bei gleichzeitig hohen Bewertungen am Aktienmarkt das kurzfristige Korrektur-Potenzial ins Blickfeld. Im Kontext der sehr soliden Rahmenbedingungen in beinahe allen makroökonomischen Bereichen dürfte die Korrektur spätestens nach der Amtseinführung des neuen US-Präsidenten und einer soliden Berichtssaison für das vierte Quartal ein Ende finden.

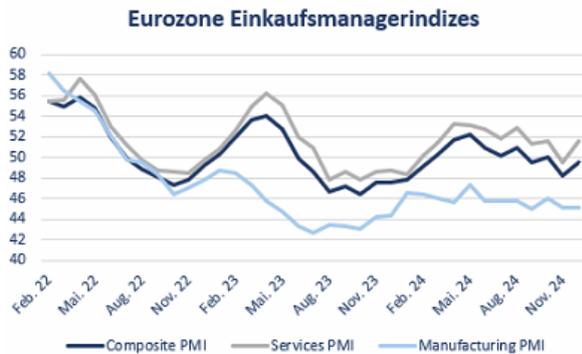
Unser Szenario begünstigt zyklische Unternehmen, die aufgrund herausragender Innenfinanzierungsfähigkeiten kein Problem mit höheren Refinanzierungskosten haben und im „higher for longer“ Umfeld bestehen können. Unser Szenario ist konstruktiv für Aktien und für Spreads im Bereich Investment Grade & High Yield Bonds. Von stärker sinkenden Renditen gehen wir nicht aus, auch dürften stärkere Abschwächungen des US-Dollars angesichts der wirtschaftlichen Überlegenheit der USA bis auf Weiteres ausbleiben. Unter anderem folgende Themen könnten zu Abweichungen von unserem Basisszenario führen:

#### Unser Basisszenario für die USA:

- Wachstum ist selbsttragend (> 2,6%).
- Inflation stagniert.
- Handelspolitik ist konfrontativ, aber wird zielgerichtet eingesetzt.
- Arbeitsmarkt schwächt sich leicht ab.
- Konsum bleibt dank stabiler Reallöhne resilient.



EUROLAND	Einschätzung	Trend	Kommentar
Makroökonomisches Umfeld	●	▼	Makro Umfeld weiterhin schwach dank struktureller Themen. Handelsstreitigkeiten, politischer Stillstand und China belasten.
Monetäres Umfeld	●	▶	Schwächere Wirtschaftsentwicklung und fehlende positiver Impulse aus dem Export, dürften Spielraum der EZB für Zinssenkungen erhöhen.
Marktumfeld	●	▶	Die Risikowahrnehmung wurde zuletzt sensibler. Hierzu beigetragen haben vor allem globale Ereignisse und weniger lokale.



Quelle: Bloomberg LLP, Eigene Berechnungen. Stand 01/2025



Quelle: Bloomberg LLP, Eigene Berechnungen. Stand 01/2025

**RÜCKBLICK EUROLAND:** Ähnlich wie in den USA prägten die Zinserwartungen auch in der Eurozone das Marktgeschehen. Auch hierzulande war der Zinsanhebungszyklus bereits Ende des dritten Quartals 2023 beendet und ab diesem Zeitpunkt wurde auf Signale für die ersten Zinssenkungen gewartet. Dank der schwachen Entwicklung des produzierenden Gewerbes und der etwas schnelleren Rückgänge der Inflation senkte die EZB bereits im Juni 2024 erstmals die Zinsen.

Während des ganzen Jahres verschlechterten sich die wirtschaftlichen Daten sukzessive. Als Gründe hierfür ist zum einen die Abhängigkeit von China zu nennen, dessen Nachfrage nach Europäischen Importen und Investitionsgütern im Zuge der eigenen wirtschaftlichen Probleme drastisch zurückgegangen ist. Andererseits hat sich in den letzten Jahren die Wettbewerbsfähigkeit für den Standort Euroland durch eine verfehlte Energiepolitik, zu viel Regulierung und eine wirksamere Industriepolitik in anderen Teilen der Welt verschlechtert.

Gleichzeitig entwickelten sich die Reallöhne in Europa positiv, was der Kombination aus Lohnerhöhungen mit rückgehender Inflation geschuldet war. Dies sorgte für einen soliden Konsum und eine positive Entwicklung im Dienstleistungssektor.

Dank der Tatsache, dass viele Unternehmen in den relevanten Indizes entweder global agieren oder von der guten Entwicklung des Dienstleistungssektors profitieren konnten, entwickelten sich auch die europäischen Aktien positiv. Weniger positiv verlief die Entwicklung in den energieintensiven und exportorientierten Sektoren.

