

AKTUELL

Dax
22.987 Pkt.

Bund Future
145,93 Pkt.

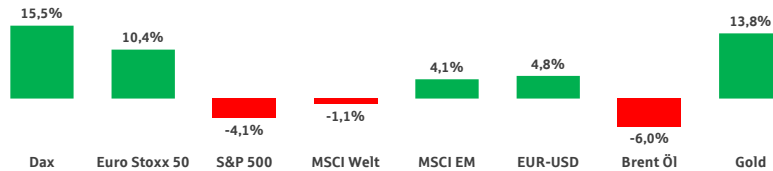
Gold
2.988 \$/Feinunze

S&P 500
5.639 Pkt.

EUR-USD
1,0889 \$

Rohöl (Brent)
70,27 \$/Fass

2025



KURZ UND KNAPP

KONJUNKTUR Donald Trump streut mit seiner Zollpolitik Sand in das Getriebe der Weltwirtschaft. Die Sondierungsergebnisse von Union und SPD sind in Teilen zu begrüßen, lassen aber auch viele Fragen offen.

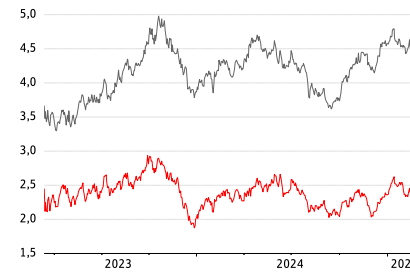
GELDPOLITIK Das US-Inflationsumfeld bereitet den Notenbankern aktuell Sorgen. Sie dürften daher vorerst auf Zeit spielen. Auch bei der EZB ist der weitere Zinssenkungsspielraum eher begrenzt.

ZINSEN & WÄHRUNGEN Die Aussicht auf ein anziehendes Wachstum bei zielführenden Infrastrukturinvestitionen, strukturell bedingt höheren Inflationsraten und ein steigendes Angebot an Staatsanleihen geht mit einem latenten Aufwärtsdruck auf die Renditen von Staatspapieren einher.

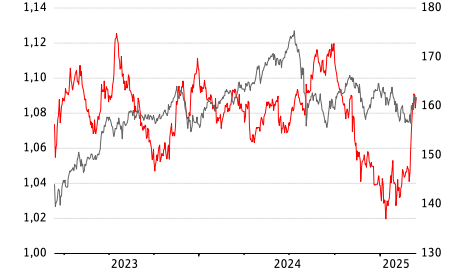
AKTIEN Aus MAGA wird MEGA: Make Europe Great Again. Wie nachhaltig ist das Aufblühen der europäischen Aktienmärkte seit Jahresbeginn? Die Historie lehrt: Europa tritt selten und meist nur vorübergehend aus dem Windschatten der Wall Street.

ROHSTOFFE Während die Ölnotierung von verschiedenen Seiten unter Druck steht, erklimmt der Goldpreis ein Rekordhoch nach dem anderen.

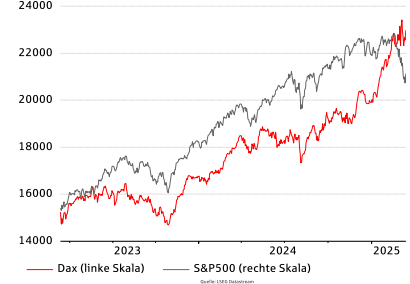
Rentenmärkte



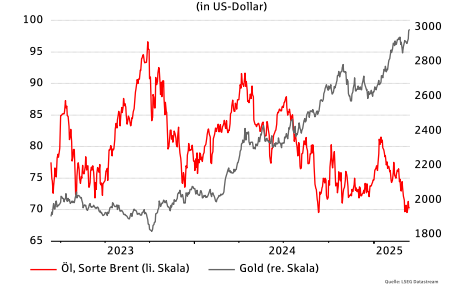
Devisenmärkte



Aktienmärkte



Rohstoffe



UNSERE PROGNOSE

	Prognoseübersicht				
	14.03.25	Konsens Durchschnitt	KSK	Konsens Durchschnitt	KSK
Leitzinsen¹⁾					
EZB-Einlagensatz	2,50%	2,00%	2,00 - 2,50%	2,00%	2,00 - 2,50%
Fed (obere Grenze)	4,50%	4,50%	4,50%	4,00%	4,00 - 4,25%
Staatsanleihen 10J¹⁾					
Deutschland	2,85%	2,34%	2,50 - 3,00%	2,35%	2,50 - 3,00%
USA	4,31%	4,44%	4,25 - 4,75%	4,38%	4,25 - 4,75%
Wechselkurse¹⁾					
USD/EUR	1,0889	1,04	1,08 - 1,13	1,05	1,08 - 1,13
JPY/EUR	161,88	155	155 - 165	155	150 - 160
CHF/EUR	0,9641	0,94	0,95 - 1,00	0,94	0,95 - 1,00
Aktienmärkte¹⁾					
DAX	22.987	21.455	22.000 - 23.000	22.050	23.000 - 24.000
Euro Stoxx 50	5.404	5.098	5.200 - 5.400	5.325	5.400 - 5.600
S&P500	5.639	6.175	6.000 - 6.200	6.500	6.300 - 6.400

¹⁾ Quelle für die Konsensprognosen: Bloomberg, Stand: 10.03.2025, Aktienmarktprognosen: Refinitiv, Stand: 25.02.2025

1. KONJUNKTUR

Die Welt in Zahlen – Konsensprognosen

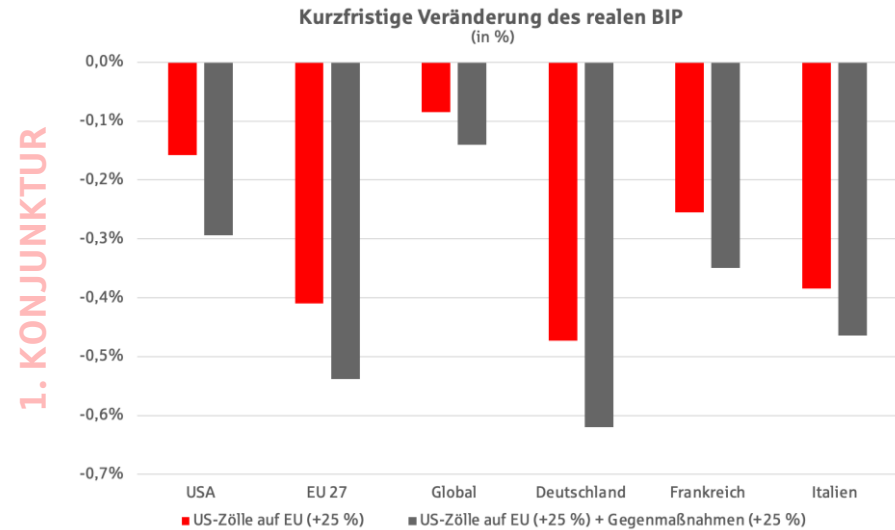
	2022	2023	2024	Konsensprognosen ¹⁾		Q1 2024	Q2 2024	Q3 2024	Q4 2024
	jeweils J/J			2025	2026	jeweils J/J			
BIP-Wachstum^{*)}									
Deutschland	1,4	-0,1	-0,2	0,3	1,0	-0,1	-0,2	-0,3	-0,2
Euro-Raum	3,6	0,5	0,8	0,9	1,2	0,5	0,6	1,0	1,2
USA	2,5	2,9	2,8	2,2	2,0	2,9	3,0	2,7	2,5
Japan	0,9	1,5	0,1	1,2	0,9	-0,8	-0,7	0,7	1,2
Inflation^{*)}									
Deutschland	6,9	6,0	2,3	2,2	1,9	2,5	2,3	1,9	2,3
Euro-Raum	8,4	5,4	2,4	2,1	1,9	2,6	2,5	2,2	2,2
USA	8,0	4,1	3,0	2,7	2,6	3,2	3,2	2,6	2,7
Japan	2,5	3,2	2,3	2,6	1,8	2,3	2,1	2,3	2,5

*) Veränderung ggü. Vorjahr ¹⁾ Quelle: Consensus Economics NV: Nicht verfügbar

Welt – Handelsstreitigkeiten eskalieren

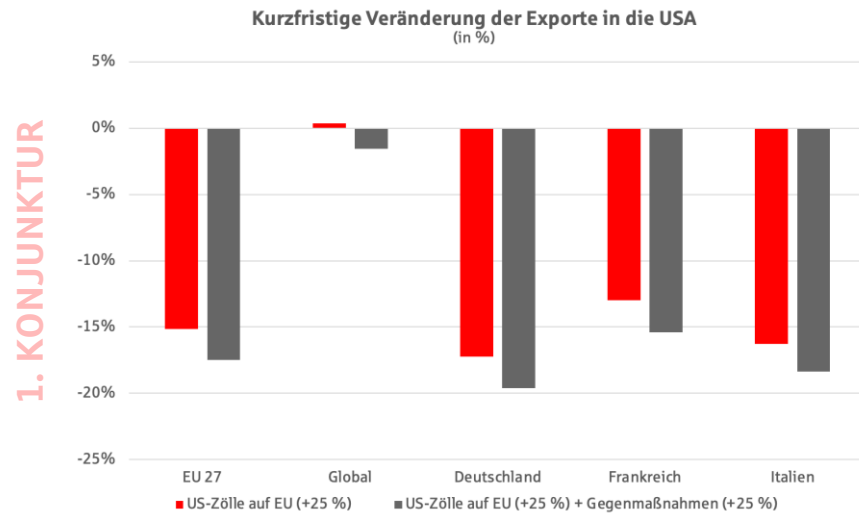
Die Seismografen der globalen Wirtschaftslage – die internationalen Kapitalmärkte – schlagen an. Die Börsen sind dafür bekannt, auf Indizien, die eine Schwächung der Wirtschaft erwarten lassen, sensibel zu reagieren. Hatten die Märkte in den ersten Wochen der zweiten Amtszeit von Donald Trump noch euphorisch reagiert und die angekündigten Unternehmenssteuersenkungen und Entbürokratisierungsmaßnahmen mit deutlichen Kursgewinnen quittiert, rückt nun zunehmend die Zollpolitik der US-Regierung in den Fokus. Und diese verspricht wenig Gutes. Mit durchaus harschen Worten haben Präsident Trump und seine Parteigänger Anfang März Strafzölle gegen die wichtigsten Handelspartner der USA – China, Kanada und Mexiko – in Kraft gesetzt. Und um ganz sicherzugehen, verdoppelten die USA in der zweiten Märzwoche die Zölle auf kanadische Eisen- und

Aluminiumimporte auf 50 %, nur um diese Ankündigung kurz danach wieder zurückzunehmen.



Laut einer Untersuchung des Instituts für Weltwirtschaft (IfW) würde ein US-Zoll von 25 % auf alle EU-Importe das Bruttoinlandsprodukt (BIP) der EU im ersten Jahr um etwa 0,4 % beeinträchtigen. In Deutschland wäre der Effekt mit einem Rückgang von 0,5 % des BIP noch stärker spürbar. Sollte die EU entsprechende Gegenmaßnahmen ergreifen, würde der BIP-Verlust um etwa 0,14 Prozentpunkte steigen. Für die USA würde dies zu einem BIP-Rückgang von etwa 0,16 % führen. Auch für die deutsche Wirtschaft wären die Folgen beträchtlich. Ein unilateraler Zoll von 25 % auf alle Importe würde das deutsche BIP im ersten Jahr um 0,47 % belasten. Reagiert Deutschland mit einem analogen Gegenzoll, wächst der BIP-Verlust sogar auf 0,62 %. Einmal mehr zeigt sich die hohe Anfälligkeit des exportlastigen deutschen Wachstumsmodells für geopolitische Spannungen. Die Kieler

Wirtschaftsforscher des IfW haben errechnet, dass die deutschen Ausfuhren in die USA in einem Szenario beidseitiger Zölle von 25 % um bis zu 20 % einbrechen könnten.



Uns treibt die Sorge um, dass dies den Beginn eines neuen Handelskrieges „Vereinigte Staaten gegen den Rest der Welt“ einläuten könnte und die liberale Weltordnung in ihrem Bestand gefährdet ist. Die Geschehnisse auf der Münchner Sicherheitskonferenz und der diplomatische Eklat im Weißen Haus zwischen dem US-Präsidenten Donald Trump und dem ukrainischen Präsidenten Wolodymyr Selenskyj unterstreichen, dass die USA das transatlantische Bündnis und die liberale Ordnung infrage stellen.

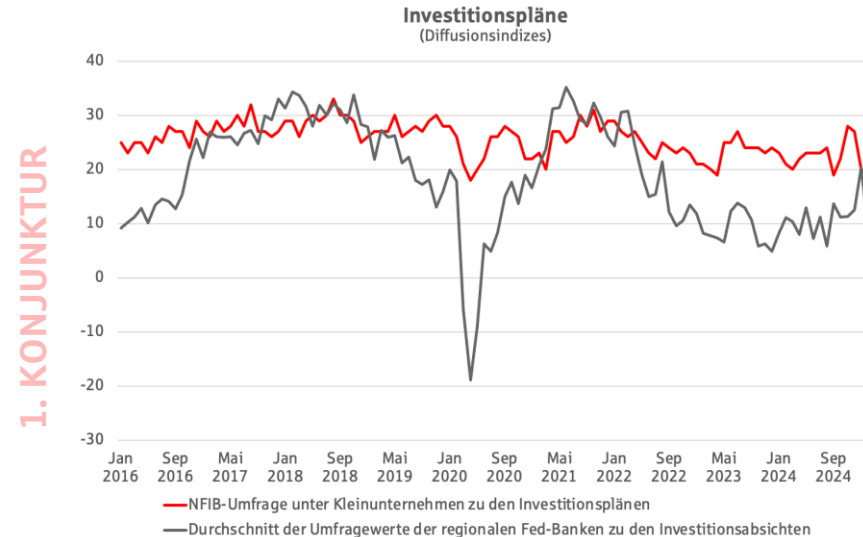
Während die liberale Weltordnung unter Druck gerät, bleibt unklar, welche neue Ordnung sie eigentlich ersetzen soll. Es erstaunt nicht wirklich, dass in einem solchen Umfeld die Kapitalmarktakteure an den internationalen Börsenplätzen auf der Suche nach Orientierung

mit erhöhter Nervosität reagieren, die in den letzten Tagen ihren Niederschlag in einer spürbaren Zunahme der Volatilität findet.

