



Kapitalmarkt- perspektiven 2025

Europa unter
Zugzwang.

Sehr geehrte Leserinnen und Leser unserer Kapitalmarktperspektiven 2025,

„Vox populi“ – Die Stimme des Volkes prägte in besonderer Weise das vergangene Jahr. Rund die Hälfte der Weltbevölkerung war zur demokratischen Stimmabgabe aufgerufen. Aus europäischer Perspektive richtete sich der Blick u. a. auf die Wahlen zum Europäischen Parlament, die Neuwahlen des französischen Parlaments zur Folge hatte. Letztere sorgten wiederum für eine schwierige Regierungsbildung und einen geschwächten Präsidenten Macron. In den USA entschied sich das amerikanische Volk in den Präsidentschafts- und Kongresswahlen für einen überraschend klaren Regierungsauftrag für den 47. Präsidenten der USA, Donald Trump, und seine republikanische Partei. Am Tag nach der US-Wahl zerbrach die Ampelkoalition in Deutschland an unüberbrückbaren Vorstellungen zur Ausrichtung der Wirtschaftspolitik, und Neuwahlen sind für Februar angesetzt. Unbeirrt davon präsentierten sich die internationalen Aktienmärkte in starker Verfassung. Zwar haben auch wir auf die historische Erkenntnis gesetzt, dass politische Börsen zumeist „kurze Beine“ haben. Unser Eindruck ist jedoch, dass die mit der wirtschaftlichen und geostrategischen Zeitenwende einhergehende Verunsicherung längere Schatten wirft.

Wirtschaftlich und mit Blick auf die Börsenentwicklung ist Europa in die Defensive geraten und den USA wird eine Art Ausnahmestellung zugebilligt. An der Spitze der USA steht ab dem 20. Januar jemand, der sich selbst als Meister in der „Kunst des Verhandeln“ inszeniert. Gleichzeitig zeichnet sich Trumps Agenda jedoch nach Ansicht führender Ökonomen durch eine Vielzahl von Widersprüchen aus. Für Europa hat der ehemalige EZB-Chef Draghi schonungslos die schwindende Wettbewerbsfähigkeit der EU offengelegt. „Europa unter Zugzwang“ lautet deshalb unser Motto für die Kapitalmarktperspektiven 2025. Als Bildmotiv haben wir uns für ein geostrategisches Schachspiel entschieden. Damit verbinden wir auch die Hoffnung, dass mittels internationaler Verhandlungslösungen sowie einem wirtschaftlich klareren Kompass der neuen Bundesregierung Risikoszenarien wie Zollstreitigkeiten und Handelskriege abgewendet werden können.

Mit Blick auf die Kapitalmarktentwicklung im Jahr 2025 gehen wir daher davon aus, dass sich eingeleitete Trends zunächst fortsetzen. Hierzu zählt zum einen die Erkenntnis, dass der Weltwirtschaft als Ganzes im letzten Jahr eine „sanfte Landung“ gelungen ist und diese moderat auf Wachstumskurs bleiben sollte. Die Inflationperspektiven haben sich insoweit verbessert, dass die führenden Zentralbanken ihren begonnenen Lockerungskurs in Richtung eines neutraler wirkenden Leitzinsniveaus fortsetzen können. Spielraum für darüber hinaus gehende Zinssenkungen sehen wir eher nicht. Die Zinskurven dürften in der Tendenz wieder „normaler“ verlaufen. Die kurzfristigen Zinsen erwarten wir weiter nachgebend, die mittel- bis längerfristigen Renditen dagegen moderat steigend. Dies steht jedoch alles unter dem Vorbehalt, dass eine Zuspitzung geopolitischer Konflikte vermieden werden kann. Im Portfoliokontext erscheint es deshalb ratsam, flexibel zu bleiben und auf eine angemessene Ausgewogenheit des Vermögensmixes je nach Risikobereitschaft zu achten. Unser Tipp: Regelmäßiges oder fallweises Rebalancieren beugt der Bildung von Klumpenrisiken in einzelnen Regionen oder Anlagesegmenten vor. Gerne werfen wir mit Ihnen einen gemeinsamen Blick darauf.

Ihnen und Ihren Familien wünschen wir ein glückliches und gesundes neues Jahr.

Herzliche Grüße – Ihr Team der Kapitalmarktanalyse der Kreissparkasse Köln

Kapitalmarktperspektiven 2025 auf einen Blick

Prognoseübersicht

	31.12.24	Prognoseübersicht Jahresmitte 2025		Jahresende 2025	
		Konsens Durchschnitt	KSK	Konsens Durchschnitt	KSK
Leitzinsen¹⁾					
EZB-Einlagensatz	3,00%	2,00%	2,50%	2,00%	2,00 - 2,50%
Fed (obere Grenze)	4,50%	4,00%	4,00 - 4,25 %	3,75%	4,00 - 4,25%
Staatsanleihen 10J¹⁾					
Deutschland	2,36%	2,20%	2,25 - 2,75%	2,27%	2,25 - 2,75%
USA	4,57%	4,16%	4,00 - 4,50%	4,12%	4,00 - 4,50%
Wechselkurse¹⁾					
USD/EUR	1,0389	1,04	1,08 - 1,13	1,05	1,08 - 1,13
JPY/EUR	163,06	154	155 - 165	154	150 - 160
CHF/EUR	0,9412	0,94	0,95 - 1,00	0,95	0,95 - 1,00
Aktienmärkte¹⁾					
DAX	19.909	19.508	19.500 - 20.000	20.575	20.800 - 21.300
Euro Stoxx 50	4.896	4.922	4.800 - 5.000	5.099	5.100 - 5.150
S&P500	5.882	6.118	6.000 - 6.200	6.442	6.300 - 6.400

¹⁾ Quelle für die Konsensprognosen: Bloomberg, Stand: 30.12.2024, Aktienmarktprognosen: Refinitiv, Stand: 27.11.2024

Redaktionelle und rechtliche Hinweise

Autoren

Rückblick:	Jan Rösch
Konjunktur, Zinsen, Währungen:	Prof. Dr. Carsten Wesselmann, Heiko Zülch
Aktienmärkte:	Michael Kahler, Heiko Zülch
Rohstoffe:	Heiko Zülch
Vermögensstrukturierung:	Rolf Saßen

Wichtiger Hinweis:

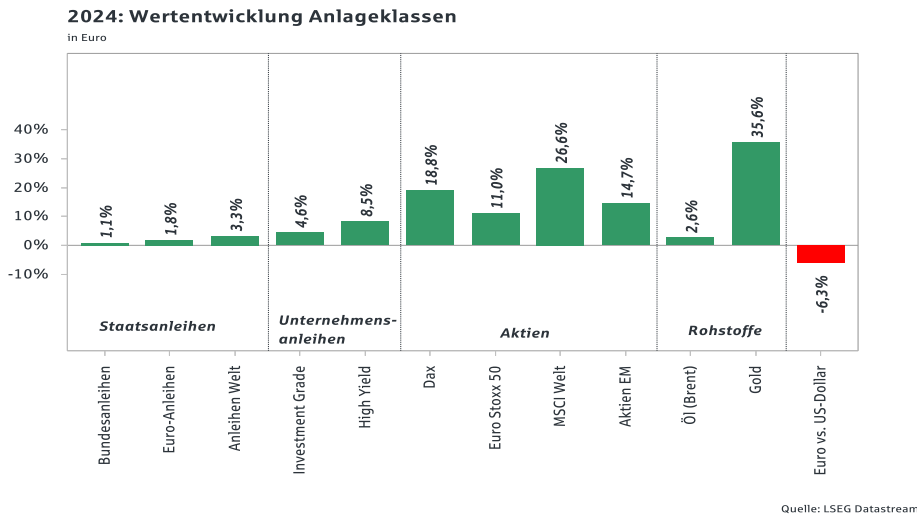
Alle hier veröffentlichten Angaben erfolgen unverbindlich und stellen weder eine Anlageberatung noch eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf irgendeines Wertpapiers dar. Die Angaben dienen ausschließlich zur Information, die Ihnen eine selbständige Anlageentscheidung erleichtern soll. Meinungsäußerungen 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). Die Informationen basieren auf Quellen, die wir für zuverlässig halten. Dennoch kann keine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit des Inhalts übernommen werden. 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. Änderungen zu den Informationen und Meinungsäußerungen bleiben jederzeit und ohne vorherige Ankündigung vorbehalten.

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.

