

CIO View

Prof. Dr. Jan Viebig, Chief Investment Officer ODDO BHF SE



17. Januar 2025

DIE JÜNGSTE ZINSENKUNG IN DEN USA KÖNNTE DIE VORERST LETZTE GEWESEN SEIN

Am Montag, 20. Januar 2025, wird in Washington die Amtsübergabe von Joe Biden auf Donald Trump stattfinden. Der neue Präsident tritt sein Amt vor dem Hintergrund steigender Renditen an den Anleihemärkten an. Vor einem Jahr, im Januar 2024, wiesen zehnjährige Staatsanleihen der USA eine laufende Verzinsung knapp unter 4,0 Prozent auf. Seitdem ist sie auf aktuell 4,8 Prozent hochgegangen.

Dieser Renditeanstieg hat mehrere Ursachen: Zum einen sind die jüngsten Konjunkturdaten in den USA stark ausgefallen. Am amerikanischen Arbeitsmarkt ist die Zahl neu geschaffener Stellen im Dezember 2024 auf 256.000 gestiegen und lag damit weit über den Erwartungen. Volkswirte hatten mit einem Wachstum um 160.000 Stellen gerechnet. Die Arbeitslosenquote stellte sich kaum verändert bei 4,1 Prozent ein. Zum anderen schätzen die Marktteilnehmer die Aussichten auf weitere Zinssenkungen zunehmend vorsichtig ein. An den Terminmärkten wird überwiegend damit gerechnet, dass die US-Notenbank Fed es im laufenden Jahr allenfalls bei zwei weiteren Zinssenkungen oder – womit die Volkswirte überwiegend rechnen – es bei einer einzigen belassen könnte. Und selbst diese ist ungewiss.

Der renommierte Marktbeobachter Mohamed El-Erian bezeichnete die jüngste Rücknahme der amerikanischen Leitzinsen am 18. Dezember 2024 als einen „hawkish cut“, als eine Zinssenkung, die gleichwohl eine restriktivere Geldpolitik ankündigt.[1] Hinter verschlossenen Türen, meinte El-Erian, hätte die Fed bis Dezember die Haltung vertreten: „Wir können die Zinsen weiter senken, da es nur eine Frage der Zeit ist, bis die Inflation unser Ziel erreicht.“ Seither stünde die Fed, wie der „hawkish cut“ zeige, auf dem Standpunkt: „Wir müssen die restriktive Geldpolitik noch viel länger beibehalten, als wir erwartet haben.“ Selbst eine völlige Kehrtwende bis hin zu einer Zinserhöhung will El-Erian nicht ganz ausschließen.

Nun sind die Erwartungen der amerikanischen Geldpolitiker erfahrungsgemäß kaum mehr als eine Momentaufnahme. Erwartungen an die Zukunft sind in erster Linie Botschaften für die Gegenwart. Sie sollen vornehmlich die aktuellen Dispositionen der Finanzmarktteilnehmer steuern. Besonders die Fed hat sich in der Vergangenheit pragmatisch gezeigt, wenn es darum geht, ihre Geldpolitik an neue Wirtschaftsdaten oder veränderte politische Konstellationen anzupassen. Das fällt ihr leichter als der EZB, da die Fed nicht allein dem Ziel der Preisstabilität, sondern zusätzlich auch dem der Vollbeschäftigung verpflichtet ist. Je nach Lage kann die Fed das eine oder das andere Ziel stärker betonen. In der aktuellen Situation will sich die Fed offenbar alle Optionen offenhalten. „Wir raten nicht, wir spekulieren nicht, wir treffen keine Annahmen“, beschrieb Fed-Gouverneur Jerome Powell kürzlich seine Herangehensweise.[2]

Unserer Einschätzung nach wird die Fed vorerst nicht zu einer restriktiveren Geldpolitik zurückkehren. Gleichwohl spricht vieles dafür, dass die amerikanischen Notenbanker den aktuellen Zinssenkungszyklus als weitgehend abgeschlossen betrachten. Der zentrale Leitzins, die Fed Funds Rate, bewegt sich seit der jüngsten Rücknahme Mitte Dezember 2024 in einem Korridor von 4,25 bis 4,5 Prozent, nachdem sie Mitte 2023 noch um einen Prozentpunkt höher lag.

Laut ihrer aktuellen Prognose erwartet die Fed, dass die Inflation in den USA am Jahresende 2025 bei etwa 2,5 Prozent liegen wird. Für den Dezember 2024 wurde am Mittwoch dieser Woche ein Anstieg des Verbraucherpreisindex CPI um 2,9 Prozent veröffentlicht. Damit ist die Inflationsrate gegenüber dem November 2024 um 0,2 Prozentpunkte gestiegen. Die Fed schaut jedoch stärker auf den Preisindex für die privaten Konsumausgaben PCE, der in der Regel einige Zehntel Prozentpunkte niedriger liegt. An diesem orientiert sie auch ihr Ziel, mittelfristig eine Inflation von 2 Prozent anzustreben. Für den PCE-Index steht der Dezember-Wert noch aus. Im November 2024 lag der PCE-Index bei 2,4 Prozent und somit leicht unter der Inflationsprognose für 2025.

