



MONTHLY INVESTMENT BRIEF

11. Dezember 2024



Laurent Denize
Global Co-CIO ODDO BHF

Europäischer Exzeptionalismus?



“

Für einen europäischen „Exzeptionalismus“ ist es zu früh, da solche Veränderungen Zeit brauchen. Allerdings könnte man anfangen, eine taktische Neuausrichtung zu erwägen, indem man eine untergewichtete Position in Europa glattstellt oder sich dort neu positioniert.

”



Die Divergenz zwischen den USA und Europa dürfte auch im Jahr 2025 das marktbestimmende Thema sein. Dahinter steht ein bereits viele Jahre anhaltender Trend, dem man sich nicht entgegenstellen konnte: der Exzeptionalismus, also die Ausnahmestellung der USA. Ende November erreichte der S&P 500 auf absoluter Basis seinen sechzigsten Tageshöchststand in diesem Jahr. Noch beachtlicher ist die relative Stärke von US-Aktien. Mit Ausnahme von 2017 haben sie seit 2009 jedes Jahr die globalen Aktienmärkte übertroffen. Inzwischen machen die USA über 70 % der globalen Indizes aus. In den letzten zehn Jahren blieb der MSCI Europe 7,7% hinter dem S&P 500 zurück. Auch bei den Unternehmensgewinnen schnitt Europa fast 15 Jahre lang schlechter ab. Für 2025 erwarten Anleger und Experten mehrheitlich eine Fortsetzung der beeindruckenden Dynamik der US-Dominanz. Diesem Optimismus lässt sich nur schwer etwas entgegensetzen. Dennoch lohnt sich ein Blick darauf, was den US-Exzeptionalismus infrage stellen und Europa wieder ins Spiel bringen könnte. **Was wäre, wenn 2025 der Startschuss für eine Sonderstellung Europas, einen europäischen Exzeptionalismus wäre?**

Was sind die Gründe für die schwache Performance Europas?

Seit über einem Jahrzehnt hinken die europäischen Märkte den USA hinterher. Ausgebremst werden sie

durch strukturelle Herausforderungen, wie geringe Produktivität, Marktfragmentierung und Abhängigkeit von der Finanzierung durch Banken. Deutschland – einst Europas Wirtschaftsmotor – kämpft nun mit Energiekrisen, chinesischer Konkurrenz und politischer Lähmung. Fassen wir die aktuell wichtigsten Punkte und Themen zusammen:

1. **Nachholbedarf in puncto Produktivität:** Europa investiert weniger in Forschung und Entwicklung, was Innovation und Wachstum hemmt.
2. **Fragmentierte Märkte:** Uneinheitliche Vorschriften verhindern Skaleneffekte und schrecken Investoren ab.
3. **Energie und Wettbewerb:** Hohe Energiekosten und die Konkurrenz aus China belasten Branchen wie die Chemieindustrie und die E-Mobilität stark.

Europa hinkt jedoch schon seit mehr als 15 Jahren hinterher. Nach der globalen Finanzkrise belastete die Sparpolitik das Wirtschaftswachstum in Europa und führte zu einer geringeren Nachfrage, weniger Investitionen und einem deflationären Umfeld. In den USA hingegen kurbelte eine aggressivere Fiskalpolitik das Wachstum an und vergrößerte so den Abstand zwischen den beiden Regionen.



Make Europe great again – was bräuchte es dafür?