Einen ausführlichen Hinweis auf interne organisatorische und regulative Vorkehrungen zur Prävention und Behandlung von Interessenkonflikten in der Kreissparkasse Köln können sie unter <https://www.ksk-koeln.de/wertpapiere> einsehen.

Sofern nicht anders vermerkt, ist als Quelle für die statistischen Daten, Tabellen und Grafiken der Datenanbieter LSEG Datastream zu nennen.

A. Rückblick 2025 – Kapitalmärkte



Das Börsenjahr 2024 wurde von vielen wirtschaftlichen Herausforderungen geprägt. Kriege und Konflikte sowie politische Dramen beherrschten die Medienlandschaft. Doch konträr zur Nachrichtenlage entwickelte sich die Börse. Der Hauptgrund waren die USA, die allen Hemmnissen trotzten und deren Wirtschaft deutlich robuster wuchs als man ihr zutraute. Belief sich die Prognose im Konsens zu Jahresbeginn noch auf eine jährliche Wachstumsrate von 1,1 %, so wird nun ein Plus von 2,7 % für 2024 erwartet. Als größte Volkswirtschaft der Welt ist der wirtschaftliche Einfluss hoch: Viele Unternehmen rund um den Globus verdienen mit oder in den USA ihr Geld. Dies schlug sich auch in den weltweiten Aktienindizes nieder. So konnten beispielsweise trotz mauer Wirtschaftsaktivität in Deutschland und dem Euroraum auch die hiesigen Aktienmärkte kräftige Wertzuwächse generieren. Zusätzlichen Rückenwind schuf die Tatsache, dass sowohl dies- wie auch jenseits des Atlantiks die Inflationserwartungen in Richtung der Zielmarken der Zentralbanken und teilweise sogar darunter gefallen sind. Im Euroraum sorgten vor allem der Rückgang der Energie- und eine Normalisierung der Nahrungsmittelpreise sowie Basiseffekte dafür, dass die Inflationsrate zum Ende des Jahres 2024 wieder nahe des Inflationsziels von 2 % lag.

Während die Weltwirtschaft 2024 – auch aufgrund der stabilen Entwicklung in den USA – um etwas mehr als 3 % zulegte und damit nur leicht weniger als im langfristigen Durchschnitt, stand der Motor der deutschen Wirtschaft hingegen weitgehend still. Das Bruttoinlandsprodukt dürfte auf Basis jüngster Prognosen leicht um 0,1 % geschrumpft sein. Der Euroraum verzeichnete voraussichtlich ein schwaches Wachstum von etwa 0,7 %. Als Reaktion auf die rückläufigen Inflationsraten leitete die Europäische Zentralbank (EZB) bereits zur Jahresmitte einen geldpolitischen Kurswechsel ein. In vier Schritten reduzierte sie den Einlagensatz um jeweils 25 Basispunkte, sodass dieser letztendlich 3,00 % erreichte. Ein Quartal später rückte die Fed mit einem 50- und anschließend mit zwei 25-Basispunkte-Schritten nach, auf eine schlussendliche Spanne für die Federal Funds Target Rate von 4,25 bis 4,50 %. Der Euro verlor per saldo gegenüber dem Dollar rund 5 % und notierte zum Ende des vergangenen Jahres bei leicht unter 1,04 US-Dollar je Euro.

Die ausgeprägte Widerstandsfähigkeit der globalen Wirtschaft sowie der Umstand, dass die Zentralbanken die Zinsen weniger stark senkten als zu Jahresanfang prognostiziert wurde, sorgten für einen moderaten Anstieg bei den

Überraschend robuste US-Wirtschaft trieb die Börsen an

Schrumpfende Wirtschaft in Deutschland – Schwache Entwicklung im Euroraum – Leitzinswende eingeleitet

Moderater Zugewinn am Rentenmarkt

langfristigen Renditen. Bei den 10-jährigen Bundesanleihen stiegen diese um 0,36 %-Punkte auf 2,36 % und die der vergleichbaren US-Pendants um 0,70 %-Punkte auf 4,57 %. Der deutsche Rentenindex (RexP), der die Wertentwicklung deutscher Staatsanleihen misst, verzeichnete ein Plus von 1,1 %. Für europäische Unternehmensanleihen fiel der Zuwachs dank gesunkener Risikoaufschläge mit 4,6 % deutlicher aus.

Aktienmärkte auf Rekordjagd – Gold als Jahressieger

An den Aktienmärkten hieß es „Rekordjagd statt Rezessionsorgen“. Getrieben von wirtschaftlicher Erholung und sinkenden Leitzinsen konnten die weltweiten Aktienmärkte das zweite Jahr in Folge um zweistellige Prozentbeträge wachsen. Der Weltindex der Standardbörsen legte in Euro per saldo ein fulminantes Plus von 26,6 % hin. Der Euro Stoxx 50 legte auf Jahressicht um 11,0 % zu, der Dax stieg sogar noch kräftiger um 18,8 %. Der Gewinner des vergangenen Jahres war jedoch Gold. Zentralbankaktivitäten und Nachfrage nach Stabilität resultierend aus geopolitischen Unsicherheiten hoben das Edelmetall in neue Höhen – zu Buche stand ein Zuwachs von 27,1 % auf Dollar-Basis und 35,6 % in Euro. Der Ölpreis büßte unterdessen per saldo 3,8 % auf Dollar-Basis ein, stieg in Euro allerdings um 2,6 %.

B. Der Blick nach vorn

I. Das große Bild

	2021	2022	2023	Konsensprognosen ¹	
				2024	2025
BIP-Wachstum*					
Deutschland	3,6	1,4	-0,1	-0,1	0,4
Euroraum	6,3	3,6	0,5	0,8	1,0
USA	6,1	2,5	2,9	2,7	2,0
Japan	2,8	0,9	1,5	-0,2	1,2
Inflation*					
Deutschland	3,1	6,9	6,0	2,3	2,0
Euroraum	2,6	8,4	5,4	2,4	1,9
USA	4,7	8,0	4,1	2,9	2,4
Japan	-0,2	2,5	3,2	2,6	2,3

¹ Quelle: Conesensus Economics

* Veränderung ggü Vj.

Trotz vieler Herausforderungen expandiert die Weltwirtschaft, wenn auch mit eher moderatem Tempo

Angesichts der tiefgreifenden politischen, ökonomischen und technologischen Umbrüche, die das Jahr 2024 charakterisierten, ist es bemerkenswert, dass die Weltwirtschaft noch immer expandiert, wenn auch zugegebenermaßen mit einem eher moderaten Tempo. Der Internationale Währungsfonds (IWF) erwartet für die Jahre 2024 und 2025 jeweils ein globales Wirtschaftswachstum von 3,2 %. Das ist etwas weniger als der langjährige historische Durchschnittswert von 3,8 % in der Dekade vor der COVID-19-Pandemie, aber beachtlich, wenn man sich die vielen geopolitischen Spannungen, wirtschaftlichen Unsicherheiten und die Herausforderungen durch Digitalisierung, demografischen Wandel, Dekarbonisierung und De-Globalisierung vor Augen führt. Hierin kommt eine gewisse Resilienz zum Ausdruck und unterstreicht die generelle Anpassungsfähigkeit des globalen Wirtschaftssystems an rasche Veränderungen.

Es gibt jedoch deutliche regionale Unterschiede

Wie so oft steckt jedoch der Teufel im Detail. In seinem Weltwirtschaftsbericht vom Oktober 2024 hat der IWF seine globalen Wirtschaftsprognosen einer differenzierten Anpassung im Vergleich zu den Projektionen vom Frühjahr 2024

unterzogen. So zeichnet der Währungsfonds im Bereich der Schwellen- und Entwicklungsländer ein heterogenes Bild. Regionen wie der Nahe Osten, Zentralasien und Afrika südlich der Sahara sehen sich mit negativen Prognoseanpassungen konfrontiert. Diese Abwärtskorrekturen sind auf eine Vielzahl von Faktoren zurückzuführen, darunter Produktionsunterbrechungen, Logistikprobleme bei der Rohstoffversorgung, geopolitische und innenpolitische Konflikte sowie die zunehmenden Auswirkungen von Extremwetterereignissen. Dieses getrübtte Bild wird jedoch durch positive Entwicklungen in den asiatischen Schwellenländern aufgeheitert. Hier hat der IWF seine Wachstumsprognosen nach oben korrigiert. Als treibende Kraft hinter diesem Optimismus erweist sich die steigende Nachfrage nach Halbleitern und Elektronik, die ihrerseits durch massive Investitionen in den Bereich der Künstlichen Intelligenz angeheizt wird. Dieser Technologieboom fungiert als Wachstumsmotor für die Region und gleicht die Abwärtskorrekturen in anderen Teilen der Schwellenländer aus.