Neben allen makroökonomischen Themen beeinflusste auch das politische Umfeld die Kapitalmärkte in Europa. Die Schockwelle, die durch die Europawahl im Juni nach Frankreich schwappte, sorgt bis heute für Instabilität und eine Reduktion der politischen Handlungsfähigkeit. In eine ähnliche Richtung entwickelte sich die Situation in Deutschland, wo nach dem Aus der Ampelkoalition Neuwahlen für den Februar 2025 terminiert wurden. Angesichts der Erwartungen an den Umgang des neuen US-Präsidenten Donald Trump mit Europa tendierten die europäischen Aktienmärkte gegen Ende des Jahres schwächer.

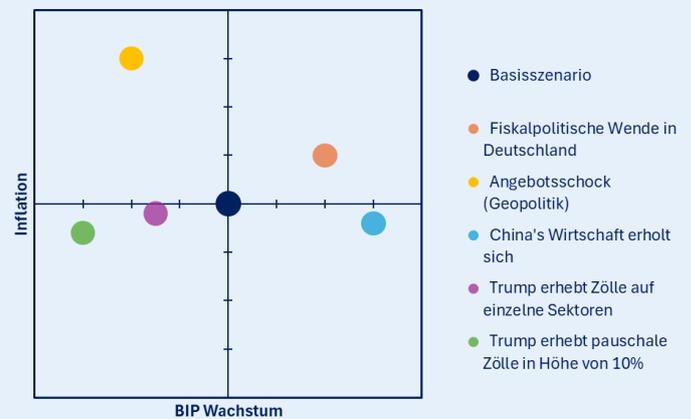
**AUSBLICK EUROLAND:** Wir gehen für das Jahr 2025 von einer weiterhin schwächeren makroökonomischen Entwicklung in der Eurozone aus. Das Wachstum dürfte knapp oberhalb des Niveaus einer Rezession liegen. Die Inflation dürfte auf niedrigem Niveau stagnieren und die Zinsen weiter fallen. Positives Momentum dürfte sich einstellen, wenn die Chance eines größeren

fiskalpolitischen Spielraumes genutzt werden sollte. Sofern derartige potenziellen Maßnahmen Früchte tragen, wäre auch eine Aufwertung des USD gegen den EUR im Laufe des Jahres 2025 wieder denkbar. Potenziale lägen in stärker als erwartet steigenden Rüstungsausgaben oder einer entgegen allen Erwartungen stattfindende Erholung in China. Auch ein Kriegsende in der Ukraine könnte positive Effekte auslösen.

Für die Aktienmärkte erwarten wir ein leicht positives Umfeld, welches sich allerdings schwächer entwickelt als in den USA. Den Grund sehen wir im Bereich der größeren Risiken durch exogene Einflüsse. Hier zu nennen wären vor allem ein Handelskrieg, politische Instabilität, sowie ein weiterhin schwaches China.

### Unser Basisszenario für die EUROZONE:

- Wachstum < 1% ohne Abdriften in Rezession.
- Inflation stagniert.
- Handelspolitik schwächt Industrie.
- EZB senkt Zinsen weiter.
- Arbeitsmarkt schwächt sich leicht ab.
- Konsum bleibt dank stabiler Reallöhne resilient.



# ASSET KLASSEN

Universum	Assetklasse	Einschätzung	Trend	Kommentar
Anleihe	Cash	●	▶	Verzinsung ist zurück aber deutlich attraktivere Alternativen verfügbar
Anleihe	US Staatsanleihen	●	▲	Renditeanstieg möglicherweise noch nicht am Ende. Dynamik nach oben dürfte nachlassen.
Anleihe	Euro Staatsanleihen	●	▲	Guter Carry. Wir bevorzugen mittlere bis längere Laufzeiten der Euro-Peripherie.
Anleihe	Inflation-linked	●	▶	Gap zwischen Erwarteter und realisierter Inflation hat sich eingeengt.
Anleihe	Pfandbriefe	●	▶	Viele Neuemissionen mit besseren Renditen. Immobilien Player meiden. Pfandbriefe ohne Kündigungsoptionen bevorzugen.
Anleihe	IG Credit	●	▶	Spreads im IG Credit Bereich extrem gering. Korrektur möglich. Wende unwahrscheinlich dank solider Wirtschaftslage
Anleihe	CLO	●	▶	Gute Rahmenbedingungen für Collateralized Loans. Potenzial durch anziehende Firmenverkäufe. Liquiditätsrisiken beachten.
Anleihe	Global High Yield	●	▶	Risiken für eine starke Ausweitung der Spreads halten wir kurzfristig für überschaubar. Fokus auf kurze Laufzeiten in USA & Europa.
Anleihe	Emerging Market Debt (USD/LC)	●	▶	Spreads könnten sich in Higher for Longer Szenario ausweiten. Schwacher USD hilft.
Anleihe	Wandelanleihe	●	▶	Verbesserte Carrys und stärkere Neuemissionstätigkeit sorgen für deutlich verbessertes Marktumfeld.