Auch 2025 dürfte die Unsicherheit hoch bleiben. Doch die Kurse europäischer Aktien spiegeln auch pessimistische Szenarien wider. Die Erwartungen an Konjunkturimpulse sind gering, was Raum für positive Überraschungen schafft. Am Ende des Tunnels erkennen wir durchaus Aufwärtspotenzial:

- **Einige Makro-Signale stehen auf Grün:** Die Aussichten für die Realeinkommen der Haushalte bleiben gut und dürften den Konsum ankurbeln. Die Sparquote der Verbraucher ist hoch. Steigt ihr Vertrauen weiter, könnten sie weniger zur Seite legen und mehr ausgeben. Die Kreditkonditionen und Umfragen zur Bankenkreditvergabe zeigen deutliche Verbesserungen. Der Arbeitsmarkt bleibt stabil. Auch von der Konjunktur gab es zuletzt mehr Überraschungen.
- **Lockere Geldpolitik, Disinflation und schwächerer Euro:** Die Lockerung der Geldpolitik könnte in schnellerem Tempo als erwartet erfolgen, da die Inflation unter der Zielmarke der EZB liegen dürfte. Weitere Zinssenkungen der EZB dürften den Euro schwächen und der Gewinnentwicklung in Europa relativen Rückenwind verleihen.
- **Überschätzung des Zollrisikos:** Die Zölle dürften die aggregierten Gewinnprognosen insgesamt nicht signifikant beeinflussen. Nach unseren Schätzungen erwirtschaften europäische Unternehmen nur 6% ihres Umsatzes mit Exporten in die USA. Klammert man den Verteidigungssektor aus, sind es gar nur etwa 4%. Dieser Effekt wird von den Märkten überschätzt.
- **Niedrige Erwartungen an des Gewinnwachstum:** Wir erwarten für 2025 und 2026 ein Gewinnwachstum von +3/4%. Bedeutender für die Aktienrenditen im kommenden Jahr wird nach unserer Einschätzung sein, ob das Gewinnwachstum positiv bleiben wird. Wir gehen davon aus, dass dies der Fall sein wird, und ein schwächerer Euro – bislang noch nicht in den Erwartungen der Sell-Side-Analysten eingepreist – dürfte dazu beitragen.
- **Niedrige Bewertungen:** Europäische Aktien erscheinen unserer Meinung nach attraktiv. Ein wichtiger fundamentaler Treiber für steigende Bewertungen ist die Zinsentwicklung. Niedrigere Renditen sind in der Regel förderlich für steigende Bewertungen, und da sich der Zinssenkungszyklus 2025 fortsetzen dürfte, sollte dies nach unserer Einschätzung steigende Bewertungen unterstützen. Europa

wird zudem (auch sektorbereinigt) mit einem deutlichen Abschlag gegenüber den USA gehandelt. Der Abschlag ist in allen Sektoren größer als je zuvor.

- **Positionierung:** Investoren, die ausschließlich auf steigende Kurse setzen, und Privatanleger präferieren Aktien, sind aber in Bezug auf Europa überwiegend pessimistisch gestimmt. Im laufenden Jahr flossen bislang 388 Mrd. USD in US-Aktien, aber nur 49 Mrd. USD in europäische Aktien. Die jüngste Underperformance Europas erscheint übertrieben. Zudem ist noch reichlich Kapital in Geldmarktfonds "geparkt", das wieder investiert werden muss. Europa wird dabei für globale Investoren eine Option sein.
- **Fiskalische Expansion in Deutschland:** Deutschland hat den Vorteil fiskalischer Spielräume. Wenn die neue Regierung wachstumsorientiert ist und sich auf eine flexible Lösung für den Umgang mit der Schuldenbremse einigt, könnte dies die öffentlichen und privaten Investitionen ankurbeln. Ein solches Szenario könnte deutsche auf den Binnenmarkt ausgerichtete Aktien beflügeln und zu einer Neubewertung führen.
- **Konjunkturprogramm in China:** Ein umfassendes Konjunkturprogramm in China könnte europäische Unternehmen mit China-Geschäft, insbesondere in Frankreich und Deutschland, unterstützen.
- **Waffenstillstand in der Ukraine:** Eine mögliche Waffenruhe zwischen der Ukraine und Russland könnte den Druck auf die Energiepreise verringern und die Risikoprämien sinken lassen und sich damit nachhaltig positiv auf europäische Vermögenswerte auswirken.