Auch bei den Industrieländern gab es einige auffällige Revisionen der IWF-Wachstumsprognosen. So wurde die Wachstumsprognose für die USA nach oben genommen, was im Kontrast zu den Herabstufungen für andere Industrienationen, insbesondere die großen europäischen Volkswirtschaften, steht. Diese regionalen Unterschiede in den Wirtschaftsaussichten verdeutlichen die Komplexität der globalen ökonomischen Landschaft und unterstreichen die Notwendigkeit differenzierter wirtschaftspolitischer Ansätze. Dies gilt auch vor dem Hintergrund der Wiederwahl Donald Trumps zum US-Präsidenten und der Mehrheit der Republikaner in beiden Kongresskammern. Die bereits begonnene Reise in ein neues, weniger liberales und ökonomisch unsichereres Zeitalter nimmt mit diesem Wahlausgang vermutlich an Tempo auf.

Auf dem globalen Schachbrett findet daher gegenwärtig eine Neubewertung und -gestaltung strategischer Ansätze statt. Dieser Prozess umfasst die Überprüfung bestehender Strategien, deren Weiterentwicklung sowie die Konzeption völlig neuer Herangehensweisen. Diese Neuausrichtung hat weitreichende Konsequenzen. Staaten sehen sich gezwungen, ihre außen- und wirtschaftspolitischen Positionen zu überdenken. Unternehmen müssen ihre Geschäftsmodelle und Strukturen an die sich verändernden globalen Rahmenbedingungen anpassen. Dies kann Neuausrichtungen in Lieferketten, Investitionsstrategien und Markterschließungsansätze umfassen. Und Privathaushalte stehen vor der Herausforderung, ihre finanziellen Planungen und Konsumgewohnheiten an ein möglicherweise volatileres wirtschaftliches Umfeld anzupassen.

Diese Anpassungsprozesse erfordern von allen Akteuren ein hohes Maß an Flexibilität, Weitsicht und Innovationsbereitschaft. Deshalb muss der Fokus der Wirtschaftspolitik eindeutig auf Strukturreformen gelegt werden. Ohne diese werden die anstehenden strukturellen Herausforderungen wie die demografisch bedingte Alterung, schwache Investitionen und ein historisch niedriges Produktivitätswachstum die globale Wirtschaftsdynamik weiterhin dämpfen bei gleichzeitig strukturell bedingt höheren Inflationsraten. Der IWF erklärte in seinem letzten globalen Konjunkturbericht, dass ohne signifikante Reformimpulse eine wirtschaftliche Stagnation in der mittleren Frist droht. Eine solche Wachstumsverlangsamung bedeutet u. a., dass es länger dauern wird, bis die Einkommensunterschiede zwischen armen und reichen Ländern abgebaut sind. Und auch innerhalb der etablierten Volkswirtschaften dürfte sich die Einkommensungleichheit verschärfen, wenn das Wachstum weiter nur auf Sparflamme läuft.

Eine globale Neugestaltung ist im vollen Gange, die mit der eindeutigen Wiederwahl Trumps an Dynamik gewonnen hat

Rivalitäten auf internationaler Bühne, Störfeuer von der Geopolitik und eine Regruppierung der Weltwirtschaft dürften Unternehmen und Haushalte auch in Zukunft fordern

Gefordert sind Strukturreformen! „Durch Deutschland muss ein Ruck gehen.“ (Bundespräsident Roman Herzog 1997)

Wachsende Sorgen und zunehmender Stress sorgen für steigende Unzufriedenheit mit dem Funktionieren der Demokratie

Selten zuvor waren wir so zerrissen zwischen technologischen Umbrüchen, einer zunehmenden Transformationsmüdigkeit und vor allem zwischen unverhofft auftauchenden politischen und geopolitischen Krisen. Es erstaunt daher nicht, dass die Sorgen der Bürger wachsen und die Gesellschaft zunehmend unter Stress steht. In der Folge steigen Unzufriedenheit und Unruhe. Im Deutschland-Monitor 2024 zeigt sich dies bspw. in einer zunehmenden Unzufriedenheit mit dem „Funktionieren“ der Demokratie. Aktuell sind es nur noch 61 %, die zufrieden mit den institutionellen Mechanismen (z. B. der Austausch von Regierung und Opposition und die Gewährleistung der Gleichheit vor dem Gesetz), den Handlungen der Regierenden (z. B. Berücksichtigung von Interessen verschiedener Bevölkerungsgruppen oder Amtsmissbrauch) und den Ergebnissen dieses Handelns (z. B. wirtschaftliche und sozialpolitische Leistungen) sind. Zum Jahreswechsel 2020/21 lag der Zufriedenheitsanteil noch bei 73 %.

Die bis dato stabil geglaubte, mehrheitsfähige politische Mitte beginnt zu erodieren

Aber nicht nur in Deutschland, auch in anderen Volkswirtschaften teilen viele Bürger die Sorge, dass sie sich auf die bisherigen Ordnungen nicht mehr verlassen können. Der deutliche Stimmengewinn rechts- und linkspopulistischer Parteien bspw. in Frankreich, Ungarn, Italien, Großbritannien und den USA ist hierfür symbolisch. Statt den Herausforderungen mit demokratischen Strukturen weltoffen und ohne Vorurteile zu begegnen, wird das Heil in der unreflektierten Identifikation von angeblich Schuldigen, Spaltung und Abwertung des anderen gesucht. Die bis dato stabil geglaubte, mehrheitsfähige politische Mitte beginnt zu erodieren und das Risiko einer dysfunktionalen Politik – und damit auch Demokratie – steigt, da die Notwendigkeit einer adäquaten Anpassung an sich permanent ändernde Umwelthanforderungen verleugnet wird.

Auf dem globalen Schachbrett der Politik und Wirtschaft sind Strategien zu überdenken, müssen weiterentwickelt oder sogar neu gedacht werden

Besser wäre es, wenn wir uns die Frage stellen, welche Weichen gestellt werden und welche Kosten und Risiken in Kauf genommen werden müssen, um auf dem globalen Schachbrett der Politik und der Wirtschaft geostrategisch erfolgreich zu sein. Denn eines scheint sicher: Die internationale Bühne bleibt von Rivalitäten geprägt, wobei geopolitische Spannungen weiterhin ein konstantes Störfeuer für die Wirtschaft darstellen dürften. Zudem zeichnet sich eine zunehmende Tendenz zur Bipolarisierung der Weltwirtschaft in zwei distinkte Blöcke ab, was die globalen Handels- und Investitionsmuster nachhaltig beeinflussen sollte. Ferner dürften sich in den wohlhabenden Volkswirtschaften die Verteilungskämpfe angesichts steigender demografischer Lasten voraussichtlich intensivieren. Dies könnte zu verstärkten sozialpolitischen Debatten und möglicherweise zu Anpassungen in den Sozial- und Steuersystemen führen.

Transformationsprozesse bringen nicht nur Risiken, sondern auch Chancen mit sich

Bei aller Sorge sollte jedoch nicht vergessen werden, dass die anstehenden Transformationsprozesse trotz ihrer Komplexität auch Chancen für Wirtschaft und Gesellschaft eröffnen. Diese Veränderungen bieten das Potenzial für Innovationen und eine Neuausrichtung ökonomischer Strukturen. Die Digitalisierung könnte positiv auf die Produktivität durchschlagen, sodass Unternehmen ihre Effizienz steigern und neue, datengetriebene Geschäftsmodelle entwickeln können. Die wachsende Nachfrage nach IT-Fachkräften schafft zudem neue Beschäftigungsmöglichkeiten und treibt die Digitalisierung voran. Die Dekarbonisierung eröffnet innovative Märkte, vor allem in Schlüsselbranchen wie dem Maschinen- und Fahrzeugbau, der Elektroindustrie sowie der Energie- und Wasserversorgung. Der Fokus auf Umweltkompetenzen führt zur Entstehung neuer Berufsfelder und Qualifizierungsmöglichkeiten. Gleichzeitig kann der Einsatz digitaler Technologien die Ressourceneffizienz steigern und den Energieverbrauch optimieren, was zu einer nachhaltigeren Wirtschaftsweise beiträgt. Der

demografische Wandel bietet Anreize für verstärkte Investitionen in Automatisierung und Künstliche Intelligenz, um dem Fachkräftemangel zu begegnen. Der Anpassungsdruck an neue globale Strukturen im Zuge der De-Globalisierung kann zudem als Katalysator für Innovationen in Unternehmen wirken. Übergreifend bieten diese Transformationsprozesse die Chance, eine Technologieführerschaft in zukunftsweisenden Bereichen zu etablieren.