Fazit: Donald Trump streut mit seiner Zollpolitik Sand in das Getriebe der Weltwirtschaft

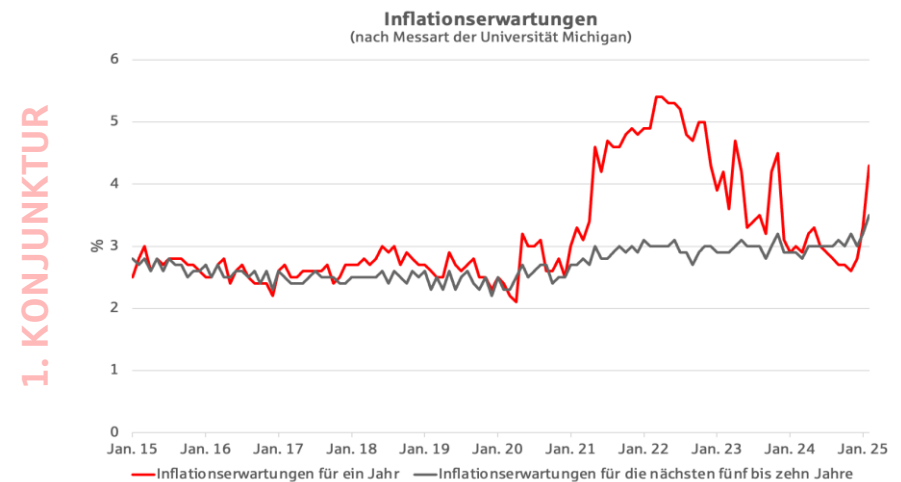
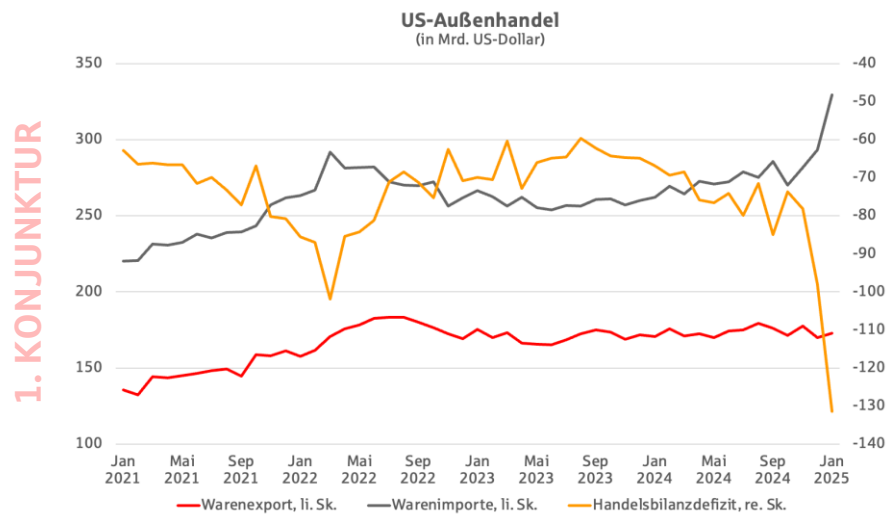
USA – Konjunkturrisiken nehmen zu

Reagierten die Unternehmen zunächst euphorisch auf den wirtschaftspolitischen Kurs von Donald Trump, der Steuersenkungen und Deregulierung versprach, macht sich nun eher Katerstimmung breit. Seit einiger Zeit rücken die inflationstreibenden Effekte und die damit einhergehenden wachstumsdämpfenden Auswirkungen der Politik von Trump in den Fokus.



Nachdem die Unternehmen in Vorfreude auf die zweite Amtszeit von Trump ihre Investitionspläne zunächst deutlich nach oben gefahren hatten, ist es nun zu einem Einbruch dieser Pläne gekommen. Gleichzeitig sind die US-Warenimporte zu Jahresbeginn kräftig gestiegen, da die Unternehmen im Vorfeld der Zolleinführungen ihre Lagerbestände an Vorleistungsgütern kräftig gefüllt haben. Damit ging eine spürbare Ausweitung des US-Handelsbilanzdefizites einher, sodass bei annähernd gleichbleibenden Exporten aktuell vom Außenbeitrag ein Dämpfungseffekt auf das Wirtschaftswachstum ausgeht.

Nahezu über die gesamte Verwendungsseite des Bruttoinlandsproduktes stehen die Zeichen auf Schwäche. An den Märkten kolportiert der eine oder andere sogar darüber, dass die US-Wirtschaft in nächster Zeit in eine Rezession abgleitet. So weit wollen wir nicht gehen, aber wir wollen nicht verschweigen, dass die Risiken für die größte Volkswirtschaft der Welt eindeutig auf der Unterseite liegen. Wir erwarten, dass die US-Volkswirtschaft in diesem Jahr um rund 2 % wachsen wird. Die jahresdurchschnittliche Inflationsrate sehen wir nunmehr bei 3,0 % und damit etwas höher als noch zu Jahresbeginn. Ursprünglich hatten wir eine Inflationsrate von 2,5 % prognostiziert.



Gleichzeitig ist der private Verbrauch im Januar eingebrochen. Zwar dürfte das schlechte Wetter eine Rolle gespielt haben, aber auch die Verunsicherung der Bevölkerung über den zukünftigen (handels-)politischen Kurs und die damit einhergehenden Inflationsrisiken dürften die Konsumlaune getrübt haben.

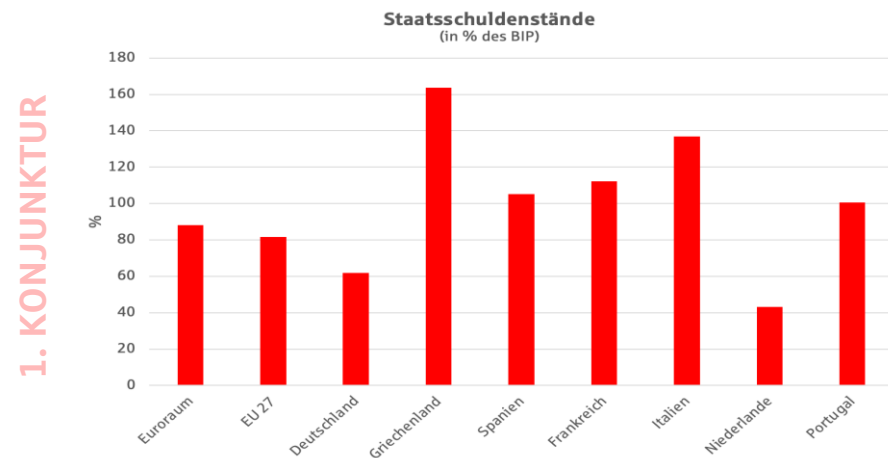
Fazit: Wir würden zwar nicht so weit gehen, dass die US-Wirtschaft in die Rezession abgleitet, aber eine Abschwächung des Wachstums zeichnet sich ab.

Deutschland – Beim Bundeshaushalt soll geklotzt und nicht gekleckert werden

Nicht nur in den USA lieferte die Politik reichlich Gesprächsstoff. Auch in Deutschland sorgte die Politik für viele Diskussionen. Union und SPD haben sich auf ein erstes Sondierungspapier geeinigt und angekündigt, ein Sondervermögen für die Infrastruktur zu bilden, das mit einem Volumen von 500 Milliarden Euro ausgestattet wird und eine Laufzeit von 10 Jahren hat. Gleichzeitig sollen die Verteidigungsausgaben erheblich ausgeweitet werden. Dafür ist geplant, die seit 2011 geltende Schuldenbremse für Verteidigungsausgaben auszusetzen – und zwar für alle Ausgaben, die über ein Prozent des Bruttoinlandsprodukts hinausgehen. Das wären derzeit rund 44 Milliarden Euro. Zum Vergleich: Der aktuelle Verteidigungsetat liegt bei etwa 53 Milliarden Euro.

Auch auf gesamteuropäischer Ebene sind zusätzliche Ausgaben geplant, um die Verteidigung zu stärken. Dafür soll erstens die nationale Ausweichklausel des Stabilitäts- und Wachstumspakts aktiviert werden. Dadurch können die Mitgliedstaaten ihre Verteidigungsausgaben erheblich erhöhen, ohne dabei das Verfahren bei einem übermäßigen Defizit einzuleiten. Zweitens soll ein Instrument geschaffen werden, das den Mitgliedstaaten Darlehen in Höhe von 150 Mrd. Euro für Investitionen im Verteidigungsbereich bereitstellt. Und drittens soll der EU-Haushalt genutzt werden, um die Verteidigungsfähigkeit Europas zu erhöhen. So sollen den Mitgliedstaaten zusätzliche Möglichkeiten und Anreize geschaffen werden, um die die kohäsionspolitischen Programme zur Erhöhung der Verteidigungsausgaben zu nutzen. Die Präsidentin der Europäischen Kommission von der Leyen geht davon aus, mit diesem sogenannten „ReArm Europe“-Programm fast 800 Mrd. EUR für ein sicheres und resilientes Europa mobilisieren zu können.

Die Europäer werden künftig die Hauptlast der konventionellen und eventuell auch der nuklearen Sicherung ihres Kontinents selbst tragen müssen. Auch Deutschland wird dazu seinen Beitrag leisten müssen. Vor diesem Hintergrund ist eine schnelle Steigerung des Verteidigungsbudgets unumgänglich. Dennoch muss kritisch angemerkt werden, dass die Pläne die finanzielle Stabilität der Europäischen Union gefährden. Die steigenden Zinsen auf Staatsanleihen könnten insbesondere hoch verschuldete Staaten wie Italien, Frankreich und Spanien (siehe Grafik rechts) belasten und deren Fähigkeit zur Finanzierung zusätzlicher Verteidigungsausgaben erschweren.



Ungeachtet dessen ist es zu begrüßen, dass sich CDU/CSU und SPD darauf geeinigt haben, zukünftig massiv in die Infrastruktur zu investieren. Deutschland lebt seit Jahrzehnten von seiner Substanz, da es an Investitionen in die staatliche Infrastruktur mangelt. Der Investitionsbedarf bei der Infrastruktur ist daher gewaltig. Der Bedarf hat sich in den vergangenen Jahrzehnten nach unterschiedlichen Berechnungen auf eine Höhe von rund 600 bis 800 Milliarden Euro kumuliert.

Der Investitionsstau resultiert vor allem daraus, dass der Staat in den vergangenen Jahrzehnten seine Mittel zunehmend konsumtiv verwendet hat. Die fehlenden Investitionen haben dazu geführt, dass der Kapitalstock und die Produktivität gesunken sind.

Eine gut entwickelte Infrastruktur senkt die Kosten für Unternehmen, fördert den Zugang zu Märkten und schafft eine Grundlage für Innovation und Wettbewerb. Daher ist Infrastruktur ein bedeutendes volkswirtschaftliches Vermögen. Eine wachsende Verschuldung zur Finanzierung einer zukunftsfähigen Infrastruktur ist daher nicht per se abzulehnen, schließlich steht der Verschuldung ein Vermögenswert gegenüber. Generationengerecht ist eine solche Verschuldung jedoch nur, wenn die Investitionen tatsächlich wachstumsfördernd sind. Solche Investitionen können zukünftige Einkommen steigern und die Kosten der Schulden ausgleichen.

Generationengerechte Staatsverschuldung erfordert daher eine strategische Ausrichtung auf Projekte mit langfristigem Nutzen und eine faire Verteilung der Lasten zwischen den Generationen. Nur wenn die Investitionen nachhaltig sind und ihre Erträge die Kosten übersteigen, können sie als gerecht gegenüber zukünftigen Generationen gelten.

Das arbeitnehmersnahe Wirtschaftsforschungsinstitut DIW kommt zu dem Ergebnis, dass bei einer zielgerichteten Verwendung des Sondervermögens die Wirtschaftsleistung im kommenden Jahr um etwa ein Prozent höher ausfallen und ab dem Jahr 2027 sogar um durchschnittlich mehr als zwei Prozent pro Jahr steigen könnte. Es fehlt jedoch eine Garantie, dass das Infrastruktur-Sondervermögen tatsächlich zusätzliche Investitionen finanziert und nicht bestehende Haushaltslücken füllt oder Wahlgeschenke ermöglicht. Wir sehen die positiven Wachstumseffekte daher deutlich skeptischer.