Universum	Assetklasse	Einschätzung	Trend	Kommentar
Aktie	China (Large Cap)	●	▲	Hohe Volatilität. Hohe Erwartungen eingepreist. Fiskale Stimuli bleiben bislang aus. Aktienmarkt Stimuli mit zeitlich begrenzter Wirkung.
Aktie	Europäer Aktien (Large Cap)	●	▶	Gutes Umfeld für Europäische Large-Cap Unternehmen, die an den fiskalpolitischen Stimuli in den USA profitieren können.
Aktie	Global ex-EMU Aktien (Large Cap)	●	▶	Global Player, welche die großen Wachstumstrends monetarisieren können finden gutes Umfeld vor.
Aktie	Global Aktien (Small Cap)	●	▶	Umfeld für Small & Mid Cap verbessert sich mit den Refinanzierungsbedingungen.
Aktie	Japan Aktien (Large Cap)	●	▶	Weiterer Aufwertungsdruck im JPY könnte Aktienmarkt belasten.
Aktie	US Aktien (Large Cap)	●	▶	Fokus auf Large Cap Quality. Auf exzessive Bewertungen achten.
Aktie	US Aktien (Small Cap)	●	▶	Deregulierung dürfte helfen, jedoch lasten "higher for longer" Risiken auf den Unternehmensfinanzen.
Aktie	Emerging Markets (Large Cap)	●	▶	Selektiv Chancen, aber Vorsicht im Kontext geldpolitischer Wenden. Sehr reagible Währungen!

Universum	Assetklasse	Einschätzung	Trend	Kommentar
Alternatives	Private Debt	●	▶	Gute Rahmenbedingungen für Private Debt. Potenzial durch anziehende Firmenverkäufe. Sinkende Zinsen beflügeln Bewertungen
Alternatives	Private Equity	●	▶	Verbesserung der Finanzierungsbedingungen schafft Potenziale für Exits und Investitionen gleichermaßen.
Alternatives	Gold	●	▶	Positive Flows von Zentralbanken & ETFs und zunehmende politische Unsicherheit beflügeln den Kurs.

## KONTAKT

### Ansprechpartner zentrale Vermögensverwaltung



**Dr. Martin Stötzel**  
CIO / Head of PM



**Stefan Baumbach**



**Rolf Pösse**

### RHEIN ASSET MANAGEMENT (LUX) S.A.

38, Grand Rue  
L-6630 Wasserbillig  
Luxemburg

## DISCLAIMER

Diese Publikation wurde von der Rhein Asset Management (Lux) S.A. („Rhein Asset Management“) erstellt. Sie dient ausschließlich der Information und darf ohne ausdrückliche schriftliche Einwilligung von Rhein Asset Management nicht an Dritte weitergegeben werden. Mit dieser Publikation wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet. Die hierin mitgeteilten Einschätzungen zu den Wertpapieren und sonstigen Titeln stellen auch keine Anlageempfehlungen dar.

Diese Publikation ist nur zur Verwendung in Deutschland und insbesondere nicht zur Verwendung in den USA oder gegenüber US-Staatsbürgern bestimmt.

Die von der Rhein Asset Management in dieser Publikation gegebenen Informationen beruhen auf Quellen, die Rhein Asset Management für zuverlässig hält, jedoch keiner neutralen Prüfung unterzogen hat; Rhein Asset Management übernimmt keine Gewähr und keine Haftung für die Richtigkeit und Vollständigkeit der hierin enthaltenen Informationen. Die in dieser Präsentation vertretenen Meinungen stellen ausschließlich die Auffassung von Rhein Asset Management dar und können sich jederzeit ändern; solche Meinungsänderungen müssen nicht publiziert oder mitgeteilt werden.

Den in dieser Publikation enthaltenen Angaben liegen historische Marktdaten sowie unsere Einschätzungen der künftigen Marktentwicklung zu Grunde. Diese Markteinschätzungen sind auf der Basis von Analysen gewonnen worden, die mit der gebotenen Gewissenhaftigkeit und Sorgfalt erstellt worden sind, für deren Eintreten Rhein Asset Management aber keine Gewähr übernehmen kann.

Die gemachten Angaben zur historischen Wertentwicklung der dargestellten Finanzprodukte/Finanzindizes sind kein zuverlässiger Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Dasselbe gilt für Prognosen einer künftigen sowie Simulationen einer historischen Wertentwicklung. Soweit die besprochenen Finanzprodukte in einer anderen Währung als EUR notieren, kann die Rendite aufgrund von Währungsschwankungen steigen oder fallen.