Unternehmen und Volkswirtschaften, die sich frühzeitig an diese Trends anpassen, können eine Vorreiterrolle einnehmen und ihre langfristige Wettbewerbsfähigkeit sichern. Obwohl diese Veränderungen erhebliche Anpassungen erfordern, bieten sie die Gelegenheit, die Wirtschaft zukunftsfähiger, innovativer und nachhaltiger zu gestalten. Für den Erfolg von Investoren an den Finanzmärkten wird es entscheidend sein, diese Entwicklungen sorgfältig zu beobachten und flexibel auf die sich verändernden globalen Rahmenbedingungen zu reagieren. Die Welt ist vielleicht komplexer geworden, für einen besonnenen Kapitalanleger bietet sie aber – bei aller Verunsicherung und Skepsis auf anderen Gebieten – auch durchaus Chancen. Zur Hebung der Chancen und Abfederung von Risiken aus diesem dynamischen Umfeld empfehlen wir – wie bereits seit Jahren – eine strategische und flexible Herangehensweise bei der Portfoliogestaltung. Hinweise dazu finden Sie im Strategieteil dieser Publikation.

Im Portfoliokontext ist es angesichts des an Komplexität gewinnenden Umfeldes ratsam, flexibel bleiben zu können und auf eine angemessene Ausgewogenheit des Vermögensmixes je nach Risikobereitschaft zu achten

II. Konjunktur

1. Industrieländer

In den USA entschied sich das amerikanische Volk in den Präsidentschafts- und Kongresswahlen Anfang November 2024 für einen überraschend klaren Regierungsauftrag für Donald Trump und seine republikanische Partei. Aktuell besteht große Unsicherheit darüber, welchen wirtschaftspolitischen Ankündigungen Trumps wann und in welchem Ausmaß Taten folgen werden. Entsprechend weit gefächert sind die zu erwartenden ökonomischen Auswirkungen auf die Euroland-Volkswirtschaft. Trumps Vorgehensweise ist vor allem „Deal“-geprägt: Kommt er mit einem anderen Akteur in einzelnen Fragen überein, so können bisher angekündigte Maßnahmen, etwa aus dem Bereich Zölle oder Verteidigung, hinsichtlich Timing und Umfang erheblich abgeändert werden. Es gibt Anreize, die eine möglichst schnelle Umsetzung der Wahlversprechen angezeigt erscheinen lassen, insbesondere die begrenzte Amtszeit des Präsidenten. Andererseits wären die negativen inflationären Effekte etwa der Zollpolitik konträr zu Trumps Versprechungen im Wahlkampf.

USA: Es besteht große Unsicherheit darüber, welchen wirtschaftspolitischen Ankündigungen Trumps wann und in welchem Ausmaß Taten folgen werden

Es sind im Wesentlichen drei Aspekte seines Programms, die es gilt, im Auge zu behalten:

Fiskal-, Einwanderungs- und Handelspolitik im Fokus

1. Eine expansivere Fiskalpolitik, etwa durch Steuersenkungen oder steigende Sozialausgaben, die das US-Haushaltsdefizit und kurzfristig das BIP-Wachstum steigern, aber auch inflationären Druck erzeugen könnte.
2. Eine restriktivere Einwanderungspolitik, die das Arbeitsangebot verknappen und zu steigendem Lohndruck führen könnte.
3. Eine protektionistischere Ausrichtung der US-Handelspolitik, die die Struktur des Welthandels massiv verändern könnte.

Gemäßigter oder entfesselter Trump

Die Unberechenbarkeit des wirtschaftspolitischen Kurses zwingt uns daher, mit Szenarien zu arbeiten. Tendenziell lassen sich zwei Szenarien verdichten:

- Ein gemäßigter Trump, der seinem Selbstbild als „Meister in der Kunst des Verhandeln“ gerecht wird und seine Wirtschaftspolitik deutlich gemäßigter im Vergleich zu seinen Ankündigungen in den Wahlkampfreden verlaufen wird, was mit eher überschaubaren Folgen für die Weltwirtschaft, den -handel und die Kapitalmärkte verbunden wäre.
- Ein entfesselter Trump, der seine Ankündigungen in der Wirtschafts-, Umwelt- und Handelspolitik konsequent verwirklicht, was empfindliche Auswirkungen auf die Weltwirtschaft sowie den -handel und die Kapitalmärkte mit sich bringen würde.

Die Folgen der Politik eines gemäßigten Trumps auf die US-Wirtschaft wären überschaubar

In dem ersten Szenario ist zu erwarten, dass sich das Wirtschaftswachstum 2025 in den USA im Vergleich zu 2024 abschwächen sollte. Verantwortlich dafür ist weniger die Wirtschaftspolitik von Trump als vielmehr die Umstände, dass die in der Corona-Pandemie aufgebaute Überersparnis der privaten US-Haushalte aufgebraucht ist und sich der Arbeitsmarkt tendenziell abschwächt, was die Dynamik des privaten Konsums dämpfen sollte.

Leichte Abschwächung der Wachstumsdynamik voraus

Hinzu kommt, dass eine für diesen Konjunkturzyklus sehr spezielle Konstellation die negativen Auswirkungen der geldpolitischen Straffung in den Jahren 2022 und 2023 signifikant verzögert hat (u. a. der Abbau der in der Corona-Pandemie aufgebauten Überersparnis und der hohe Liquiditätsbestand der Unternehmen). Wir gehen davon aus, dass die dämpfenden Effekte der Leitzinserhöhungen nun zeitverzögert ihre Wirkung entfalten und den stimulierenden Impuls der prognostizierten Leitzinssenkungen in den Jahren 2025/2026 teilweise neutralisieren werden.

Rund 2 % Wachstum im Jahr 2025 bei einer jahresdurchschnittlichen Inflation von 2,5 %

Alles in allem gehen wir daher davon aus, dass das Wirtschaftswachstum von 2,7 % im Jahr 2024 auf rund 2,0 % absinken sollte. Die Inflation sollte sich 2025 auf einem Niveau von rund 2,5 % stabilisieren.

Bei einem entfesselten Trump ist in der mittleren Frist mit einem signifikanten Anstieg der Inflation zu rechnen

Ein entfesselter Trump hätte vor allem Auswirkungen auf die Inflation. Eine Zollanhebung gegenüber China auf 60 % würde das inländische Preisniveau in den USA um etwa 0,6 Prozentpunkte steigern. Der von ihm propagierte Zolltarif von 10 % bis 20 % auf alle anderen Länder dürfte die Inflation weiter nach oben treiben. Modellrechnungen zeigen, dass ein universeller 10 %-Zoll das Preisniveau bis Ende 2025 um 0,7 Prozentpunkte anheben würde. Bei einem Zollsatz von 20 % wäre der inflationäre Effekt entsprechend stärker ausgeprägt. Der kumulierte inländische Preiseffekt wird auf 1,1 bis 1,4 Prozentpunkte geschätzt. Eine restriktive Migrationspolitik könnte angesichts der Enge am US-Arbeitsmarkt einen zusätzlichen Preisauftrieb verursachen, da Möglichkeiten zur Importsubstitution begrenzt sind.