Die Frage, welche Infrastrukturen wachstumsrelevant sind, ist nämlich komplex. Politisch gesehen können viele Ausgaben als Investitionen bezeichnet werden, was die Definition schwierig macht. Es besteht daher das Risiko, dass die Schulden nicht für zukunftsorientierte Investitionen verwendet werden, sondern dazu dienen, Spielräume im Kernhaushalt zu schaffen. Wenn Schulden nicht in wachstumsfördernde Projekte investiert werden, haben sie aber i. d. R. negative Verteilungswirkungen. Die Rückzahlung wird dann teurer, ohne dass zusätzliche Einnahmen generiert werden, was zukünftige Generationen belastet.

Hinzu kommt, dass die Umverteilungslasten des Staates demografisch bedingt in den kommenden Jahren weiter zunehmen und der Finanzierungsspielraum für den Staat damit abnimmt. Die geplanten Infrastrukturinvestitionen müssen daher von weiteren Reformen begleitet werden, die zu einer nachhaltigen Ausweitung des Produktionspotenzials führen. Die deutsche Volkswirtschaft leidet unter strukturellen Problemen. Werden diese nicht beseitigt, lösen die Ausgaben allenfalls ein kurzfristiges „Strohfeuer“ aus, anstatt nachhaltiges Wachstum zu fördern.

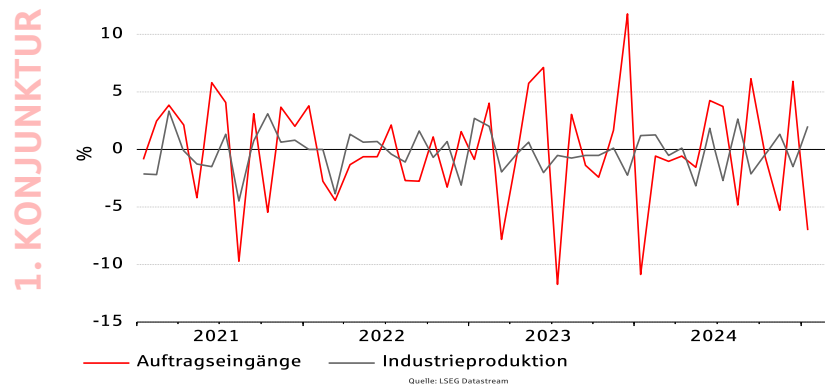
Die Sondierungsergebnisse bleiben in vielen Punkten sehr unkonkret. Man will die Mitte entlasten, die Digitalisierung vorantreiben und die Unternehmenssteuer reformieren. Doch wann und wie diese Projekte umgesetzt werden sollen, bleibt unerwähnt. Auch bei den Punkten Arbeitsmarkt und Sozialpolitik bleibt vieles vage und manches fehlt. Höhere Sozialabgaben bremsen dauerhaft die private Investitionstätigkeit aus, der private Konsum fällt immer weiter zurück. Damit die Wirtschaft wächst, braucht es strikte Ausgabendisziplin in den Sozialversicherungssystemen. Dies setzt aber umfassende Reformen des Sicherungssystems voraus. Durch die zusätzliche Möglichkeit, Schulden aufzunehmen, wird die Möglichkeit geschaffen, unangenehme Entscheidungen über Priorisierung und Einsparungen im Haushalt zu vermeiden. Dies führt dazu, dass notwendige Reformen wie die

Anpassung des Rentensystems oder die Reduzierung von Subventionen weniger dringlich erscheinen.

So sehr wir die Entscheidung begrüßen, die Infrastruktur modernisieren zu wollen, hätten wir es als vorteilhaft empfunden, wenn sich die Sondierer zunächst auf Reformen geeinigt und dann erst die Größe des Sondervermögens festgelegt hätten. Mit der gewählten Strategie wurde nun der zweite vor dem ersten Schritt gemacht. Kann sich die Politik jedoch auf Schulden stützen, wird sie in der Regel weniger motiviert, notwendige Reformen umzusetzen. Sollte die Erhöhung des Produktionspotenzials ausbleiben, besteht nun das Risiko, dass das Sondervermögen letztlich zu einer weiteren Belastung der Staatsfinanzen führt, anstatt positive Impulse zu setzen. Dies könnte langfristig die wirtschaftliche Stabilität gefährden und die finanziellen Belastungen für zukünftige Generationen erhöhen.

Deutschland: Auftragseingänge und Produktion

(Veränderung ggü. Vormonat in %)



Abschließend sei angemerkt, dass es ohnehin noch nicht sicher ist, ob das von der neuen Bundesregierung beschlossene Finanzpaket von Bundestag und Bundesrat mit einer 2/3-Mehrheit verabschiedet wird. Zudem scheint uns in der kurzen Frist die Handelspolitik von Donald Trump und ihre Auswirkungen für die deutsche Wirtschaft und die Eurolandwirtschaft von größerer Bedeutung. Die mittelfristigen positiven Wachstumseffekte des Finanzpakets stehen möglichen negativen Auswirkungen von Zöllen gegenüber. Letztere dürften schnell spürbar sein und eine ohnehin schwache Konjunktur belasten - wie die jüngsten deutschen Auftragseingänge mit einem Rückgang von 7% belegen.

Zum gegenwärtigen Zeitpunkt sehen wir keinen Handlungsbedarf bei unseren Prognosen und erwarten unverändert für die deutsche Volkswirtschaft ein Wachstum von 0,0 bis 0,5 % in diesem Jahr und für den Euroraum von 0,5 % bis 1,0 %. Auch an unserer Inflationsprognose von jahresdurchschnittlich 2,5 % für Deutschland und den Euroraum halten wir fest. Die Risiken für eine Abwärtsrevision der Wachstumsprognosen haben aber zugenommen und Revisionen nach unten sind vor allem dann vorzunehmen, wenn sich der US-Präsident weiter in Richtung eines entfesselten Trumps entsprechend unseres im Jahresausblick skizzierten Risikoszenarios bewegt.

Fazit: Das Szenario eines blutleeren Aufschwungs hat weiterhin Bestand. Die Inflationsprognosen für den Euroraum und Deutschland nehmen wir leicht zurück. Gleichwohl steckt mehr Wachstumspotenzial in den Sondierungsergebnissen für 2026 und darüber hinaus. Doch hierfür müssen erst die legislativen Hürden genommen werden.

2. GELDPOLITIK

Fed – Zinssenkungsspielraum schwindet

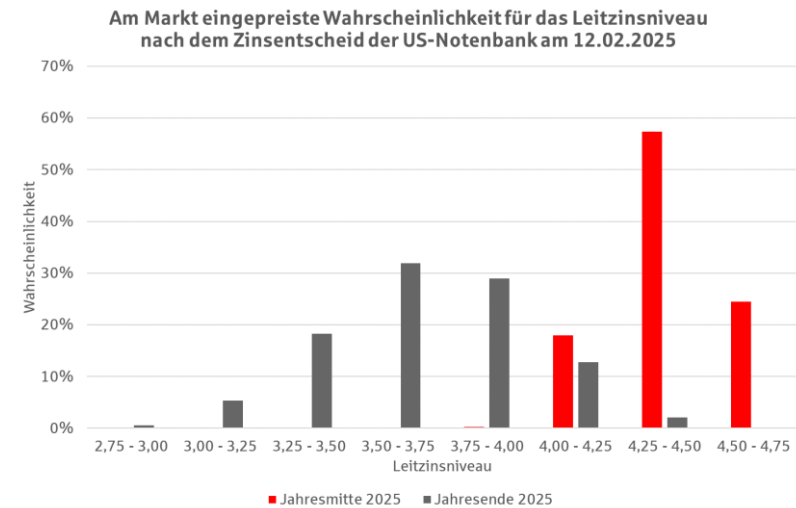
Wir hatten bereits darauf hingewiesen, dass sich Trump zunehmend in eine Richtung bewegt, die eine konsequentere Umsetzung seiner Ankündigungen im Wahlkampf in den Bereichen Wirtschafts-, Umwelt- und Handelspolitik erwarten lässt. Wir wollen noch nicht von einem entfesselten Trump sprechen, aber der von uns erhofften Rolle des „Meisters in der Kunst des Verhandelns“, der seine Wirtschaftspolitik deutlich gemäßiger im Vergleich zu seinen Ankündigungen in den Wahlkampfreden umsetzen wird, wird er immer weniger gerecht.

Sein wirtschaftspolitischer Kurs wirkt eindeutig inflationstreibend, was der Fed Sorgen bereiten dürfte. In diesem Umfeld spielt die Fed auf Zeit. Anpassungen am US-Leitzinsniveau werden somit noch etwas auf sich warten lassen. Für ein Abwarten spricht auch, dass noch nicht klar absehbar ist, wie und in welchem Umfang der wirtschaftspolitische Kurs von Donald Trump die Wachstumsdynamik dämpft. Unsere bisherige Prognose, dass die Fed in der ersten Jahreshälfte die Leitzinsen um 25 Basispunkte senkt, halten wir daher nun für überholt. Wir gehen nunmehr davon aus, dass die Fed mit der nächsten Zinssenkung um 25 Basispunkte bis zur zweiten Jahreshälfte wartet. Ob sich dann eine weitere Zinssenkung um 25 Basispunkte anschließt, hängt vom Einfluss des unstillen wirtschaftspolitischen Kurses von Trump auf Wachstum und Inflation ab. Wir halten an unserer Prognose von ein bis zwei Zinsschritten in diesem Jahr fest. Das obere Ende des Zielbands für die Fed Funds sollte damit am Jahresende bei 4,00 bis 4,25 % liegen.

Das Zeitfenster für Zinssenkungen sollte sich damit im Jahresverlauf 2025 zügiger schließen als derzeit an den Geldtermenmärkten eingepreist. Die Fed muss sorgfältig abwägen zwischen der Unterstützung

des Wirtschaftswachstums auf der einen Seite und der erneuten Anfeuerung des noch immer hohen unterliegenden Preisdrucks auf der anderen Seite, insbesondere angesichts der in Aussicht gestellten wirtschaftspolitischen Maßnahmen der Trump-Regierung.

2. GELDPOLITIK



Fazit: Das Inflationsumfeld bereitet den Notenbankern aktuell gewisse Sorgen. Die Fed dürfte daher vorerst auf Zeit spielen.

EZB – Nahe am Zinstief

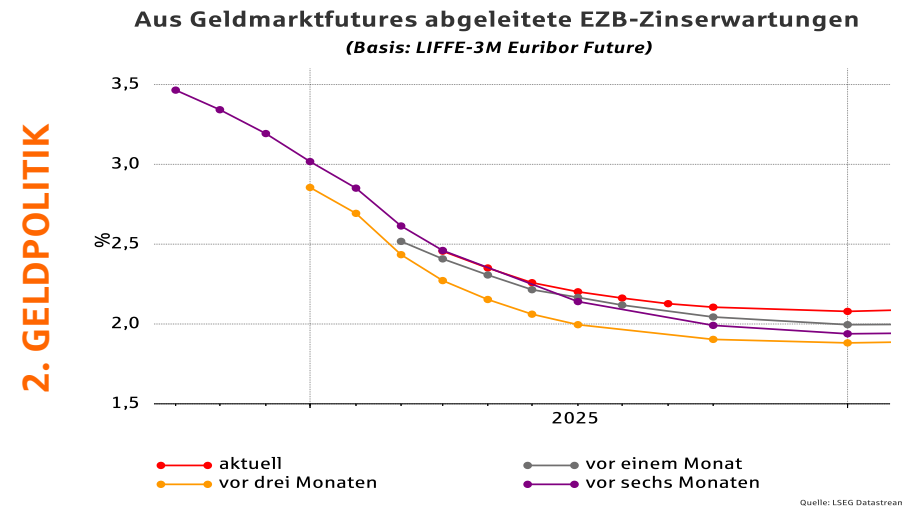
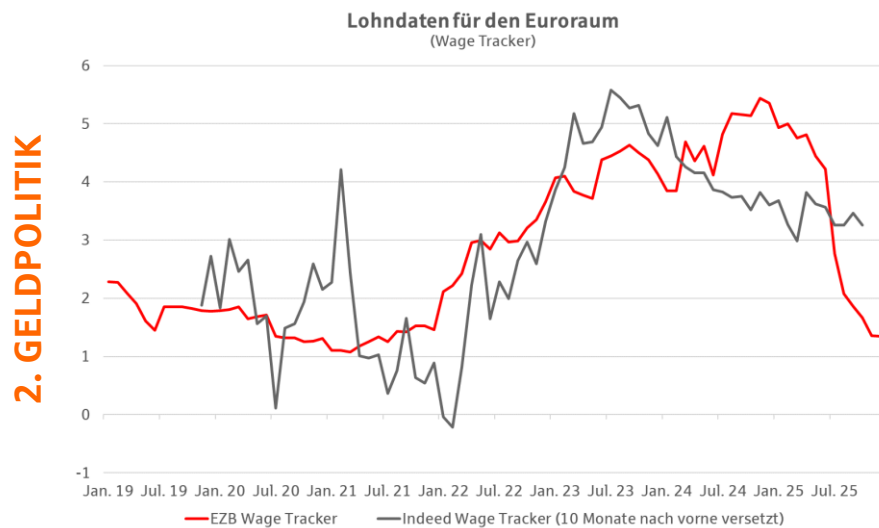
Die EZB hat im März die Leitzinsen wie erwartet um weitere 25 Basispunkte gesenkt. Seit dem Start des aktuellen Zinssenkungszyklus im Juni 2024 hat sie den Einlagesatz um 150 Basispunkte auf aktuell 2,50 % gesenkt. Die jüngste Entscheidung der EZB, die Zinsen zu senken, basiert auf der Annahme, dass der Disinflationprozess intakt ist.