Markteinschätzungen und Positionierung

Aktien: Wir bevorzugen eine leichte Präferenz von defensiven gegenüber zyklischen Werten, da wir in den kommenden Monaten mit einer moderaten Abschwächung des globalen Wachstums und niedrigeren Anleiherenditen rechnen. In Europa sehen wir einige Lichtblicke insbesondere in den Sektoren Luft- und Raumfahrt (die Nachfrage übersteigt bei weitem das Angebot), Investitionsgüter (zunehmende Elektrifizierung), Immobilien (profitiert von niedrigeren Zinsen), Pharma (überbewertete regulatorische Risiken, geringe Verschuldung, starke Cashflows und attraktive Bewertungen) und Software (attraktive langfristige Treiber durch Digitalisierung und KI, defensivster Teil des Technologiesektors). Auch im Bereich der Small und Mid Caps besteht aus unserer Sicht weiterhin die Chance auf selektive Outperformance, insbesondere in den USA



Wir halten weiterhin viele Small- und Mid-Cap-Aktien für unterbewertet und sehen in diesem Segment im Hinblick sowohl auf die Gewinne als auch auf die Bewertung erhebliches Aufwärtspotenzial. Vorsichtig bleiben wir hingegen in Bezug auf die Sektoren Halbleiter (schwieriges Marktumfeld, Normalisierung der Nachfrage in China, Absorbierung der jüngsten Kapazitätserweiterungen), Energie (hohes Risiko von Gewinnrevisionen), Automobil (Überangebot, Wettbewerb, Preisdruck, unklare Gewinnsituation) und Finanzen.

Staatsanleihen: Wir erwarten, dass sich das Segment 2025 über weite Strecken in einer engen Spanne bewegen wird. Phasen mit Verkaufsdruck wollen wir nutzen, um die Duration zu erhöhen. Für Positionen mit langer Duration ist Europa besser geeignet, da 10-jährige US-Anleihen zuletzt nachgegeben haben. Sowohl in Europa als auch in den USA erwarten wir eine Erholung der Laufzeitprämien. In Europa bevorzugen wir Anleihen aus den Peripherieländern und halten eine Neupositionierung in Frankreich für verfrüht.

Unternehmensanleihen: Mit Blick auf 2025 sind wir für Unternehmensanleihen insgesamt positiv gestimmt. Auf den aktuell niedrigen Niveaus zählen hier vor allem die Gesamtrenditen, weniger die Spreads. Sowohl im Investment-Grade- als auch im High-Yield-Segment ziehen wir Europa den USA vor. Wir halten an unserer starken Überzeugung für Kurzläufer fest.

Währungen: Der USD ist auf dem besten Weg, das Jahr 2024 nach zwölf Monaten mit wechselnden Narrativen mit einem Rekord abzuschließen. Wir gehen davon aus, dass die Stärke des USD anhält und er weiter bei 1,00-1,05 notiert.