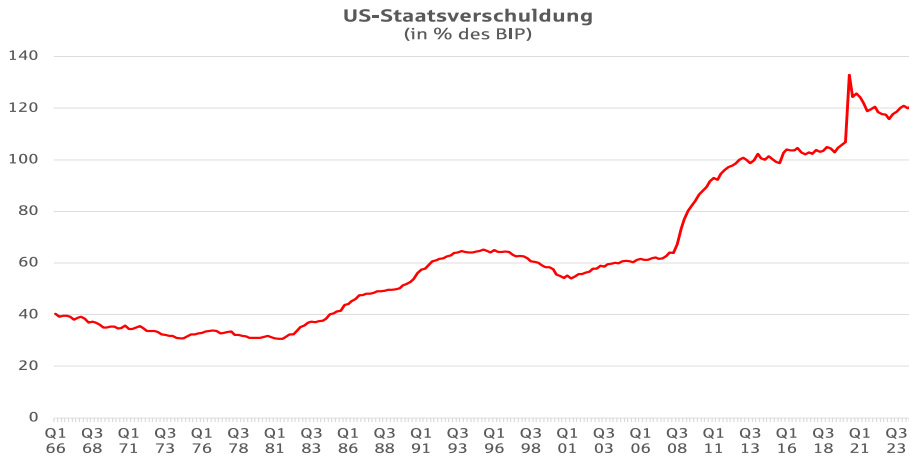
Nach der Wahl rücken bei der Fed Inflationssorgen stärker in den Fokus

In diesem deutlich verschärften Szenario dürfte die Fed ihre Zinssenkungen wohl bis auf Weiteres aussetzen und möglicherweise das Zinsniveau sogar erhöhen, was die Wachstumsdynamik der USA unter das von uns für 2025 prognostizierte Niveau von rund 2,0 % drücken würde.

US-Staatsverschuldung außer Rand und Band

Werfen wir noch einen Blick auf den Staatshaushalt, dessen Ausgangslage ohnehin schon angespannt ist. Der aktuelle Schuldenberg beziffert sich auf 121 % des BIP. In der Steuerpolitik plant Trump, den niedrigen Unternehmenssteuersatz von 21 % beizubehalten und weitere Steuervorteile dauerhaft zu gewähren. Der Ausschuss für einen verantwortungsvollen

Bundeshaushalt (Committee for a Responsible Federal Budget, CRFB) schätzt, dass diese Politik zu jährlichen Mehrkosten von 2,5 % des BIP führen und die Staatsverschuldung weiter erhöhen wird. Bei einer anhaltend stabilen Wirtschaftsentwicklung in den USA könnte die staatliche Schuldenstandsquote innerhalb einer Dekade auf über 140 % steigen.



Solche Maßnahmen hätten das Potenzial, die öffentlichen Finanzen erheblich zu belasten und die langfristige Tragfähigkeit der Staatsschulden in Frage zu stellen. Die kontinuierlich ansteigende Staatsverschuldung hat zu einer Situation geführt, die zunehmend Parallelen zu Ländern wie Italien aufweist, die für ihre problematische Haushaltslage bekannt sind. Im Vergleich zu Nationen mit traditionell solider Finanzpolitik wie der Schweiz oder Deutschland verliert die weltgrößte Volkswirtschaft zusehends an fiskalischer Stabilität.

Schlechte Lage und noch trüberer Ausblick

Die Folgen dieser Entwicklung dürfen nicht unterschätzt werden. Die USA verfügen über ein wertvolles Privileg: Sie sind einzigartig als weltgrößte Volkswirtschaft mit den größten Kapitalmärkten und der wichtigsten Währung. Daher sind US-Staatsanleihen weltweit als Sicherheitspolster gefragt – umso stärker, je größer die Unsicherheit ist. Dieses Privileg beruht auf Glaubwürdigkeit und damit vor allem auf der politischen Stabilität der USA. Solange Investoren annehmen können, dass die Situation unter Kontrolle bleibt, können die USA ihre steigenden Schulden finanzieren. Das kann sehr lange funktionieren – es bleibt zu hoffen, dass Trump dieses Privileg nicht verspielt, das Vertrauen nicht schwindet und der US-Dollar seine Rolle als Weltleit- und -reservewährung nicht einbüßen muss.

Trump könnte die Rolle des US-Dollar als Weltreservewährung schwächen

Bei den hier skizzierten Szenarien sollte beachtet werden, dass viele direkte Auswirkungen der wirtschaftspolitischen Maßnahmen der US-Regierung erst im späteren Jahresverlauf sichtbar werden, da neue Maßnahmen nach der Amtseinführung Ende Januar 2025 zunächst kodifiziert und implementiert werden müssen. Für das Jahr 2025 sollten die direkten Auswirkungen eher verhalten ausfallen. Sie sollten ihre negativen Effekte vor allem in den Jahren 2026 ff. entfalten. Doch neben den direkten Effekten potenzieller Politikveränderungen könnten auch Erwartungsanpassungen von privaten Haushalten und Unternehmen Auswirkungen auf die US-Wirtschaftsentwicklung haben, die sich jedoch kaum quantifizieren lassen.

Vor allem in der mittleren Frist bereitet ein entfesselter Trump Sorgen

Auch im Euroraum gestaltet sich die aktuelle politische Lage als schwierig. Nationalistische Parteien haben bei den Europawahlen Mitte 2024 in etlichen Mitgliedstaaten die meisten Stimmen bekommen, etwa in Frankreich, Italien, Österreich oder Belgien, und sind im volkswirtschaftlich größten EU-Staat

Euroraum: Europa droht im politischen Stillstand zu versinken

Deutschland zweitstärkste Kraft geworden. Das Europaparlament dominieren sie damit zwar nicht, das Wahlergebnis stellt aber eine Gefahr für die Handlungsfähigkeit der EU dar, da es Auswirkungen auf die Politik der Mitgliedstaaten haben kann. Diese könnten künftig stärker durch die nationale Brille schauen und nationalistische Parteien könnten den Kurs stärker bestimmen. Erster Prüfstein dafür waren die vorgezogenen Parlamentsneuwahlen in Frankreich, wo der linke und rechte Flügel deutliche Stimmengewinne verzeichnen konnten. Seither steckt Frankreich in einer politischen Krise, die unlängst in einem Sturz der französischen Regierung unter Premierminister Barnier mündete. Aber auch in Österreich sowie Belgien und bei den Landtagswahlen in Ostdeutschland haben die Rechtspopulisten im Superwahljahr 2024 kräftig zugelegt. Wir sehen – wie bereits angemerkt – die Gefahr, dass es zukünftig in vielen Ländern an einer mehrheitsfähigen politischen Mitte fehlt und es deshalb zu einem Stillstand kommt, was neue Gesetze und dringend notwendige Reformen angeht.

Die Wirtschaft erwartet von der EU vor allem den Schutz ihrer globalen Wettbewerbsfähigkeit, der Höhenflug links- und rechtspopulistischer Parteien dürfte das schwieriger machen

Die Wirtschaft erwartet von der Politik zu Recht, dass sie sich vor allem darum kümmert, die Wettbewerbsfähigkeit Europas zu stärken. Gemeinsames Handeln – etwa durch EU-Handelsabkommen – und ein funktionierender Binnenmarkt sind dabei Voraussetzung, um sich gegenüber globalen Wirtschaftsmächten wie China, den USA oder Indien erfolgreich behaupten zu können. Auch faire Wettbewerbsregeln lassen sich nur schaffen, wenn dabei das gesamteuropäische Interesse Vorrang vor nationalen Eigeninteressen bekommt. Mit einflussreichen nationalistischen Parteien wird das schwierig.

Der Aufstieg populistischer Parteien birgt Risiken für den Wirtschaftsstandort Europa

Das Gegenteil könnte sogar der Fall sein: Protektionistische Tendenzen dürften den freien Warenverkehr behindern und die Wettbewerbsfähigkeit europäischer Unternehmen schwächen. Restriktive Einwanderungspolitiken können zu Arbeitskräftemangel führen und das Wirtschaftswachstum bremsen. Populistische Forderungen nach höheren Sozialausgaben bei gleichzeitigen Steuersenkungen dürften die Staatsfinanzen belasten und zu steigenden Schuldenquoten führen. Politische Unsicherheit und potenzielle Konflikte mit EU-Institutionen könnten das Vertrauen von Investoren erschüttern und Kapitalabflüsse auslösen. Und es besteht die Gefahr, dass eine Schwächung der EU-Institutionen die wirtschaftliche Zusammenarbeit beeinträchtigt und die Vorteile des gemeinsamen Marktes untergräbt.

Draghis Weckruf für Europa

Der Bericht des ehemaligen EZB-Chefs Mario Draghi über die Wettbewerbsfähigkeit der EU zeichnet ein besorgniserregendes Bild über die europäische Wirtschaftsentwicklung, insbesondere im Bereich Innovation und Produktivitätswachstum. Die Analyse zeigt eindrucksvoll, dass Europa im globalen Wettbewerb zunehmend an Boden verliert, vor allem gegenüber Wirtschaftsmächten wie den USA und China. Besonders gravierend ist der Rückstand in zukunftsweisenden Schlüsselsectoren wie Künstlicher Intelligenz, Pharmazie und Biotechnologie. In diesen Bereichen haben die USA und China einen beträchtlichen Vorsprung erlangt. Im Gegensatz dazu konzentriert sich Europas wirtschaftliche Stärke auf traditionelle Branchen, die durch ein langsames Nachfragewachstum und seltenere technologische Durchbrüche gekennzeichnet sind.