Die Inflationsrate hat sich zuletzt weitgehend im Einklang mit den Prognosen der EZB bewegt. Dies hat die Währungshüter zuversichtlich gemacht, dass das Inflationsziel von 2,0 % in diesem Jahr erreicht werden kann.

Allerdings sind wir skeptisch, ob dies nachhaltig gelingen wird. Wir schließen nicht aus, dass die Inflationsrate temporär die 2-%-Marke erreicht, aber jahresdurchschnittlich sollte sie über dem Ziel der EZB liegen. Ein wichtiger Faktor ist die Entwicklung an der Lohnfront. Der von der EZB beobachtete Lohnindex, der sogenannte Wage Tracker, hat zwar zuletzt nachgelassen, aber Basiseffekte beeinflussen seine Aussagekraft. Um den tatsächlichen Lohnrend zu ermitteln, ist es sinnvoll, Einmalzahlungen auszuklammern. Betrachtet man den entsprechend korrigierten Wage Tracker, ist der Abwärtstrend flacher und deutet lediglich auf eine Abkühlung beim Lohnwachstum auf 3,0 % hin.

Alles in allem deutet sich zwar ein nachlassender Lohndruck im Euroraum an. Er wird aber sicherlich nicht so steil ausfallen, wie es der Wage Tracker der EZB suggeriert. Darauf weisen auch andere Lohnindikatoren hin. Ein Beispiel dafür ist das Lohnbarometer von Indeed, das systematisch Lohnangebote aus Stellenanzeigen auswertet. Der daraus ermittelte Indeed Wage Tracker läuft dem Lohnrend der Eurozone um knapp ein Jahr voraus (vgl. die obige Abbildung). Der Indikator beschrieb zuletzt einen flachen Abwärtstrend in Richtung 3,0 %.

Dieser Lohndruck steht nicht im Einklang mit dem Inflationsziel der EZB. Das Wachstum der Arbeitsproduktivität dürfte in den nächsten Jahren bestenfalls 0,5 % erreichen, was bedeutet, dass die Lohnstückkosten um etwa 2,5 % steigen könnten. Preisüberwälzungen in dieser Größenordnung sind daher sehr wahrscheinlich. Für die EZB wird es demnach schwierig, das Inflationsziel von 2,0 % in den nächsten Jahren zu verteidigen.



Erwähnenswert ist in diesem Kontext, dass die EZB ihre Vorstellungen über den neutralen Zins präzisiert hat. Im Median liegt dieser bei 2 %, mit einem Bereich von 1,75 % bis 2,25 %. Zuvor wurde der neutrale Zins in einer Bandbreite zwischen 2 % und 3 % verortet. Die wichtigste Änderung im Statement zum Zinsentscheid besteht darin, unter Beachtung dieses Umstandes, dass der geldpolitische Kurs nun als „deutlich weniger restriktiv“ beschrieben wird, was bedeutet, dass sich die EZB dem Zinsniveau zu nähern scheint, das als angemessen oder neutral (weder expansiv noch restriktiv) betrachtet werden könnte. Wir werten den neu aufgenommenen Hinweis im Statement als Zeichen für Überlegungen in Richtung Temporeduktion im aktuellen Zinssenkungszyklus und für ein nahes Ende dieses Zyklus.

Wir gehen davon aus, dass die EZB bis auf Weiteres auf Sicht fährt. Verständlich, wenn man sich das aktuelle Umfeld anschaut. Die Neuausrichtung der US-Politik unter Präsident Trump sorgt für Unsicherheit. Zudem dürften höhere Verteidigungsausgaben in Europa, insbesondere in Deutschland, in den kommenden Jahren die öffentlichen Haushalte belasten. Gleichzeitig könnten verstärkte Investitionen in Verteidigung und Infrastruktur das Wirtschaftswachstum fördern, während globale Handelskonflikte die wirtschaftlichen Perspektiven eintrüben. Diese unterschiedlichen Faktoren haben auch Auswirkungen auf die Inflation: Höhere Schulden und Zölle könnten den Teuerungsdruck verstärken, während wachstumshemmende Einflüsse den Inflationsdruck dämpfen könnten. Gleichzeitig steigt mit zunehmender Staatsverschuldung der Aufwärtsdruck auf das Renditeniveau. Für die EZB ergeben sich daraus erhebliche Herausforderungen. Wir wollen nicht ausschließen, dass nach der Zinssenkung im März im weiteren Jahresverlauf noch ein bis zwei weitere Schritte folgen könnten. Der zukünftige geldpolitische Kurs gleicht jedoch einem Drahtseilakt, denn die Geldpolitik darf nicht weiter Gas geben, wenn die Fiskalpolitik auf Lockerungsmodus umschaltet. Vor diesem Hintergrund reduzieren wir unsere Leitzinsprognose für die Jahresmitte von zuvor 2,5

% auf eine Spannweite von 2,00 bis 2,50 %. An unserer Jahresendprognose von 2,00 bis 2,50 % halten wir fest.

Fazit: Die EZB dürfte sich in der Nähe des Tiefpunktes des aktuellen Zinssenkungszyklus befinden. Neben dem strukturell bedingten Druck in der Inflationspipeline erschweren die jüngsten Ankündigungen großer Fiskalpakete in Deutschland, aber auch auf EU-Ebene, die Geldpolitik der EZB.

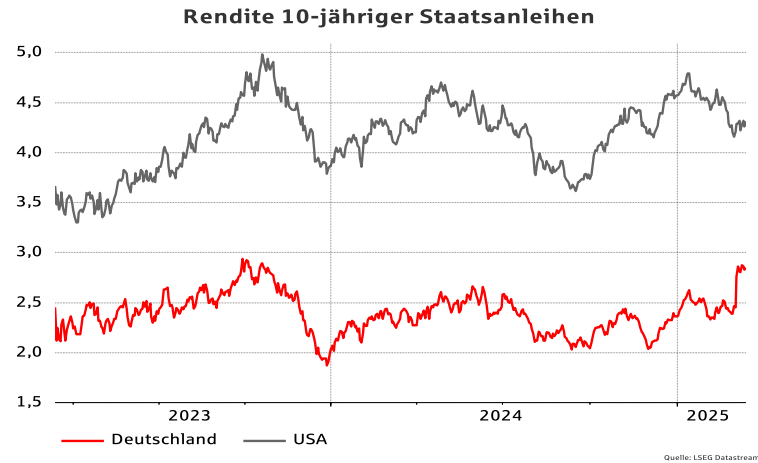
3. ZINSEN & WÄHRUNGEN

Politik schüttelt die Rentenmärkte durch

Volatilität prägte das Bild an den Rentenmärkten seit Jahresanfang. Auf der einen Seite sorgte der unstete wirtschaftspolitische Kurs von Donald Trump temporär immer wieder für heftige Ausschläge an den Rentenmärkten. Auf der anderen Seite führten die riesigen, in Aussicht gestellten Fiskalpakete in Deutschland und auf EU-Ebene zu hektischem Treiben an den Märkten.

Die Aussicht auf neue Schulden in Milliardenhöhe hat zu einem spürbaren Anstieg der Renditen von Bundesanleihen geführt. Die zehnjährigen Bundesanleihen zeigten temporär eine Rendite von bis zu 2,93 %. Kurz vor der Ankündigung des deutschen Fiskalpakets lag die Rendite noch unter 2,50 %. Der Renditeanstieg am Tag der Ankündigung war der stärkste seit der deutschen Wiedervereinigung im Jahr 1990. Ein deutlicher Anstieg der Effektivverzinsung war auch bei Staatsanleihen anderer Eurostaaten zu beobachten. Gerade die Staatspapiere hoch verschuldeter Euroländer kamen deutlich unter Druck.

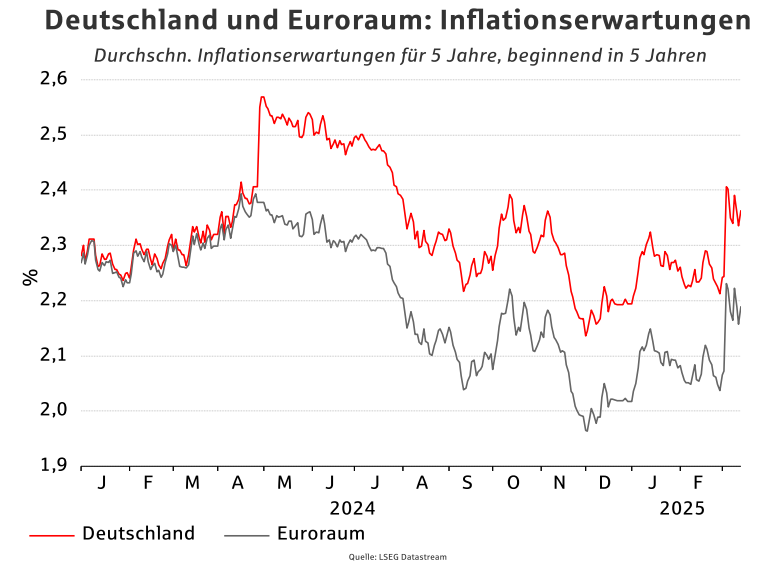
3. ZINSEN & WÄHRUNGEN



Die Dynamik am Markt für Staatsanleihen wird durch zwei wesentliche Faktoren beeinflusst. Erstens werden Deutschland und andere Euro-länder voraussichtlich ihre Anleiheemissionen in den kommenden Jahren erheblich ausweiten, was den bereits expandierenden Markt weiter belastet. So ist beispielsweise das Volumen der ausstehenden US-Staatsanleihen in den vergangenen fünf Jahren um fast 70 % gestiegen und das Volumen der Staatsanleihen aus Ländern des Euroraums um immerhin 40 %. Gleichzeitig reduzieren die europäischen Zentralbanken und die Federal Reserve ihre Anleihenbestände, was den Druck auf den Markt erhöht.

Zweitens dürften die in Aussicht gestellten Investitionen in Verteidigung und Infrastruktur Wachstumshoffnungen genährt haben, was gleichzeitig Inflationssorgen weckt. Der deutliche Anstieg der Inflationserwartungen im Euroraum unterstreicht diese Einschätzung.

3. ZINSEN & WÄHRUNGEN



Wir gehen davon aus, dass sich der jüngste Renditeanstieg bei Bundesanleihen nicht fortsetzen wird. In unserem Konjunkturteil hatten wir bereits darauf hingewiesen, dass kurzfristig für Investoren ebenso wie für die deutsche Wirtschaft die Trump'sche Handelspolitik wichtiger ist. Erst mittelfristig zu erwartenden positiven Wachstumseffekten des Finanzpakets stehen negative Effekte von möglichen Zöllen gegenüber. Ein weiterer deutlicher Renditeanstieg sollte zudem die EZB auf den Plan rufen, die mit geldpolitischen Maßnahmen einer solchen Entwicklung entgegenwirken dürfte.

Zudem gilt es zu bedenken, dass die Staatsverschuldung in Deutschland zwar steigen wird, angesichts eines Schuldenstandes von aktuell 63 % in Relation zum BIP und eines möglichen Anstiegs in Richtung 70 bis 80 % in den nächsten Jahren bewegt sich Deutschland im internationalen Vergleich immer noch auf einem moderaten Niveau. Wir

gehen daher nicht davon aus, dass die Bonität Deutschlands und das AAA-Rating durch die geplanten Maßnahmen in Gefahr sind.

Klar ist aber auch, dass die Aussicht auf ein anziehendes Wachstum bei zielführenden Infrastrukturinvestitionen, strukturell bedingt höheren Inflationsraten und einem steigenden Angebot an Staatsanleihen mit einem latenten Aufwärtsdruck auf die Renditen deutscher Bundesanleihen einhergeht. Wir gehen davon aus, dass die Volatilität der Renditen fortbesteht, und zwar auf einem höheren Niveau. Aufgrund der neuen Marktbedingungen haben wir unsere Renditeprognosen um etwa einen Viertelprozentpunkt angepasst und erwarten nun, dass die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen zur Jahresmitte und zum Jahresende bei 2,50 bis 3,00 % liegt. Die Zinsstrukturkurve

Wechselkursentwicklung: US-Dollar je Euro



dürfte damit etwas steiler als ursprünglich prognostiziert werden.

Als positiv könnte sich die abzeichnende höhere Staatsverschuldung für Unternehmensanleihen erweisen. Anders als bei den Staaten zeichnet sich bei den Unternehmen keine strukturell höhere Verschuldung ab. Damit nimmt die relative Attraktivität von

Unternehmensanleihen im Vergleich zu Staatsanleihen zu. Alles in allem sehen wir weiterhin für Unternehmensanleihen im Investment-grade-Segment ein attraktives Chance-Risiko-Profil und empfehlen bei entsprechender Risikoneigung eine Beimischung in einem gut diversifizierten Portfolio. Wir wollen aber nicht verschweigen, dass die zukünftige Handelspolitik von Donald Trump einen bedeutenden Risikofaktor darstellt.

Fazit: Die Aussicht auf ein anziehendes Wachstum bei zielführenden Infrastrukturinvestitionen, strukturell bedingt höheren Inflationsraten und einem steigenden Angebot an Staatsanleihen geht mit einem latenten Aufwärtsdruck auf die Renditen von Staatspapieren einher.