Aufgrund der Leitzinssenkungen und des Renditeanstiegs bei längeren Laufzeiten ist die Zinsstrukturkurve am amerikanischen Anleihemarkt im vergangenen Jahr steiler geworden. Anfang 2024 war die Zinsstrukturkurve noch invers – die kurzfristigen Zinsen lagen höher als die langfristigen. Vor einem Jahr rentierten Zinsinstrumente mit sechs Monaten Laufzeit bei 5,2 Prozent. Seitdem hat sich die Form der Zinskurve in den USA normalisiert – die Zinsen für sechs Monate liegen bei 4,3 Prozent und damit leicht unter der Rendite zehnjähriger Staatsanleihen. Dreißigjährige Anleihen rentieren gar mit 5 Prozent.

Einige Argumente sprechen dafür, dass die langfristigen Zinsen im laufenden Jahr weiter anziehen werden. Die expansive Finanzpolitik und die angekündigten Einfuhrzölle stellen ein Aufwärtsrisiko für die Preisentwicklung und damit für die Anleiherenditen dar. Darüber hinaus dürfte die US-Staatsverschuldung weiter steigen und somit Nachfrage nach weiterem Kapital auf den Anleihemärkten auslösen. Wir befürchten nicht, dass die langfristigen Zinsen in den USA scharf in die Höhe schießen. Doch Anleger sollten in ihre Überlegungen einbeziehen, dass sie am Jahresende über dem aktuellen Niveau liegen könnten.

Ein solcher Zinsanstieg droht zu einer Belastung für die Aktienmärkte zu werden. Zum einen werden damit Anleihen als Alternative zu Aktien noch attraktiver. Bei steigenden Zinsen wandert Anlagekapital typischerweise von den Aktien- zu den Anleihemärkten. Zum anderen werden jene Unternehmen finanziell leiden, die Fremdkapital aufnehmen wollen – oder müssen. Das bestärkt uns darin, auf dem Aktienmarkt – in den USA wie auch anderswo auf der Welt – nach Unternehmen Ausschau zu halten, die aus unserer Sicht nicht nur ein überzeugendes Geschäftsmodell aufweisen, sondern dieses auch solide finanzieren. Eine übermäßige Verschuldung birgt für Unternehmen im neuen Jahr ein höheres Risiko.

Seit Beginn dieses Zinssenkungszyklus haben gerade amerikanische Aktien von fallenden Zinsen profitiert. Dieser Rückenwind wird unserer Überzeugung nach im laufenden Jahr 2025 ausbleiben. Damit hängt die weitere Kursentwicklung amerikanischer Aktien in besonderem Maße von der Gewinnentwicklung der Unternehmen ab. Vom Wirtschaftswachstum in den USA – die OECD erwartet in ihrem Wirtschaftsausblick vom Dezember 2024 für das Jahr 2025 eine Verlangsamung des US-Wachstums auf 2,4 Prozent – sind derzeit keine frischen Impulse zu erwarten. Allerdings werden laut FactSet die Gewinne der im Aktienindex S&P 500 gelisteten Unternehmen 2025 im Mittel um 14,6 Prozent steigen. Einige Unternehmen werden diesen Mittelwert übertreffen, zum Teil deutlich. Doch viele Unternehmen werden darunter bleiben. Das spricht dafür, auch auf dem amerikanischen Aktienmarkt selektiv zu investieren.

Im Aktienindex MSCI Welt, der die Kursentwicklung der größten Unternehmen der Welt nachzeichnet, kommen amerikanische Titel derzeit auf ein Gewicht von knapp 74 Prozent. Angesichts der Zinsrisiken, mit denen amerikanische Unternehmen konfrontiert sind, halten wir einen solchen Anteil in unseren Aktienportfolios für unverhältnismäßig hoch. Wir bleiben vorsichtiger und begrenzen in unserem Modellportfolio US-Aktien derzeit auf einen Anteil von 52 Prozent, während unsere Benchmark bei 35 Prozent liegt.

Jan Viebig

Vergangene Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein zuverlässiger Indikator für die Zukunft. Die Rendite kann infolge von Währungsschwankungen steigen oder fallen. Etwaige Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Investment Office der ODDO BHF SE wieder, die sich insbesondere von der Hausmeinung innerhalb der ODDO BHF Gruppe unterscheiden und ohne vorherige Ankündigung ändern kann.

WICHTIGE INFORMATION

Dieses vertrauliche Dokument ist nur für Sie bestimmt. Es darf weder insgesamt noch in Teilen reproduziert, weitergegeben oder veröffentlicht werden. Insbesondere ist dieses Dokument nicht für Kunden oder andere Personen mit Sitz, Wohnsitz, gewöhnlichem Aufenthaltsort oder Greencard in bzw. für die USA, Kanada oder anderen Drittstaaten bestimmt und darf nicht an diese Personen weitergegeben bzw. in diese Länder eingeführt oder dort verbreitet werden.