Wie Investitionen auf den Weg gebracht werden können

Um diese Entwicklung zu korrigieren, empfiehlt das sogenannte „Team Draghi“ eine umfassende Investitionsoffensive. Diese sollte sich auf Bereiche wie Infrastruktur, Bildung, Digitalisierung und Forschung erstrecken. Allerdings zeigt sich der Privatsektor bisher zurückhaltend bei Investitionen. Um die notwendige Dynamik zu entfachen, ist ein Umdenken erforderlich. Dies

beinhaltet einen radikalen Abbau von Investitionshemmnissen. Ein verschärfter Bürokratieabbau, die Stärkung von Arbeitsanreizen und Investitionen sowie die Förderung von Risikokapital für junge Unternehmen sind dringend geboten. Ziel muss es sein, Europas Wettbewerbsfähigkeit in zukunftsträchtigen Sektoren zu stärken und das Wirtschaftswachstum nachhaltig zu fördern. Die Umsetzung dieser Maßnahmen könnte entscheidend sein, um den Anschluss an die globalen Wirtschaftsführer nicht zu verlieren und Europas Position in der Weltwirtschaft zu festigen.

Bis es soweit ist, ist der Konjunkturhimmel für den Euroraum im Jahr 2025 eher verhangen. Wir erwarten in unserem Basisszenario für den Währungsraum ein Wirtschaftswachstum von 0,5 bis 1,0 %, was damit ähnlich hoch liegt wie 2024 (rund 0,7 %). Die Inflationsrate sollte 2025 jahresdurchschnittlich angesichts eines anhaltend hohen Lohndrucks und der altbekannten strukturellen Faktoren bei ca. 2,5 % liegen, was ungefähr mit dem Wert von 2024 korrespondiert.

Ein großer Unsicherheitsfaktor bei unser Konjunkturprognose bildet der zukünftige politische Kurs von Donald Trump. In einem Szenario selektiv und moderat höherer Importzölle gegenüber der EU sowie stärkeren pauschalen Zollerhöhungen gegenüber China im ersten Halbjahr 2025 dürften die wachstumsdämpfenden Effekte moderat ausfallen. Wir haben die damit einhergehenden, leicht sinkenden Exporte aus dem Euroraum in die USA mit einem leichten Abschlag in unserer BIP-Prognose für das Basisszenario im Jahr 2025 berücksichtigt. Die EZB dürfte sich in ihrer politischen Ausrichtung davon nicht beeindrucken lassen.

Ein entfesselter Trump, der ein „Maximal-Programm“ von Zollerhöhungen durch die USA und mögliche Gegenmaßnahmen der Europäischen Union heraufbeschwören könnte, hätte erhebliche Konsequenzen für die Wirtschaftsperspektiven des Euroraums. Modellrechnungen zeigen Wachstumseinbußen von 0,3 Prozentpunkten im ersten und 0,6 Prozentpunkten im zweiten Jahr. Diese Situation würde die Konjunkturerwartungen sehr anfällig für weitere negative Faktoren machen. Mögliche Gegenmaßnahmen der EU, wie erhebliche Zollanhebungen gegenüber den USA und China, um Umleitungen von Güterströmen zu reduzieren, dürften zu zusätzlichem Inflationsdruck in Europa führen. Allerdings sind die Einschätzungen angesichts der hohen Unsicherheit nicht eindeutig. In diesem Fall könnte die Europäische Zentralbank bis Ende 2025 deutliche Zinssenkungen in Betracht ziehen. Dies wäre der Fall, wenn eine schwächere Konjunktur oder Rezession den Lohn- und Preisdruck deutlich reduzieren und somit den Inflationsdruck aus der Handelspolitik überkompensieren würde. Alles in allem hängen die genauen Auswirkungen stark von den konkreten Maßnahmen und Gegenmaßnahmen sowie der Reaktion der Zentralbanken ab.

Die deutsche Volkswirtschaft steckt bereits seit längerem in einem Wachstumsloch. Vor allem das noch immer stark dominierende verarbeitende Gewerbe, dessen Anteil an der Bruttowertschöpfung bei rund 30 % liegt, befindet sich in der Krise, und hier vor allem die Industrie (Bruttowertschöpfungsanteil: 17 %). Seit 2018 geht es mit der deutschen Industrie bergab. Im Jahr 2024 wurde im Durchschnitt 12 % weniger produziert als vor sechs Jahren. Es handelt sich hierbei offensichtlich nicht um einen zyklischen Abschwung, sondern um strukturelle Faktoren und gleich drei Schocks, denen die deutsche Industrie ausgesetzt ist. Zu nennen sind hier der Energiepreis-,

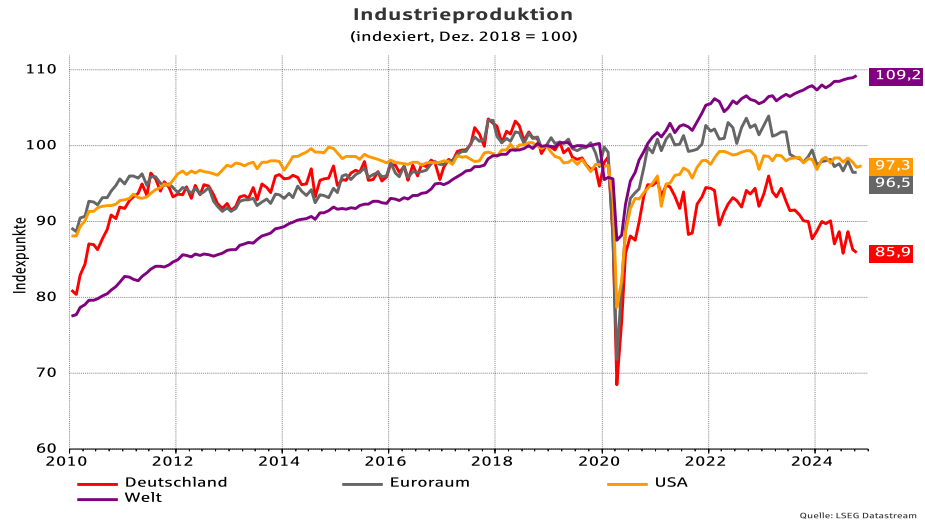
Wir erwarten ein Wachstum von 0,5 - 1,0 % und eine jahresdurchschnittliche Inflationsrate von rund 2,5 % im Jahr 2025

Auch für die Eurolandwirtschaft ist der politische Kurs Trumps maßgeblich

Das Konjunkturbild trübt sich deutlich, wenn es durch einen entfesselten Trump zu verstärkten Zollmaßnahmen kommt

Strukturelle Faktoren und gleich drei Schocks setzen der deutschen Volkswirtschaft zu

der China- und der Demografie-Schock. Letzteren haben wir an dieser Stelle bereits mehrfach thematisiert.



„Made in China“-Strategie der chinesischen Regierung wird zum Belastungsfaktor für die deutsche Wirtschaft

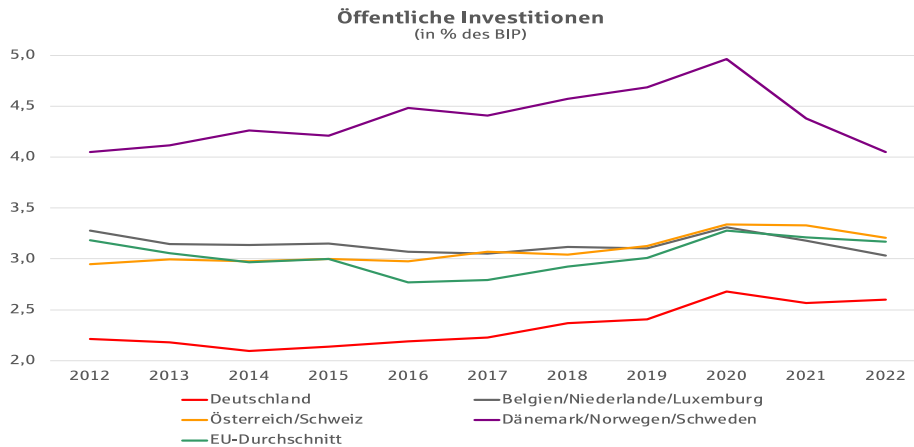
Der Energiepreis-Schock, der mit dem Krieg Russlands gegen die Ukraine einsetzte, ist auch heute noch zu spüren. So liegt der Erdgaspreis aktuell fast doppelt so hoch wie 2019 und den Jahren zuvor, was besonders die energieintensiven Industrieunternehmen belastet. Der China-Schock resultiert aus der von der chinesischen Regierung im Mai 2015 verkündeten „Made in China“-Strategie. In dieser Strategie hat das chinesische Politbüro verschiedene Sektoren definiert, in denen China die Weltmarktführerschaft anstrebt. Dazu gehört auch die für Deutschland so wichtige Automobilindustrie, die erheblich zur Wertschöpfung, Beschäftigung und zum Außenhandel beiträgt und für etwa 30 % der gesamten internen Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen in Deutschland verantwortlich ist.