US-Dollar – Trotz der jüngst gewonnenen Zuversicht dürfte der Euro noch nennenswerten Gegenwind verkraften müssen

Der Euro hat mit der Bekanntgabe der geplanten Fiskalpakete in Deutschland und auf EU-Ebene kräftig gegenüber dem US-Dollar zugelegt. Maßgeblich für diese Aufwertung ist die sich zu Gunsten des Euro einengende Zinsdifferenz zwischen den USA und dem Euroraum. Hinzu kommen die US-Wachstums- und Inflations Sorgen, die mit der harschen Zollpolitik von Donald Trump einhergehen. Gleichzeitig sind im Euroraum Wachstumshoffnungen aufgekeimt.

Wir wollen nicht ausschließen, dass der EUR-USD-Kurs nach seinem rasanten Anstieg in der kurzen Frist wieder etwas zurückkommt. Uns scheinen die Wachstumshoffnungen, die mit den Fiskalpaketen verbunden sind, etwas zu euphorisch. Erstens bleibt abzuwarten, wofür die Milliarden ausgegeben werden, und zweitens möchten wir daran

erinnern, dass die Erfahrungen mit dem Bundeswehr-Sondervermögen gezeigt haben, dass es Deutschland nicht immer leicht fällt, derartige Summen in effektive Nachfrage umzusetzen. Wachstumsfördernde Effekte aus den Ausgabenprogrammen sind darüber hinaus vermutlich erst im späteren Jahresverlauf zu erwarten.

Temporäre Rücksetzer beim EUR-USD-Kurs sind auch vor dem Hintergrund von Zolldrohungen der USA und der angespannten geopolitischen Lage gewiss nicht auszuschließen. Ungeachtet dessen bleiben wir zuversichtlich, dass sich der Euro gegenüber dem US-Dollar mit Blick auf das Jahresende auf einem Niveau von 1,08 bis 1,13 etablieren kann. Einen Revisionsbedarf bei unserer EUR-USD-Kursprognose sehen wir demnach nicht.

Für den Euro spricht, dass die US-Regierung offen kommuniziert, dass sie einen schwachen US-Dollar bevorzugt. Zudem spielt die Staatsverschuldungssituation in den USA dem Euro zu. Zwar steigt auch in Europa die Staatsverschuldung, aber im Vergleich zu den USA eher moderat. Die Europäische Union hat als Ganzes betrachtet kein ausgeprägtes Verschuldungsproblem. Die durchschnittliche Schuldenquote beträgt 81 % des Bruttoinlandsprodukts bei einem Haushaltsdefizit von 2,9 %, im Vergleich zu über 121 % und 7,5 % in den USA. Wir wollen natürlich nicht verschweigen, dass es auch in Europa einige Ausreißer wie beispielsweise Frankreich oder Italien gibt. Zudem dürfte in den nächsten Jahren nach Expertenschätzungen die Verschuldung in den USA stärker expandieren als in Europa. Die hohen Defizite und die steigenden Zinszahlungen für die US-Staatsverschuldung schränken auf Dauer die Fähigkeit der US-Regierung ein, effektiv auf wirtschaftliche Herausforderungen zu reagieren.

Hinzu kommt die Zwillingsdefizit-Problematik in den USA, denn nicht nur der Staatshaushalt weist ein Defizit auf, sondern auch die Leistungsbilanz. Wir können uns nur schwer vorstellen, dass die US-Zollpolitik die Leistungsbilanzsituation dauerhaft verbessert. Donald

Trump hat mehrfach zum Ausdruck gebracht, dass er den US-Dollar unangefochten als Weltreservewährung versteht. Hält er an diesem Wunsch fest, muss er akzeptieren, dass die USA zur Befriedigung der globalen Nachfrage nach US-Dollar als Reservewährung eine ausreichende Menge an US-Dollar in den internationalen Markt bringen müssen. Dies erfordert, dass die USA mehr importieren als exportieren, was zu einem US-Dollarabfluss und damit einem Defizit in der US-Handelsbilanz führt.

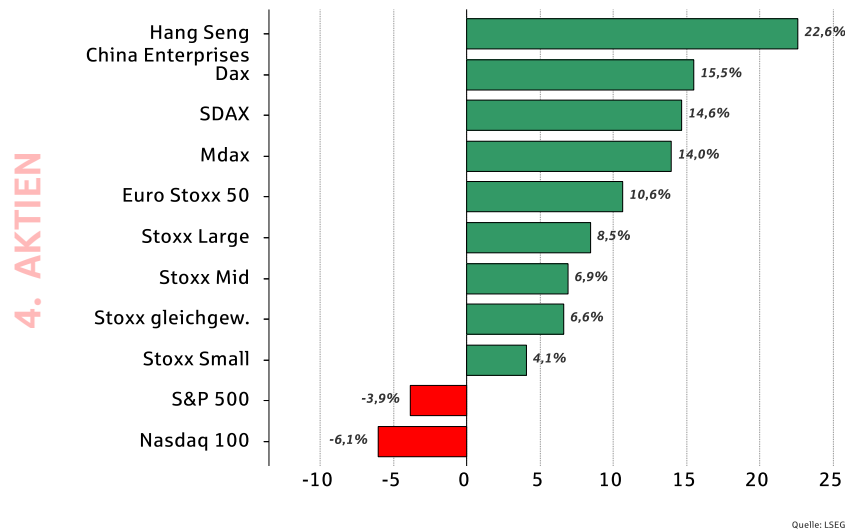
Auf der anderen Seite ist es wenig wahrscheinlich, dass der Euro seinen Aufwertungskurs ungebremst fortsetzt. Die US-Wirtschaft sollte auch 2025 stärker wachsen als der Euroraum, was den US-Dollar stärkt. Ferner dürften die drohenden US-Einfuhrzölle ausländische Direktinvestitionen attraktiver machen, was ebenfalls den Greenback stärkt. Zu guter Letzt sei angemerkt, dass nicht davon auszugehen ist, dass sich die Zinsdifferenz weiter zu Gunsten des Euroraums entwickelt.

Fazit: Wir bleiben zuversichtlich, dass sich der Euro ggü. dem US-Dollar mit Blick auf das Jahresende auf einem Niveau von 1,08 bis 1,13 etablieren kann.

4. AKTIEN

Aus MAGA wird MEGA

2025: Performance Aktienmärkte und Segmente
(seit Jahresanfang, lokal)



Wer hätte das gedacht? Der 47. Präsident der USA – Donald Trump – lässt die europäischen Börsen erblühen. Vor dem Jahreswechsel folgten die Marktteilnehmer noch der Losung des US-Präsidenten im Wahlkampf: Make America Great Again (MAGA). Das Thema schlechthin war die Ausnahmestellung der US-Börsen mit einer noch nie dagewesenen Dominanz der USA im Weltindex sowie der vermeintlichen Unerschütterlichkeit der glorreichen Sieben. Doch im neuen Jahr folgte der „Sputnik“-Moment im Bereich der Künstlichen Intelligenz (Chinas Alternative Deepseek) und die (beinahe) grenzenlose

Fantasie für die US-Technologietitel schlug in Ernüchterung um. Wer jetzt gedacht hätte, dass die europäischen Börsen angesichts des amerikanischen Schnupfens eine Grippe erleiden würden, wurde jedoch eines Besseren belehrt. Der Dax legte den zweitbesten Jahresauftakt in seiner Geschichte aufs Parkett und der Euro Stoxx 50 erklimmte nach 25 Jahren ein neues Allzeithoch. Aus MAGA wird MEGA – Make Europe Great Again?

Bei aller Euphorie müssen wir ein bisschen Wasser in den Wein gießen. Es stellt sich schon die Frage, ob wir es mit Herdentrieb oder Schwarmintelligenz zu tun haben. Die Börsen nehmen die Zukunft vorweg und sicherlich ist etwas dran, dass sie zumeist ein gutes Gespür für die künftige Entwicklung haben (Schwarmintelligenz). Wie wir aus der verhaltensorientierten Kapitalmarktforschung jedoch ebenso wissen, zeigen die Börsen regelmäßig auch Herdentriebsverhalten – ansonsten wären die Blasen und tiefen Baissen der Vergangenheit nicht zu erklären.

Mit Blick auf die hohe Bewertung der US-Börsen stellte sich die Frage, ob nicht zu viele der positiven Aspekte der republikanischen Agenda im Kursniveau vorweggenommen und die Widersprüche aus der Handelspolitik ausgeblendet wurden. Das Hin und Her verstimmt mittlerweile nicht nur die Märkte, sondern auch Unternehmer und Bürger in den USA. Da wir die Sorgen vor einer US-Rezession für übertrieben halten und weiter darauf setzen, dass am Ende Verhandlungslösungen wahrscheinlicher sind als ausgeprägte Handelskriege, überwiegt bei uns die Zuversicht, dass die US-Börse eine gesunde Konsolidierung durchläuft – nicht mehr, nicht weniger. Insofern kann es nicht schaden, wenn die Stimmung der Herde rechtzeitig abkühlt, bevor es wirklich brenzlich für den Börsenausblick geworden wäre.

Mit Blick auf die europäischen Börsen vermuten wir jedoch mehr Schwarmintelligenz als Herdentrieb, weil die überraschende Outperformance noch in den Anfängen steckt. Zur Einordnung: In den 90er-

Jahren bis zur Finanzkrise begegneten sich europäische und amerikanische Börsen auf Augenhöhe. Seit dem Jahr 2007 (Anfänge der Finanzkrise) zeigt sich jedoch eine langanhaltende Phase der Outperformance der US-Börse gegenüber Europa. Gemessen am Stoxx 600 konnten sich die europäischen Börsen bestenfalls 1-2 Quartale positiv absetzen. Eine ähnlich starke Divergenz wie aktuell gab es zuletzt im ersten Quartal 2015.

Die jüngste Phase der europäischen Outperformance wird u. E. derzeit (noch) mehr von Hoffnungen als von Substanz angetrieben. Dies sieht man z. B. an der Ausweitung der Bewertungsvielfachen seit Jahresanfang, ohne dass sich die Gewinnschätzungen für 2025/2026 bereits wesentlich verändert hätten. Zum Jahreswechsel fehlte es nicht an Günstigkeit der europäischen Börsen, aber an Vertrauen in die Zukunft (Stichwort: Mangelnde Wettbewerbsfähigkeit der EU). Hier ist durch die veränderte Schwerpunktbildung der neuen EU-Kommission und die Aussicht auf einen wirtschaftspolitischen Kurswechsel einer neuen Bundesregierung eine veränderte Wahrnehmung spürbar. Doch bis auf Absichtserklärungen ist legislativ noch nicht viel passiert. Es sind einige Hürden zu überwinden, damit aus Hoffnung Wirklichkeit wird. Zumindest scheint der „Weckruf“ angekommen zu sein, dass man im geostrategischen Schachspiel die Herausforderungen der neuen US-Administration am besten mit eigener Stärke meistert. Gleiches ist bezüglich China zu beobachten, weshalb auch die asiatischen Börsen nicht so sehr unter dem amerikanischen Schnupfen leiden, wie es ansonsten i. d. R. der Fall gewesen wäre. Für den allgemeinen Ausblick ist das eine gute Nachricht. Wenn die Anleger tatsächlich Vertrauen fassen, dass sich auch außerhalb der USA wieder Perspektiven auftun, dann steht einem ordentlichen Börsenjahr wenig im Weg, weil es letztlich auch der US-Börse nützt. Die Robustheit der Börsenschwergewichte erklärt sich ja gerade durch ihren international ausgewogeneren Umsatzmix und eine widerstandsfähige Weltwirtschaft. Wenn sich die Binnenperspektiven in Europa und China aufhellen, dann trägt dies den Börsenaufschwung in die Breite, so wie es in der Eingangsgrafik für verschiedene europäische Segmente bereits

zu erkennen ist. Doch alles steht unter dem Vorbehalt, dass die amerikanische Handelspolitik die aufblühenden Keime nicht erstickt und Absichtserklärungen in Europa/China Taten werden.

Fazit Aktienmärkte (global): Die von den USA ausgehende Verunsicherung der Börsen werten wir als gesunde Konsolidierungsphase und nicht als Beginn einer größeren Abwärtsbewegung. Positiv stimmen uns hier die mittlerweile verbesserte regionale und sektorale Breite sowie eventuell wirtschaftsfreundliche Impulse seitens Europas und Chinas.

Aktien Europa – Geht ein Ruck durchs Land?