Diese Publikation ist eine Kundeninformation der ODDO BHF SE (nachfolgend „ODDO BHF“) im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes. Das Dokument wurde durch die ODDO BHF erstellt, um Kunden bei der Entscheidungsfindung zu unterstützen und dient ausschließlich Informationszwecken. Es handelt sich hierbei um Werbung und nicht um eine Finanzanalyse. Das Dokument wurde nicht unter Einhaltung der Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt und die in diesem Dokument enthaltenen Informationen unterliegen nicht dem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen.

Weder dieses Dokument noch irgendeine in Verbindung hiermit gemachte Aussage stellt ein Angebot, eine Aufforderung oder eine Empfehlung zum Erwerb oder zur Veräußerung von Wertpapieren dar. Insbesondere berücksichtigt dieses Dokument nicht Ihre persönlichen Umstände und Verhältnisse und ist somit für sich allein genommen weder dazu geeignet noch dazu bestimmt, eine individuelle anleger- und anlagegerechte Beratung zu ersetzen.

Soweit in dem Dokument Meinungen Dritter wiedergegeben werden, sind diese Positionen nicht notwendigerweise in Einklang mit den Positionen der ODDO BHF und können diesen ggf. sogar widersprechen.

Diese Präsentation enthält Informationen, die wir für verlässlich halten, für deren Verlässlichkeit wir jedoch keine Gewähr übernehmen können. Die ODDO BHF übernimmt weder eine rechtliche Verbindlichkeit, noch garantiert sie die Aktualität, Vollständigkeit und Fehlerfreiheit des Inhalts. Zusätzlich ist die ODDO BHF nicht verpflichtet, den Inhalt zu aktualisieren, an Änderungen anzupassen oder zu vervollständigen.

Die ODDO BHF oder mit der ODDO BHF verbundene Unternehmen können mit Emittenten von in diesem Dokument genannten Finanzinstrumenten in einer Geschäftsverbindung stehen (z.B. als Erbringer oder Bezieher von Wertpapierdienstleistungen oder Wertpapiernebenleistungen, etwa im Bereich des Investmentbankings). Die ODDO BHF oder mit der ODDO BHF verbundene Unternehmen, können im Rahmen solcher Geschäftsverbindungen Kenntnis von Informationen erlangen, die in diesem Dokument nicht berücksichtigt sind. Darüber hinaus können die ODDO BHF oder mit der ODDO BHF verbundene Unternehmen Geschäfte in oder mit Bezug auf die in diesem Dokument angesprochenen Finanzinstrumente getätigt haben (insbesondere solche im Rahmen der Finanzportfolioverwaltung für andere Kunden). Für nähere Informationen zu möglichen Interessenkonflikten wenden Sie sich bitte an Ihren zuständigen Ansprechpartner.

Alle innerhalb des Dokuments genannten und ggf. durch Dritte geschützten Marken- und Warenzeichen unterliegen uneingeschränkt den Bestimmungen des jeweils gültigen Kennzeichenrechts und den Rechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Allein aufgrund der bloßen Nennung ist nicht der Schluss zu ziehen, dass Markenzeichen nicht durch Rechte Dritter geschützt sind.

Vergangene Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein zuverlässiger Indikator für die Zukunft. Einige Aussagen dieses Dokuments sind in die Zukunft gerichtet. Derartige Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklung. Diese Aussagen basieren auf aktuellen Einschätzungen und unterliegen Risiken und Unwägbarkeiten, welche die aktuellen Resultate grundlegend verändern können. Bei bestimmten Finanzinstrumenten kann es zu einem Totalverlust kommen und der Verlust kann das eingesetzte Kapital sogar übersteigen. Wechselkursbewegungen können den Wert eines Investments erhöhen oder senken und manche Finanzinstrumente können eingeschränkt liquide oder illiquide sein.

Die ODDO BHF SE untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn und Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Frankfurt am Main sowie der Europäischen Zentralbank, Sonnemannstraße 20, 60314 Frankfurt am Main.

ODDO BHF erbringt weder rechtliche noch steuerrechtliche Beratungsleistungen. Soweit solche Gesichtspunkte berührt werden, handelt es sich ausschließlich um allgemeine Meinungsäußerungen oder Anregungen, die eine Einschätzung der ODDO BHF zum Zeitpunkt der Publikation wiedergeben. Wir empfehlen Ihnen, rechtliche und steuerliche Berater hinzuziehen, insbesondere zum Zweck der Überprüfung der Geeignetheit bestimmter Produkte.

© 2025, Herausgeber: ODDO BHF SE, Gallusanlage 8, 60329 Frankfurt am Main. Alle Rechte vorbehalten.