Deutschland hat bei E-Autos den Anschluss verloren

Vor allem die Umstellung auf Elektromobilität setzt der deutschen Automobilindustrie zu. Hohe Kosten, Fachkräftemangel und unzureichende Ladeinfrastruktur bremsen den Fortschritt. Die Konkurrenz aus China ist hier hingegen stark. China hat 2023 rund 330 % mehr E-Autos exportiert als 2021. Deutschland kommt hier hingegen nur auf eine Wachstumsrate von 160 %, und 2024 dürfte sich das Verhältnis wahrscheinlich noch mehr zugunsten von China verschoben haben. Doch nicht nur der Automobilsektor ist von dem China-Schock betroffen. Seit Anfang 2023 sind die deutschen Exporte nach China um 10 % eingebrochen, was die Gesamtexporte um 2 % nach unten gedrückt hat. Auch der Maschinenbau und die Chemie spüren den Wettbewerb aus China deutlich.

Es rächt sich, dass wir jahrelang von der Substanz unseres Kapitalstocks gelebt haben

Zu diesen drei Schocks gesellt sich ein chronischer Investitionsmangel. Deutschland investiert im Vergleich zu anderen EU-Ländern deutlich weniger in seine öffentliche Infrastruktur. Seit dem Jahr 2000 wurden durchschnittlich nur 2,1 % des BIP in Bereiche wie Straßen, Brücken, Schienennetz und Schulbau investiert, während der EU-Durchschnitt bei etwa 3,7 % liegt. Diese Investitionslücke kann nicht durch ökonomische, fiskalische, demografische oder institutionelle Faktoren erklärt werden; auch die Schuldenbremse kann nicht als Erklärungsgrund herhalten, dies legen zumindest verschiedene ökonometrische und empirische Modelle nahe. Die Investitionsschwäche scheint vielmehr eine chronische Krankheit geworden zu sein, für die Faktoren wie langwierige Planungsverfahren und Personalmangel verantwortlich sind.



Die deutsche Volkswirtschaft leidet unter einer Kombination aus Nachfrageschwäche und Problemen auf der Angebotsseite. Die deutsche Stagnation liegt dabei auch an der Aufzehrung des öffentlichen Kapitalstocks, dessen Ursache wiederum zumindest teilweise in der restriktiven deutschen Finanzpolitik zu suchen ist, die sowohl Steuer- als auch Schuldenerhöhungen beinahe kategorisch ausschließt. Die im Februar neu ins Amt gewählte Regierung steht vor der Aufgabe, entschlossen und mit Nachdruck zu handeln und umfassende sowie wirkungsvolle Maßnahmen zu ergreifen. Zu hoffen ist auf einen klaren wirtschaftspolitischen Kurs, der Planungssicherheit bringt und es Unternehmen sowie privaten Haushalten ermöglicht, die anstehenden notwendigen Transformationsprozesse erfolgreich zu meistern.

Dazu gehört auch eine beherzte, langfristig angelegte staatliche Infrastrukturpolitik, was eine pragmatische Reform der Schuldenbremse erfordert – so wie sie beispielsweise der Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung in einem Policy Brief Anfang 2024 vorgeschlagen hat. Ohne dies wird es kaum gehen, zumal die absehbaren Belastungen für die öffentlichen Haushalte ohnehin bis zum Ende des Jahrzehnts stetig anwachsen werden und nach Schätzungen von Konjunkturobersten bis zu 5 % des BIP ausmachen könnten. Höhere Zinsausgaben, Kosten der alternden Bevölkerung und mehr Geld für Verteidigung kommen zu einer notwendigen Investitionsoffensive hinzu.

Vor dem Hintergrund des skizzierten Umfelds sollte es nicht erstaunen, dass wir eher zurückhaltend sind, was die Konjunkturperspektiven der deutschen Volkswirtschaft für das Jahr 2025 betrifft. Wir erwarten in unserem Basisszenario ein Wachstum von 0,0 - 0,5 % nach einer Stagnation 2024. Wachstumsimpulse könnten vor allem von der Binnenwirtschaft kommen, insbesondere vom privaten Konsum, der von den gestiegenen Realeinkommen profitiert. Wir hegen eine leichte Hoffnung, dass sich die Lähmung der deutschen Wirtschaft in eine Aufbruchstimmung wandelt, wenn die neue Regierung eine konsequente Reformpolitik umsetzt. Das Bild trübt sich dann ein, sollte es verstärkte Handelsbeschränkungen durch einen entfesselten Trump geben. Experten schätzen, dass Deutschland in diesem Fall mit BIP-Rückgängen von rund 0,5 Prozentpunkten im ersten und im zweiten Jahr zu rechnen hat. Zusätzliche Negativfaktoren wie etwa die Aussicht auf einen fortgesetzten Handelskrieg könnten sogar noch tiefere Wachstumseinbrüche auslösen.

Hinsichtlich der Inflation sind wir – wie für den Euroraum – skeptisch, dass im Jahresdurchschnitt 2025 der Zielwert der EZB erreicht wird. Die Löhne sind in Deutschland 2024 stark gestiegen und auch für dieses Jahr deuten sich

Die im Februar neu ins Amt gewählte Regierung steht vor der Aufgabe, entschlossen und mit Nachdruck zu handeln und umfassende sowie wirkungsvolle Maßnahmen zu ergreifen

Schuldenbremse: Flexibilität erhöhen und Stabilität wahren

Auch 2025 kaum Wachstum

Die Inflationsrate sollte 2025 mit rund 2,5 % weiter über der Zielmarke der EZB liegen

überdurchschnittliche Lohnsteigerungen an. Gleichzeitig hat sich die Produktivität ungünstig entwickelt, was zu weiter steigenden Lohnstückkosten führt, die zumindest teilweise weitergereicht werden. Hinzu kommen strukturelle Faktoren, die vor allem die Kernrate der Inflation hochhalten sollten. Wir erwarten eine jahresdurchschnittliche Inflationsrate von 2,5 % im Jahr 2025 nach ca. 2,3 % im vergangenen Jahr.

2 Schwellenländer

Heterogene Entwicklung in den Schwellen- und Entwicklungsländern

Wir hatten bereits in unserem großen Bild darauf hingewiesen, dass sich die Wirtschaft innerhalb der Schwellen- und Entwicklungsländer sehr heterogen entwickelt hat. Es ist uns an dieser Stelle nicht möglich, detailliert auf die einzelnen Länder einzugehen. Nachfolgende Tabelle gibt einen Überblick über die Wachstums- und Inflationsprognosen des Internationalen Währungsfonds für die größeren Schwellenländer.