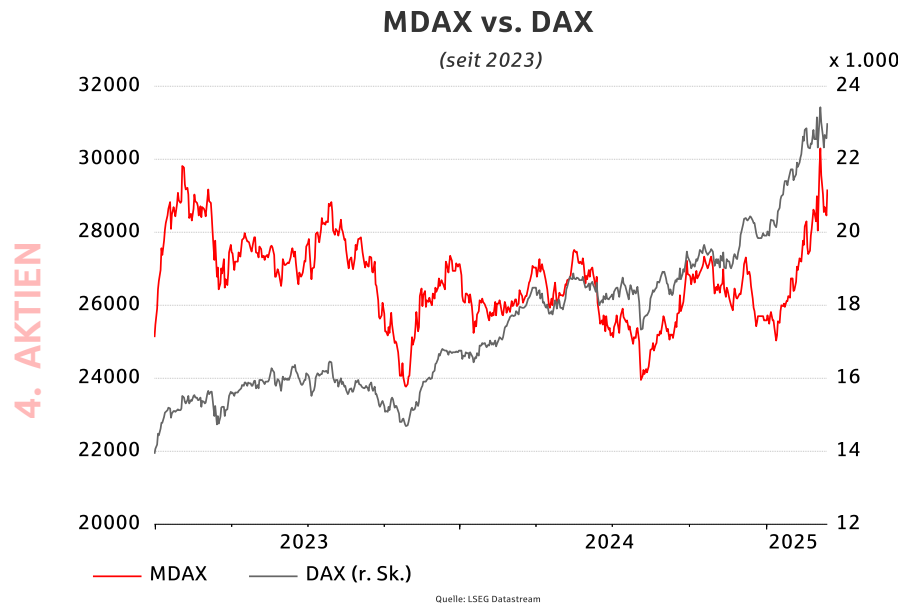
Mit ihrem überraschend starken Jahresauftakt haben die europäischen Börsen nahezu alle Experten überrascht. Der Dax konnte Tausender um Tausender überwinden und neue historische Bestmarken markieren. Und auch dem Euro Stoxx 50 gelang es, nach einem Vierteljahrhundert die noch aus der TMT-Blase stammende Bestmarke zu überwinden. Dafür verantwortlich waren viele kleine Puzzleteile, die sich günstig zusammengefügt hatten. Von einer spürbaren Belebung ist die Euroland-Konjunktur noch ein gutes Stück entfernt, aber eine Stabilisierung war erkennbar und die Frühindikatoren deuten in die richtige Richtung. Vor allem sind die Daten, wie sich am Saldo der ökonomischen Überraschungen ablesen lässt, in den letzten Monaten mehrheitlich besser als erwartet ausgefallen. Rückenwind kam des Weiteren von einer sehr soliden Berichtssaison für das Schlussquartal und auch die EZB hat bis zuletzt mit ihren Zinssenkungen zur guten Stimmung am Aktienmarkt beigetragen. Und so ist man in den ersten Wochen des Jahres die sprichwörtliche „wall of worry“, die „Mauer der Angst“ entlang immer höher geklettert. Denn eigentlich ist man

angesichts der Neubesetzung im Weißen Haus mit einem unguten Gefühl ins neue Jahr gestartet. Doch auch aus Washington wehte der Gegenwind in Form von neuen Zöllen zunächst nur schwach.

Doch mit den gemäßigten Zeiten ist es jetzt scheinbar vorbei. Abseits der handelspolitisch härteren Gangart, die sich in einer ganzen Reihe von Zollankündigungen gegen die Nachbarländer Mexiko und Kanada sowie China und Europa ausdrückt, hat sich das Bild vor allem in puncto Sicherheitspolitik nach der Eskalation im Weißen Haus zwischen dem ukrainischen Präsidenten Selenskyj und Donald Trump dramatisch geändert. Es begleitet uns schon seit längerem, dass die europäischen Länder perspektivisch mehr in ihre Verteidigung investieren müssen und nach den Vorfällen im Weißen Haus möglicherweise mehr und schneller als bislang gedacht. Denn inwieweit die USA die Ukraine und Europa in Zukunft weiter militärisch unterstützen, ist höchst unklar. Die Börsen reagierten auf den Eklat in Erwartung steigender Rüstungsausgaben mit weiteren Zugewinnen und diese Erwartung wurde wenig später durch die Ankündigung aus der deutschen Politik bestätigt und sogar noch durch die Ankündigung milliardenschwerer Investitionen in Infrastruktur flankiert (Details im Konjunkturteil).

Die Märkte haben die Ankündigung zunächst mit Kursgewinnen quittiert und abseits der kurzfristigen Reaktion dürften die Maßnahmen auch auf mittlere und lange Sicht an der Börse auf fruchtbaren Boden fallen. Dies allerdings nicht ganz ohne Einschränkungen, zu denen wir am Ende kommen. Zunächst einmal geht mit dem fiskalischen Impuls eine Verstärkung des Wachstums einher, welches sich im Unternehmenssektor in zunehmendem Gewinnwachstum ausdrücken sollte. Das entschlossene Handeln der Politik und die sich aufhellenden Wachstumsperspektiven erlauben ein höheres Maß an Zuversicht, welches sich an den Aktienmärkten in der Regel dadurch auszeichnet, dass eine Bewertung oberhalb des historischen Mittels zugestanden wird. Noch entscheidender könnte die veränderte Wahrnehmung

Deutschlands (als kranker Mann Europas) und Europas als Ganzes unter internationalen Investoren sein. Diese haben in den letzten Jahren dem alten Kontinent den Rücken gekehrt und Kapital abgezogen. Dieser Trend hat zuletzt mit Nachdruck gedreht. Im längeren Bild bleibt indes noch viel Raum für weitere Zuflüsse, die durch vielversprechende Perspektiven wie zunehmendes Wachstum und Reformbereitschaft angelockt werden könnten. Auch unter der Oberfläche hat sich etwas getan. In den letzten Jahren war es die internationale Ausrichtung der Dax-Schwergewichte, die trotz Rezession vor Ort dem deutschen Leitindex eine stattliche Wertentwicklung ermöglichte. Gleiches blieb der zweiten und dritten Reihe verwehrt, weil hier aufgrund des stärkeren Inlandsfokus die Wirtschaftsschwäche stärker ins Gewicht fiel. Es liegt auf der Hand, dass dieses Segment überdurchschnittlich von einer Belebung des Binnenwachstums profitieren würde. Die jüngste Entwicklung hat daher auch zu starken Kurszuwächsen in der zweiten Reihe geführt. Dennoch hat beispielsweise der Mdax anders als der Dax sein historisches Bewertungsmittel noch nicht überschritten, sodass auch ohne die vorangegangenen Überlegungen zu einer Bewertungsausdehnung noch Luft bleibt. Auch auf andere Stilfaktoren haben sich die jüngsten Geschehnisse ausgewirkt – Value gewann gegenüber Growth an Beliebtheit und auch Zyklischer gegenüber Defensiven.



Im Gegensatz zum Dax waren die letzten Jahre des MDax enttäuschend. Die jüngsten Entwicklungen machen Hoffnung auf Besserung.

Man kann also zusammenfassen, dass sich durch die geplante Erhöhung der Verteidigungs- und Infrastrukturinvestitionen die Perspektiven vor allem auf mittlere und lange Sicht verbessert haben. Eine Belebung der für Europa wichtigen chinesischen Volkswirtschaft und ein dauerhaftes Ende der Kampfhandlungen in der Ukraine würden den Trend weiter verstärken. Gerade letzteres scheint derzeit noch nicht konkret und auch mit Blick auf die vorgegangenen Überlegungen zur sog. „Merz-Bazooka“, die hier im Fokus stehen sollen, bleiben noch

Konjunktive. Zu nennen ist hier die ausstehende Grundgesetzänderung, die Frage, welche konkreten Vorhaben unternommen und ob sie auf der Zeitachse effizient umgesetzt werden und das idealerweise ohne über das neue Geld die Strukturreformen zu vergessen. Abseits dessen haben die Märkte auf die geänderte Gemengelage mit deutlichen Kurszuwächsen reagiert, obwohl die Auswirkungen auf Gewinne und Wachstum erst mit Zeitverzug wirksam werden dürften. Hingegen droht am aktuellen Rand das Thema Handelspolitik die Stimmung einzutrüben.

Fazit: Eine Konsolidierungsphase mit wieder stärkeren Schwankungen, wie in den letzten Tagen bereits gesehen, ist somit kurzfristig wahrscheinlich. Mit längerem Horizont gehen wir trotz der Konjunktive von einer Verbesserung des Umfeldes aus.

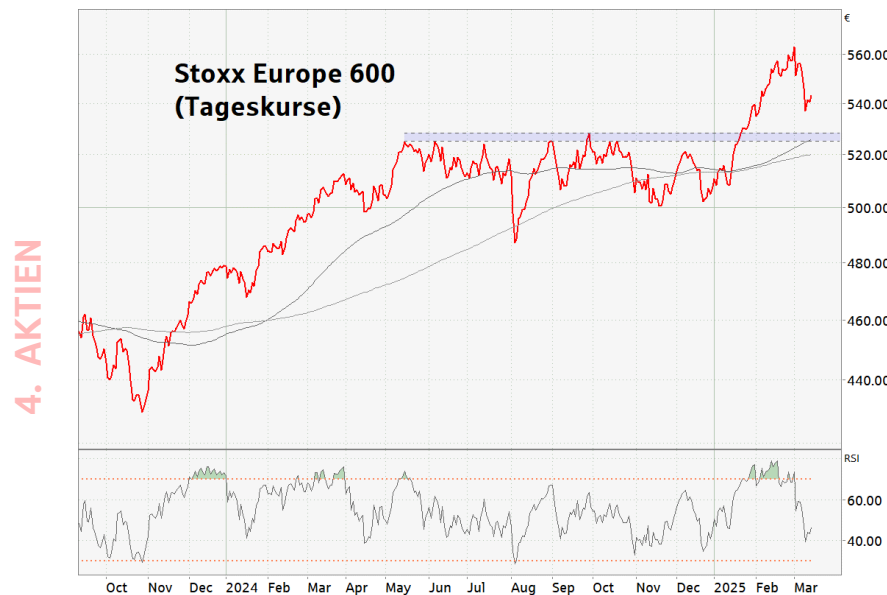
Aktien Europa: Markttechnik Stoxx Europe 600

Die Aufwärtsbewegung am breiten europäischen Aktienmarkt ist in den letzten Tagen etwas ins Stottern geraten. Anhand des Charts des Stoxx Europe 600 lässt sich jedoch zeigen, dass aus markttechnischer Sicht bislang nichts „angebrannt“ ist. Der im Oktober 2023 begonnene Aufwärtstrend war Mitte 2024 in eine breite Seitwärtsbewegung übergegangen. Aus dieser gelang dem Index Anfang dieses Jahres der Ausbruch in neue Höhen – ein positives Signal, welches vorerst in einem neuen Höchststand bei 563 Indexpunkten (Tagesschlusskurs) gipfelte. Dort hat nun eine überfällige Konsolidierung eingesetzt. Der antizyklische RSI-Indikator (unten im Bild) hatte im überkauften Bereich bereits eine hohe Wahrscheinlichkeit für eine solche Verschnaufpause angezeigt. Aktuell wird die Überhitzung abgebaut, der RSI läuft bereits wieder im neutralen Bereich. Ein wichtiges

Unterstützungsband wird im Bereich um 525 Punkte angezeigt. Knapp unter dieser Höhe, dem Ausbruchsniveau vom Januar, laufen die gleitenden 90- und 200-Tage-Linien. Erst ein nachhaltiges Unterschreiten dieses potenziellen Auffangnetzes würde das übergeordnete Chartbild eintrüben. Davon ist aus heutiger Sicht jedoch nicht auszugehen. Trotz (oder gerade wegen) der laufenden Konsolidierung stellen sich die Perspektiven weiterhin aussichtsreich dar.

Unterstützung: Bereich um 525 Pkt.

Widerstand: 563 Pkt.



Der europäische Aktienmarkt durchläuft aktuell eine gesunde Phase der Konsolidierung.

Branchenstrategie – Eine Preise mehr Zyklis

Die geplanten Investitionen der neuen Bundesregierung, die idealerweise zu einer Belebung des Wachstums führen, zeigen analog zu den Stillfaktoren auch Auswirkungen auf unsere empfohlene Branchenallokation. Insbesondere die geplanten Infrastrukturinvestitionen dürften auf das ohnehin ordentliche Umfeld im Sektor **Bau** einzahlen. Trotz der jüngsten Kurszuwächse ist die relative Bewertung zum Gesamtmarkt zuletzt gesunken und bietet weiter Raum. Auch der **Industriesektor** dürfte Nutznießer des 500-Mrd.-Pakets sein und zudem zu den Gewinnern auf den zweiten Blick zählen, wenn es um Profiteure steigender Verteidigungsetats geht. Wir stufen beide Sektoren von „neutral“ auf „**übergewichten**“ hoch. Auch für die **Chemiebranche** verbessert sich unser Urteil. Als Lieferant von Vorprodukten für viele Wirtschaftszweige gilt sie als frühzyklischer Sektor. Die konjunkturellen Belebungsanzeichen sind insgesamt aber noch nicht von starker Dynamik. Zudem hat der Sektor gerade erst eine Phase intensiven Preiswettbewerbs aufgrund von Überkapazitäten hinter sich. Es geht daher vorerst nur auf „**neutral**“. Den gleichen Weg beschreitet der **Energiesektor**. Rückenwind in Form steigender Ölpreise ist derzeit nicht in Sicht, ebenso wenig jedoch größere Rücksetzer und so sollte der Sektor „das Schlimmste“ hinter sich haben. Moderate Bewertung und üppige Ausschüttungen führen daher in Summe zu einer Hochstufung auf „**neutral**“.