US-Exzeptionalismus und „taktische“ Positionierung in Europa

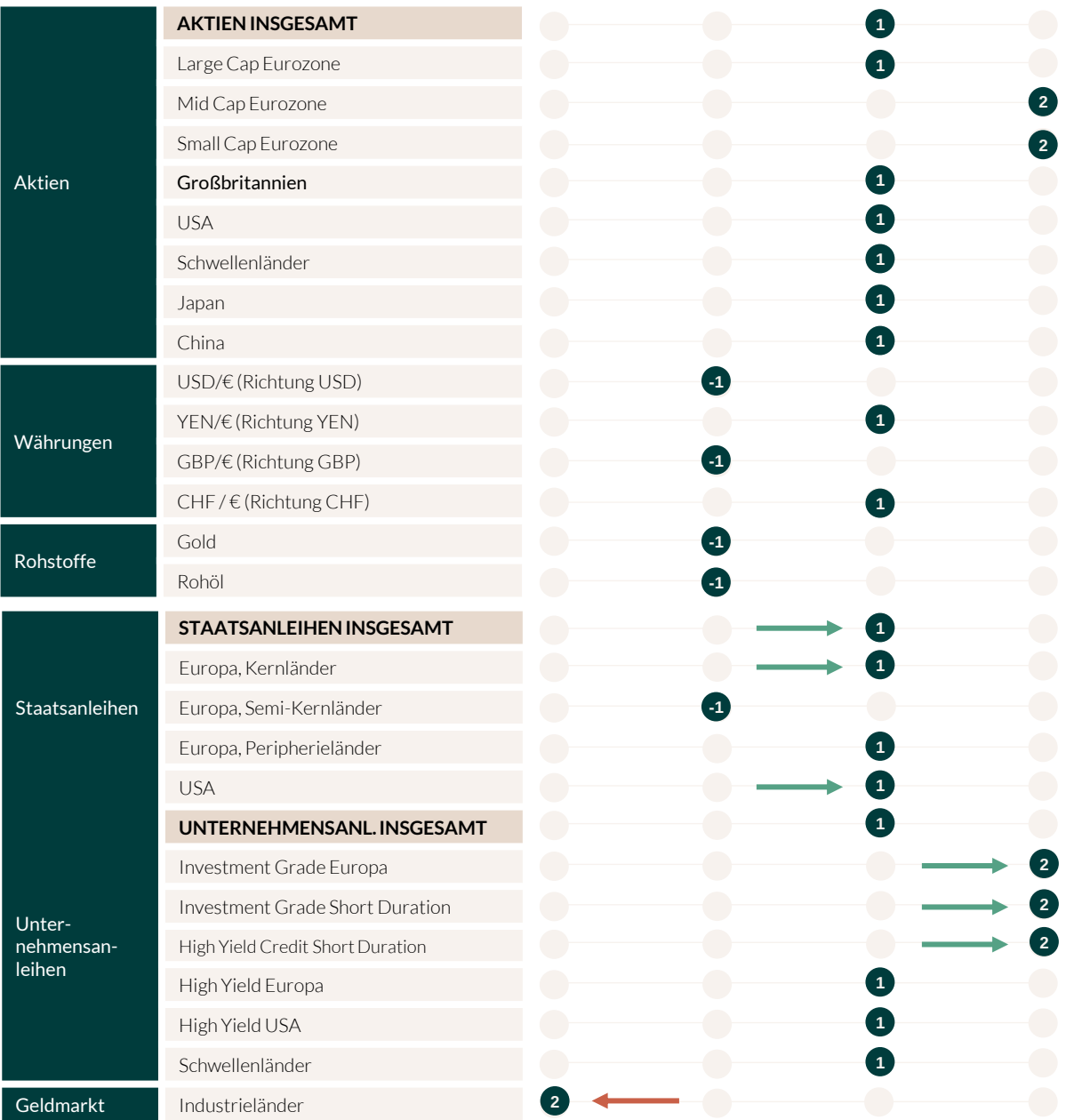
Der US-Exzeptionalismus bleibt das bestimmende Szenario für die nächsten Monate, und wir erwarten eine Fortsetzung der US-Aktien-Rally auf breiter Front. Entsprechend hoch sind natürlich die Bewertungen. Für europäische Anlagewerte sehen wir hingegen nur noch moderates Abwärtspotenzial: Hier könnte sich die Asymmetrie zugunsten von Europa verbessern, sobald die Zölle und die innenpolitischen Dramen, etwa in Frankreich und Deutschland, verarbeitet wurden. Mögliche Katalysatoren wären günstige Bewertungen, niedrige Erwartungen für das Gewinnwachstum, eine zurückhaltende Positionierung, ein schwächerer Euro, Frieden in der Ukraine und ein bereits eingepreister „Worst Case“. Zudem besteht die Chance, dass nach den deutschen Wahlen im ersten Quartal Bewegung in der Frage der Schuldenbremse kommen könnte. Kurzum: Europa steht auch in den kommenden Monaten (Quartalen?) vor großen Herausforderungen, es könnte aber auch Potenzial für Anleger bieten. Durch Strukturreformen, fiskalische Flexibilität und Innovation könnte langfristiges Wachstum freigesetzt und die wirtschaftliche Lücke zu den USA geschlossen werden.

Vor diesem Hintergrund darf man Europa nicht länger ignorieren. Die Zeit zwischen den Feiertagen eignet sich gut, um über eine zumindest taktische Neupositionierung in Europa nachzudenken (Green Leadership, Verteidigung, Deutschland, Mid Caps, kurzlaufende Unternehmensanleihen ...). Für einen europäischen „Exzeptionalismus“ ist es zu früh, da solche Veränderungen Zeit brauchen. Allerdings könnte man anfangen, eine taktische Neuausrichtung zu erwägen, indem man eine untergewichtete Position in Europa glattstellt oder sich dort neu positioniert.

PRÄSENTATION LESEN



UNSERE EINSCHÄTZUNG DER ANLAGEKLASSEN



Quelle: ODDO BHF AM, Stand: 22.11.2024

Änderung gegenüber letzter Sitzung
des Global Investment Committee

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für künftige Erträge und unterliegt im Zeitverlauf Schwankungen. Die Performance kann bei Anlagen mit Fremdwährungsbezug infolge von Währungskursschwankungen steigen oder fallen. Schwellenländer können mehr politischen, wirtschaftlichen oder strukturellen Herausforderungen ausgesetzt sein als entwickelte Länder, woraus ein höheres Risiko entstehen kann

Wichtige Hinweise: ODDO BHF Asset Management ist die Vermögensverwaltungssparte der ODDO BHF-Gruppe. Es handelt sich hierbei um die gemeinsame Marke von drei eigenständigen juristischen Einheiten: ODDO BHF Asset Management SAS (Frankreich), ODDO BHF Asset Management GmbH (Deutschland) und ODDO BHF Asset Management Lux (Luxembourg). Alle in diesem Dokument wiedergegebenen Einschätzungen und Meinungen dienen lediglich zur Veranschaulichung. Sie spiegeln die Einschätzungen und Meinungen des jeweiligen Autors zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wider und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung verändern, eine Haftung hierfür wird nicht übernommen. Eine Wertentwicklung in der Vergangenheit darf nicht als Hinweis oder Garantie für die zukünftige Wertentwicklung angesehen werden. Sie unterliegt im Zeitverlauf Schwankungen. Es wird keine - ausdrückliche oder stillschweigende - Zusicherung oder Gewährleistung einer zukünftigen Wertentwicklung gegeben. Im Vorfeld einer Investition in diese Vermögensklassen sind die Anleger ausdrücklich angehalten, sich detailliert mit den Risiken der Anlage in diese Vermögensklassen, insbesondere des Kapitalverlustes, vertraut zu machen. Die Investition muss mit den Anlagezielen, dem Anlagehorizont und der Risikobereitschaft des Anlegers in Bezug auf die Investition übereinstimmen

ODDO BHF Asset Management SAS (Frankreich)

Von der französischen Börsenaufsicht (Autorité des Marchés Financiers) unter der Nummer GP 99011 zugelassene Fondsverwaltungs-gesellschaft. Vereinfachte Aktiengesellschaft französischen Rechts (société par actions simplifiée) mit einem Kapital von 21.500.000 €. Eingetragen ins Pariser Handelsregister unter der Nummer 340 902 857.
12 boulevard de la Madeleine – 75440 Paris Cedex 09 Frankreich – Telefon: +33 1 44 51 85 00
am.oddo-bhf.com