Der **Immobilien**sektor bietet Schutz vor Inflation ist damit eigentlich eine geeignete Anlaufstelle im aktuellen Umfeld. Zwar liegt der Inflationshöhepunkt eindeutig hinter uns, doch vielleicht gilt das angesichts der Fiskalimpulse auch bald für den Tiefpunkt. Auf der anderen Seite ist der Sektor sehr zinssensitiv. Das gestiegene langfristige Zinsniveau verteuert die Finanzierung. Auch die Kosten für Neubauten könnten vor dem Hintergrund der konkurrierenden Infrastrukturprojekte steigen. Es reicht daher nur noch für ein „**neutral**“. Die mittel- bis langfristig guten Perspektiven für die **Grundstoff**branche

werden momentan durch die wachsenden Handelshürden rund um den Globus überlagert. Die jüngsten Geschäftszahlen der Branche zeigten auch, dass sich klimatische Veränderungen zusehends in den Bilanzen bemerkbar machen. Vorerst halten wir eine **neutrale** Gewichtung des Sektors für ratsam. In den letzten Monaten hat sich der Sektor **Reisen & Freizeit** über hohe Nachfrage freuen können. Die jüngsten Trends konnten aber nicht mehr mit den Erwartungen der Beobachter mithalten. Es kommt hinzu, dass einzelne Branchenvertreter eine gewisse Nähe zum amerikanischen Konsumenten haben, der derzeit durch den neuen Politikstil verunsichert ist. Wir stufen den Sektor auf „**untergewichten**“ herab. Dasselbe gilt für die **Medienbranche**. Hier konnten einzelne Schwergewichte mit ihren Ergebnissen den Markt nicht überzeugen, wodurch die eher erhöhte Bewertung schwer zu rechtfertigen ist. Hinzu kommt eine gewisse Korrelation zum US-Medien bzw. Technologiesektor, der sich aktuell in schwierigem Fahrwasser befindet. In Summe ergibt sich daher folgendes Tableau:

Übergewichten	Neutral	Untergewichten
Bau (↑) Finanzdienstleister Industrie (↑) Telekommunikation	Banken Chemie (↑) Einzelhandel Energie (↑) Gesundheit Grundstoffe (↓) Immobilien (↓) Konsum defensiv Nahrung & Getränke Technologie Versicherungen Versorger	Automobile Konsum zyklisch Medien (↓) Reisen & Freizeit (↓)

Asien und die Schwellenländer – Symbolträchtiger Auftritt von Jack Ma

In Fernost zeigt sich die Wertentwicklung der Börsen in diesem Jahr einmal mehr sehr heterogen. Mit einem Minus von 17 Prozent seit Jahresbeginn (auf Euro-Basis) ist der thailändische Markt der Schwächste der Region. U. a. anhaltende politische Unsicherheiten (im Land selbst sowie bezüglich der US-Handelspolitik) und schwache Wirtschaftsdaten belasten dort die Börse. Auf der anderen Seite steht der chinesische Markt mit einem zweistelligen Plus an der Spitze der Region. Für die Wertentwicklung gesamtasiatischer Investments ist dies positiv zu werten. So spielt Thailand in gängigen Benchmarkindizes und in Fondsprodukten häufig nur eine untergeordnete Rolle, während das Reich der Mitte vielfach ein hohes Gewicht einnimmt. Auf den ersten Blick mag die Stärke des chinesischen Marktes erstaunen, schließlich haben die USA den Strafzoll für Importe aus China zuletzt um weitere 10 Prozentpunkte erhöht, die Immobilienkrise hält an und die Vertrauenskrise in der chinesischen Unternehmenslandschaft ist nicht überwunden.

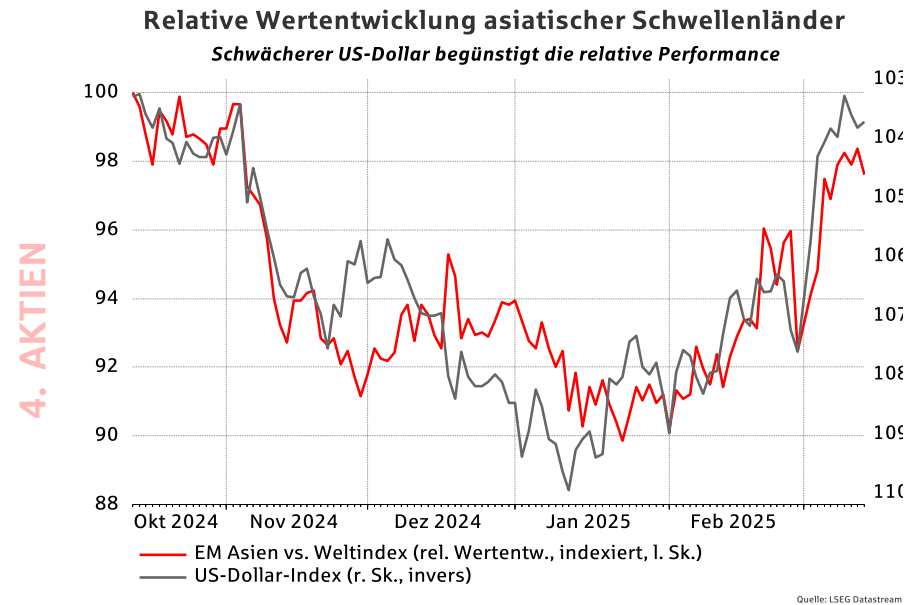
Gleichwohl gibt es auch positive Entwicklungen. Man scheint darum bemüht, den Handelskonflikt mit den USA nicht zu eskalieren. Zudem setzt man zur Erreichung des 2025er-Wachstumsziels (rund 5 Prozent) vorerst auf geldpolitische und moderate fiskalische Impulse. Ggf. ließe sich auch noch nachlegen. Hinzu kommt, dass die Veröffentlichungen rund um das noch junge chinesische KI-Unternehmen Deepseek Investoren darauf gestoßen haben, dass China in Sachen technologischer Weiterentwicklung von Künstlicher Intelligenz keineswegs so abgeschlagen ist, wie es vielerorts vermutet wurde. Daraus sind neue Marktphantasien erwachsen, die nicht nur den chinesischen Tech-Sektor erfasst haben, sondern die sich auch auf andere Bereiche der Wirtschaft erstrecken. Positive Signalwirkung trauen wir einem Ereignis vom 17. Februar zu. An diesem Tag nahm Jack Ma, Mitbegründer von Alibaba, an einem Treffen führender chinesischer

Unternehmer mit dem chinesischen Staatspräsidenten Xi Jinping teil. Das Treffen ist bemerkenswert, da Ma nach seiner Kritik an der chinesischen Finanzregulierung im Jahr 2020 weitgehend aus der Öffentlichkeit verschwunden war. Dass er nun wieder aufgetaucht ist, dürfte keineswegs Zufall gewesen sein, sondern könnte Symbolcharakter haben. Gilt er als rehabilitiert und ist die chinesische Regierung womöglich bereit, ihre Haltung gegenüber dem Privatsektor nach Jahren strenger Regulierung zu lockern? Internationale Investoren deuten dies so und investieren nach langjähriger Abstinenz wieder vermehrt in chinesische Aktien, die auch auf dem erholten Kursniveau, gemessen an klassischen Bewertungskennzahlen, immer noch moderat bewertet sind.

Chancen sehen wir perspektivisch auch in Japan, der viertgrößten Volkswirtschaft der Welt. Die Börse des Landes ist etwas schwächer in das neue Jahr gestartet, was vor allem auf einen festeren Yen und die Unsicherheit um die zukünftige Geldpolitik zurückzuführen ist. Der Blick auf die Gewinnentwicklung der Unternehmen zeigt jedoch, dass diese dem schwierigen Umfeld trotzen können. Bezogen auf den Topix ist der Gewinn je Indexeinheit (12 Monate rollierend) so hoch wie nie zuvor in der Historie. Im Zusammenspiel mit der zuletzt eher verhaltenen Wertentwicklung hat dies dazu geführt, dass japanische Aktien inzwischen im Vergleich zur eigenen Historie moderat und im Vergleich mit US-amerikanischen und europäischen Aktien sogar günstig bewertet sind. Positiv könnte sich auch bemerkbar machen, dass das Land der aufgehenden Sonne – verglichen mit anderen Ländern aus der asiatischen Region – aufgrund seines geringer ausgeprägten Handelsdefizits weniger stark im Fokus der US-Handelspolitik steht.

Für die gesamte asiatische Region bleiben wir zuversichtlich gestimmt. Neben den genannten positiven Impulsen aus China und Japan sehen wir insbesondere die jüngere Dollar-Entwicklung als begünstigenden Faktor, vor allem für die asiatischen Schwellenländer.

Ein schwächerer Greenback gilt für diese als vorteilhaft, u. a. da sich die Kosten für die Bedienung von Dollar-Schulden reduzieren. Auch mit Blick auf mehrheitlich moderate Bewertungsniveaus raten wir weiterhin dazu, die asiatische Region einem gut diversifizierten globalen Portfolio beizumischen.



Die Abschwächung des US-Dollar wirkt positiv auf die relative Wertentwicklung der asiatischen Schwellenländer-Börsen.

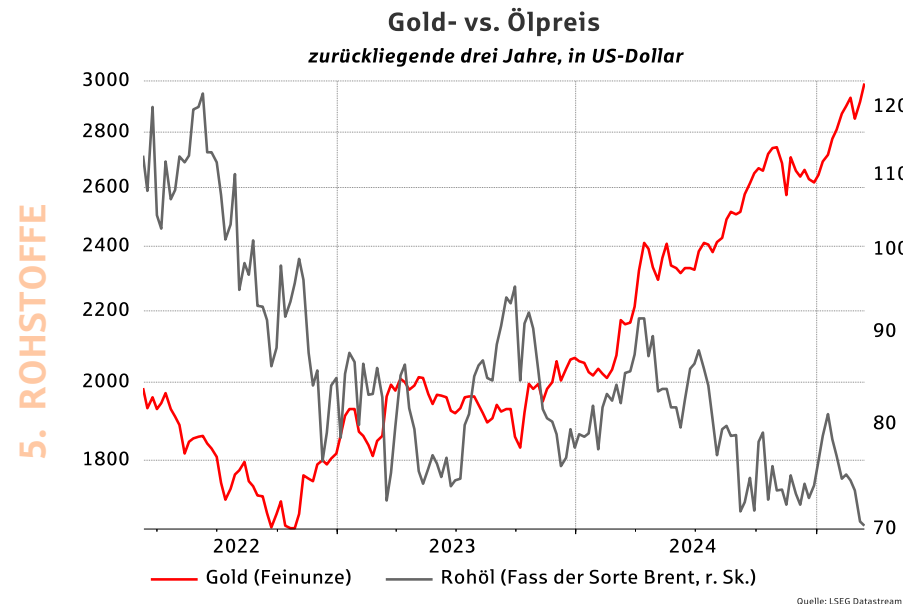
5. ROHSTOFFE

Öl und Gold mit diametraler Preisentwicklung

Mit gut 70 US-Dollar/Barrel liegt der **Ölpreis** (Sorte Brent) momentan am unteren Ende der Bandbreite der letzten zwei Jahre. Vor allem politische Entwicklungen wirken dabei auf die Notierung ein. Im Fokus steht die US-Handelspolitik. Konjunkturell wirken die angekündigten Zölle belastend, was die Nachfrage nach dem schwarzen Gold beeinträchtigen sollte. Hinzu kommen Überlegungen, dass die Bemühungen um eine Waffenruhe in der Ukraine damit einhergehen könnten, dass die gegen Russland verhängten Sanktionen ganz oder teilweise aufgehoben werden. Mit Blick auf den Ölmarkt würde dies wohl dazu führen, dass die Menge russischen Öls, die auf den Weltmarkt strömt, wieder ansteigt. Daraus würde sich ebenfalls ein ölpreisdämpfender Effekt ergeben. In die Gemengelage spielt auch das Gebaren des OPEC+-Kartells herein. Man darf gespannt sein, ob die Förderallianz ihre Produktion tatsächlich wie angekündigt ab April ausweiten wird. Entsprechende Pläne gab es bereits häufiger, sie wurden mehrfach aufgeschoben. Im aktuellen Umfeld wäre ein neuerlicher Aufschub zumindest ein möglicher Faktor, der stabilisierend auf den Ölpreis einwirken könnte. Alles in allem bekräftigen wir unsere Haltung vom Jahresbeginn: Mehr als eine Seitwärtsbewegung des Ölpreises erwarten wir vorerst nicht. Zeitweilig können wir uns auch ein Unterschreiten der 70-Dollar-Marke vorstellen.

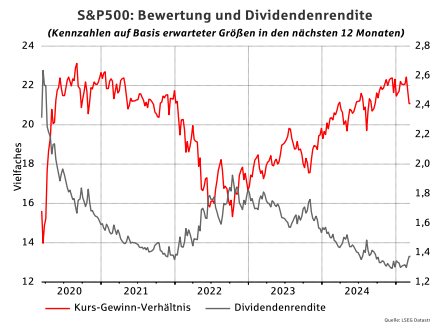
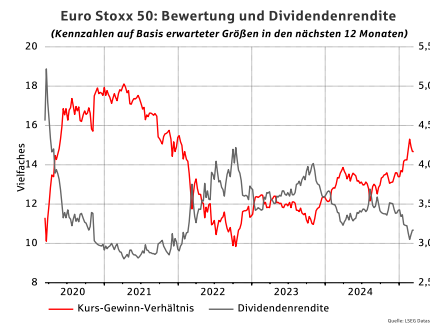
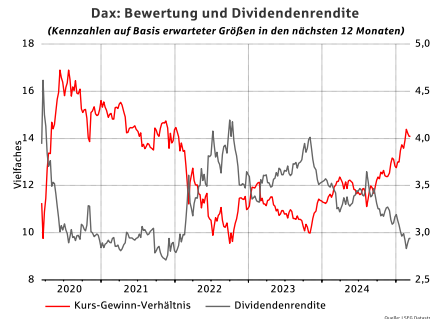
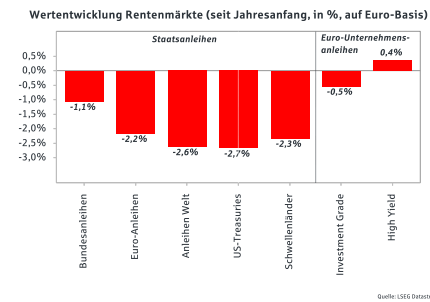
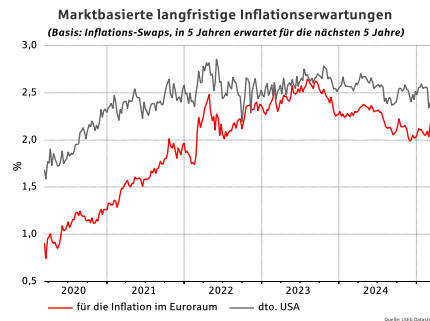
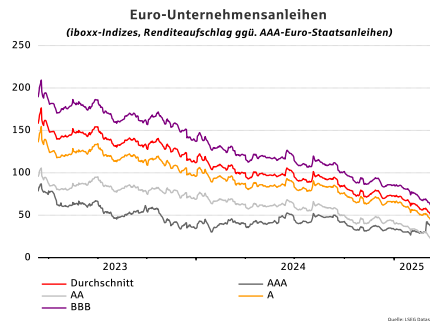
Der **Goldpreis** entwickelte sich bis zuletzt fast diametral zum Ölpreis. Die Notierung hat sich der 3.000 US-Dollar-Marke genähert. Seit Ende Februar konsolidiert der Preis knapp darunter. Wesentliche Treiber bleiben die hohe (geo-)politische Unsicherheit sowie die anhaltende Nachfrage diverser Zentralbanken. Dass der Dollar schwächelt, nutzte der Notierung zuletzt wenig. Allerdings zeichnet sich mit Blick auf die am US-Rentenmarkt erzielbaren Renditen eine veränderte

Wahrnehmung ab: So wirkte der starke Renditeanstieg 10-jähriger Treasuries in der zweiten Jahreshälfte 2024 kaum beeinträchtigend auf den Goldpreis, zuletzt ist die Preisbildung des Edelmetalls aber wieder zinssensitiver geworden. Da wir mit Blick auf die kommenden Monate keine deutlich sinkenden Treasury-Renditen erwarten, dürfte sich das Potenzial für einen weiteren Goldpreisanstieg von dieser Seite aus eher in Grenzen halten. Sollten weitere (geo-)politische Eskalationen ausbleiben, rechnen wir vorerst mit einer seitwärts gerichteten Goldnotierung. Aufgrund seiner „Versicherungsfunktion“ bleibt ein Vorhalten von Gold im Portfolio dennoch opportun.



Der Goldpreis ist in luftige Höhen gestiegen, während die Ölnotierung ein Mehrjahrestief verzeichnet.

6. ANHANG



Globale Marktübersicht

	Aktueller Kurs 14.03.2025	Jahres- endstand 2024	Jahresveränderung 2025		
			absolut	in % lokal	in % Euro

Aktienmarkt					
Deutschland					
DAX	22986,82	19909,14	3077,68	15,46	15,46
MDAX	29164,60	25589,06	3575,54	13,97	13,97
TecDAX	3773,35	3417,15	356,20	10,42	10,42
USA					
Dow Jones	41488,19	42544,22	-1056,03	-2,48	-7,12
S&P500	5638,94	5881,63	-242,69	-4,13	-8,69
Nasdaq	17754,09	19310,79	-1556,70	-8,06	-12,44
Europa					
EuroStoxx50	5404,18	4895,98	508,20	10,38	10,38
Stoxx50	4635,25	4308,63	326,61	7,58	7,58
Stoxx	546,60	507,62	38,97	7,68	7,68
FTSE100	8632,33	8173,02	459,31	5,62	5,62
CAC40	8028,28	7380,74	647,54	8,77	8,77
SMI	12916,81	11600,90	1315,91	11,34	11,34
Japan					
Nikkei225	37053,10	39894,54	-2841,44	-7,12	-6,39
Welt (Kursindizes in US-Dollar)					
MSCI Welt	3665,71	3707,84	-42,13	-1,14	-5,84
MSCI Schwellenländer	1119,61	1075,48	44,13	4,10	-0,85
Devisen					
YEN ^{a)}	161,88	163,06	-1,18	-0,72	
USD ^{a)}	1,089	1,039	0,05	4,81	
GBP ^{a)}	0,842	0,829	0,01	1,53	
CHF ^{a)}	0,964	0,941	0,02	2,43	

Rentenmarkt					
Deutschland (Staatsanleihen)					
10J-Rendite	2,85	2,36	0,48		
5J-Rendite	2,46	2,11	0,34		
2J-Rendite	2,18	2,06	0,12		
RexP	447,93	452,75	-4,82	-1,06	-1,06
USA (Staatsanleihen)					
10J-Rendite	4,31	4,57	-0,26		
5J-Rendite	4,10	4,38	-0,28		
2J-Rendite	4,05	4,24	-0,19		
Rohstoffe					
BBG Rohstoff-Index	255,66	238,62	17,05	7,14	2,05
Gold in USD	2988,40	2625,35	363,05	13,83	8,41
Öl (Brent, in USD)	70,27	74,74	-4,47	-5,98	-10,46

	Veränderung		Bewertung	Anteil Ge- sammarkt	Einschätzung
	akt. Kurs	in % zum			
	13.03.2025	31.12.2024			

Stoxx-Sektoren

Defensive Sektoren

Einzelhandel	407,06	-7,4%	16,5	3,8%	0,7%	Neutral
Gesundheit	1.122,33	3,4%	16,4	2,6%	15,4%	Neutral
Konsum defensiv	166,99	1,7%	15,6	3,7%	2,4%	Neutral
Nahrung & Getränke	191,65	7,1%	15,1	3,9%	6,1%	Neutral
Telekommunikation	254,41	11,4%	14,9	4,2%	2,8%	Übergewichten
Versorger	397,65	4,7%	12,1	5,1%	4,0%	Neutral

Finanzsektoren

Banken	257,44	21,7%	8,2	5,8%	12,2%	Neutral
Finanzdienstleister	853,72	3,6%	13,9	3,1%	4,7%	Übergewichten
Immobilien	121,67	-3,1%	14,5	4,7%	1,3%	Neutral
Versicherungen	463,22	13,0%	11,3	5,1%	6,5%	Neutral

Rohstoffsektoren

Grundstoffe	528,89	2,9%	11,5	4,3%	2,0%	Neutral
Energie	117,00	6,1%	8,6	5,4%	4,3%	Neutral

Zyklische Sektoren

Automobile	568,22	3,0%	7,2	4,8%	1,9%	Untergewichten
Bau	773,44	10,8%	14,8	3,0%	3,9%	Übergewichten
Chemie	1.292,58	8,8%	18,5	2,8%	2,0%	Neutral
Industrie	967,75	10,1%	19,6	2,2%	15,7%	Übergewichten
Medien	452,30	-3,7%	19,6	2,5%	1,4%	Untergewichten
Reisen & Freizeit	248,29	-8,1%	11,3	3,1%	0,9%	Untergewichten
Konsum zyklisch	399,90	1,0%	24,9	2,1%	6,1%	Untergewichten
Technologie	806,73	-0,4%	24,3	1,2%	5,8%	Neutral

Indikator	Periode	Prognose		Letzter Wert		Ausgewählte Unternehmen
		M/M bzw. Q/Q	J/J	M/M bzw. Q/Q	J/J	

Montag, 17.03.2025

US Einzelhandelsumsätze	Feb.	0,7 %		-0,9 %		UBS (Geschäftsbericht)
US Empire Manufacturing Index	Mrz.	-2,0 Indexpunkte		5,7 Indexpunkte		
US NA HB Index	Mrz.	42 Indexpunkte		42 Indexpunkte		

Dienstag, 18.03.2025

DE ZEW Index	Mrz.	30,0 Indexpunkte		26,0 Indexpunkte		Audi, Fraport (jew. Jahreszahlen), Qualcomm (HV)
DE Bundestag soll über Lockerung der gesetzlichen Schuldenbremse abstimmen						
US Baugenehmigungen (in Tsd.)	Feb.	1450		1473		
US Industrieproduktion	Feb.	0,3 %		0,5 %		
US Neubaubeginne (in Tsd.)	Feb.	1383		1366		

Mittwoch, 19.03.2025

EU Verbraucherpreise (HVPI, final)	Feb.		2,4 %		2,4 %	Tencent, Vonovia (jew. Jahreszahlen)
US FOMC Zinsentscheid		4,50 %		4,50 %		

Donnerstag, 20.03.2025

DE Erzeugerpreise	Feb.	0,2 %		-0,1 %		FedEx, Nike (jew. Q3), RWE (Jahreszahlen), Walt Disney (HV)
EU Rede EZB-Ratsmitglied Villeroy						
EU EU-Gipfel der Staats- und Regierungschefs						
US Philadelphia Fed Index	Mrz.	12,0 Indexpunkte		18,1 Indexpunkte		
US Verkäufe bestehender Häuser (in Mio.)	Feb.	3,92		4,08		

Freitag, 21.03.2025

EU Verbrauchervertrauen (vorläufig)	Mrz.	-13,0 Indexpunkte		-13,6 Indexpunkte		BASF (Geschäftsbericht)
-------------------------------------	------	-------------------	--	-------------------	--	-------------------------

Weitere wichtige Termine/Ereignisse bis zum nächsten Börsenkompass

MRZ	27.03.	US Bruttoinlandsprodukt	APR	18.04.	CN Bruttoinlandsprodukt
	28.03.	US PCE Kerndeflator		30.04.	DE/EU Bruttoinlandsprodukt
	31.03.	DE Verbraucherpreise (vorläufig)		30.04.	DE Verbraucherpreise (vorläufig)
APR	01.04.	EU Verbraucherpreise (vorläufig)	MAI	01.05.	JP BoJ Zinssatzentscheidung
	10.04.	US Verbraucherpreise		02.05.	EU Verbraucherpreise (vorläufig)
	17.04.	EU EZB Zinssatzentscheidung		07.05.	US Fed Zinssatzentscheidung

M/M = Veränderung gegenüber Vormonat; Q/Q = Veränderung gegenüber Vorquartal; J/J = Veränderung gegenüber Vorjahr;
s. b. = saisonbereinigt; n. s. b. = nicht saisonbereinigt; p = vorläufig, f = endgültiger Wert, r = revidierter Wert, annual. = annualisiert;
VG = Verarbeitendes Gewerbe; s = Schnellschätzung, ISM = Institute of Supply Management; MFI = Monetäre Finanzinstitute;
EU = Euro-Raum; US = Vereinigte Staaten; DE = Deutschland; CN = China; PK = Pressekonferenz; HV = Hauptversammlung
Umfrageergebnisse: Bloomberg, Reuters (kursiv) oder DekaBank (fett)

Wichtiger Hinweis (Gewährleistungsausschluss)

Alle hier veröffentlichten Angaben erfolgen unverbindlich und stellen weder eine Anlageberatung noch eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf irgendeines Wertpapiers dar. Die Angaben dienen ausschließlich zur Information, die Ihnen eine selbständige Anlageentscheidung erleichtern soll. Meinungsäußerungen oder Empfehlungen können für den einzelnen Investor nicht anleger- oder objektgerecht sein. Bitte sprechen Sie daher vor einer Auftragserteilung mit Ihrem Anlageberater, soweit nicht auf eine Beratung verzichtet wird (≠ direkt Brokerage). Weder diese Veröffentlichung noch ihr Inhalt bzw. eine Kopie dieser Veröffentlichung dürfen ohne die vorherige ausdrückliche Erlaubnis der Kreissparkasse Köln auf irgendeine Weise verändert oder an Dritte verteilt oder übermittelt werden. In einigen ausländischen Rechtsordnungen ist die Verbreitung dieser Information unter Umständen gesetzlichen Restriktionen unterworfen. Personen, in deren Besitz dieses Dokument/diese Information gelangt, sind verpflichtet, sich diesbezüglich zu informieren und solche Einschränkungen zu beachten.

Quellen

Die Informationen basieren auf Quellen, die wir für zuverlässig halten. Dennoch kann keine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit des Inhalts übernommen werden. Wesentliche Quellen für diesen Bericht sind allgemein zugängliche Informationen aus der Wirtschaftspresse sowie Research-Studien anderer Investmenthäuser. Als Quelle für die Nachrichten, Grafiken, Kurse und Tabellen dienen – sofern nicht anders angegeben – die Datenbanken des Finanzdienstleisters Refinitiv Datastream. Frühere sowie prognostizierte Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Aktualisierungsrhythmus

Diese Publikation dient als Ergänzung zum Jahresausblick („Kapitalmarktperspektiven“) sowie dessen Update zur Jahresmitte („Halbzeitbilanz“). Der Aktualisierungsrhythmus ist vier Mal jährlich, jeweils i. d. R. am dritten Montag im März, Mai, September und November. Änderungen zu den Informationen und Meinungsäußerungen bleiben jederzeit und ohne vorherige Ankündigung vorbehalten.

Bewertungsmethoden

Grundlage dieser Publikation sind gängige und weitläufig bekannte Analysemethoden und Bewertungsverfahren der Deutschen Vereinigung für Finanzanalyse und Anlageberatung e.V. (DVFA). Darüber hinaus verwenden wir Methoden der quantitativen und technischen Analyse.

Aufsichtsorgan

Zuständige Aufsichtsbehörde ist die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). In Übereinstimmung mit den gesetzlichen und aufsichtsrechtlichen Regelungen haben wir interne organisatorische und regulative Vorkehrungen getroffen, um Interessenkonflikte bei der Erstellung und Weitergabe von Finanzanalysen soweit wie möglich zu vermeiden und angemessen zu behandeln. Einen ausführlichen Hinweis hierauf können sie unter <https://www.ksk-koeln.de/wertpapiere> einsehen.