	BIP-Wachstum			Inflationsrate (Jahresdurchschnitt)		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Entwicklungs- und Schwellenländer	5,7	5,3	5,0	8,1	7,9	5,9
- China	5,2	4,8	4,5	0,2	0,4	1,7
- Indien	8,2	7,0	6,5	5,4	4,4	4,1
- Russland	3,6	3,6	1,3	5,9	7,9	5,9
- Brasilien	2,9	3,0	2,2	4,6	4,3	3,6
- Mexiko	3,2	1,5	1,3	5,5	4,7	3,8
- Südafrika	0,7	1,1	1,5	5,9	4,7	4,5

Quelle: Internationaler Währungsfonds, World Economic Outlook, Okt. 2024

China: Angemessener historischer Aufholprozess oder nationalistisches Machtstreben

Wir wollen nachfolgend ausschließlich etwas näher auf die chinesische Volkswirtschaft eingehen, die mitten in einem geopolitischen Gerangel und heimischen Reparaturarbeiten steckt. Das Land strebt zunehmend nach politischer, ökonomischer und technologischer Führerschaft, was kontroverse Diskussionen auslöst. Einerseits kann Chinas Entwicklung als legitimer historischer Aufholprozess einer aufstrebenden Nation betrachtet werden. Andererseits sehen Kritiker darin Anzeichen eines aggressiven nationalistischen Machtstrebens. Diese Debatte hat weitreichende Implikationen für die globale Wirtschaftsordnung. Der wachsende Einfluss Chinas verändert bestehende Handelsstrukturen und schafft neue Abhängigkeiten. Gleichzeitig intensiviert sich der Kampf um die Vorherrschaft in Schlüsseltechnologien wie KI und 5G, und die zunehmenden Rivalitäten, insbesondere mit den USA, belasten das globale Wirtschaftsklima. Die scharfe Rhetorik von Donald Trump in diesem Kontext ist nur ein Beleg dafür, dass die Debatte um Chinas Rolle in der Weltwirtschaft noch lange andauern und die globale Wirtschaftspolitik maßgeblich beeinflussen wird. Für Unternehmen und Investoren ergeben sich daraus sowohl Chancen als auch Risiken, und die langfristigen Auswirkungen von Chinas Ambitionen auf die Weltwirtschaft bleiben ein wichtiger Faktor für zukünftige Konjunkturprognosen und strategische Entscheidungen.

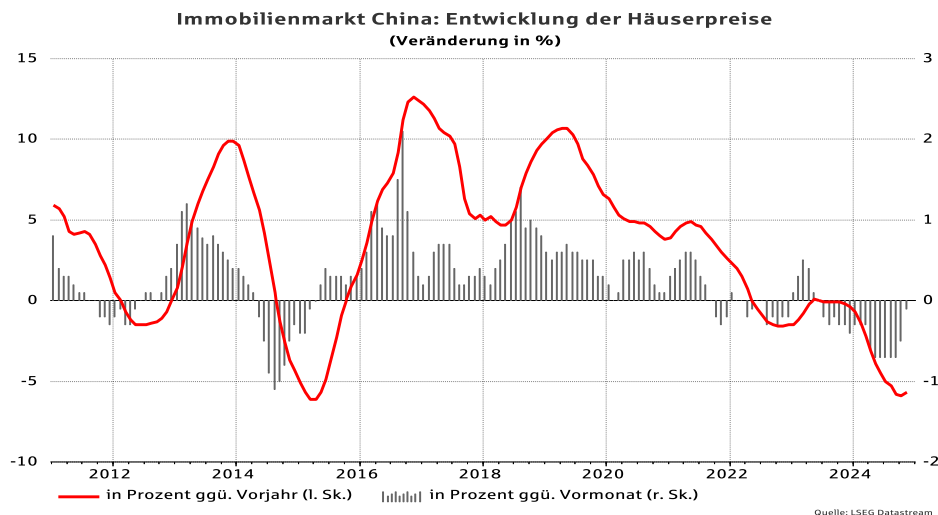
Die zu erwartenden Zollerhöhungen unterstreichen, dass China sein Wachstumsmodell neu ausrichten muss

Mit dem Amtsantritt von Donald Trump ist eine Wiederbelebung des seit Anfang 2020 weitgehend ruhenden Handelskonflikts zwischen den USA und China zu erwarten. Es zeichnet sich eine neue Runde von Zollerhöhungen ab, die sich gegenseitig hochschaukeln könnten. Diese Entwicklung sollte den chinesischen Industriesektor belasten, was die Notwendigkeit unterstreicht, dass das chinesische Wachstumsmodell dringender denn je eine Neuausrichtung braucht. Das bisherige Modell, das auf einer stetigen Erweiterung der Infrastruktur- und Exportkapazitäten basierte, stößt zunehmend an seine Grenzen. Für ein nachhal-

tig höheres Wachstum und eine Steigerung des Wohlstands im Land ist eine Transformation hin zu einer stärker konsumorientierten Ökonomie dringend notwendig. Diese Umstellung würde nicht nur das Wachstum auf eine breitere Basis stellen, sondern auch die Binnennachfrage stärken und die Abhängigkeit von externen Faktoren reduzieren.

Ein weiterer kritischer Punkt ist die anhaltende Immobilienkrise, die die Bauinvestitionen lähmt und den privaten Konsum schwer belastet. Um diese zu überwinden, müssen die Immobilienpreise die tatsächlichen Knappheitsverhältnisse widerspiegeln. Eine realistische Bewertung des Immobilienmarktes ist entscheidend für die Stabilisierung dieses wichtigen Wirtschaftssektors und das Vertrauen der Investoren. Allerdings zeigen die jüngsten Stabilisierungsversuche der chinesischen Regierung, dass die ergriffenen Maßnahmen nicht in die erforderliche Richtung gehen. Statt strukturelle Reformen voranzutreiben, scheinen die aktuellen Maßnahmen eher darauf ausgerichtet zu sein, das bestehende System zu stützen. Angesichts dessen sehen wir wenig Spielraum für eine signifikante Erhöhung der Wachstumsraten in naher Zukunft. Ohne grundlegende Reformen und eine strategische Neuausrichtung der Wirtschaftspolitik dürfte China Schwierigkeiten haben, zu den hohen Wachstumsraten der Vergangenheit zurückzukehren. Wir erwarten für das Jahr 2025 ein Wirtschaftswachstum von 4,0 bis 4,5 % nach rund 4,5 % im Jahr 2024.

Um die Immobilienkrise zu überwinden, müssen die Immobilienpreise die wahren Knappheitsverhältnisse anzeigen



III. Zinsen

1. Geldmärkte

Die US-Wirtschaft entwickelt sich erstaunlich robust und erfreut sich eines erklecklichen Wachstumsvorteils gegenüber den anderen großen entwickelten Volkswirtschaften. Sowohl die US-Unternehmen des verarbeitenden Gewerbes als auch die US-Verbraucher blicken per saldo seit Mitte des letzten Jahres optimistischer in die Zukunft, und auch die Zuversicht der Wohnbauunternehmen ist zuletzt gestiegen. Zudem sprechen die jüngsten US-Arbeitsmarktdaten für eine vergleichsweise stabile Verfassung der US-Wirtschaft. Die im letzten Halbjahr zu beobachtende, nachlassende Dynamik des Beschäftigungsaufbaus sollte nicht überinterpretiert werden. Sie wird teilweise durch den deutlich gesunkenen Migrationssaldo ausgeglichen, wodurch weniger neue Stellen benötigt werden, um die Arbeitslosenquote stabil zu halten.

Die US-Wirtschaft zeigt sich erstaunlich robust

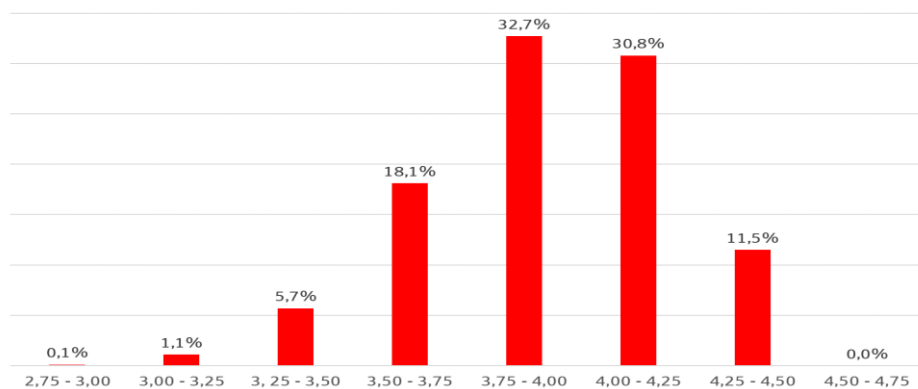
Die Enge am US-Arbeitsmarkt hält weiter an und könnte für Druck in der Lohnpipeline sorgen

In diese Richtung deutet auch der kräftige Stundenlohanstieg von über 8 % von Januar bis November 2024. Diese Entwicklung zeigt, dass der US-Arbeitsmarkt zwar langsamer wächst als zu Jahresbeginn, aber bereits ein leichter Konjunkturschub aufgrund des Arbeitskräftemangels ausreichen könnte, um den Druck auf der Lohnpipeline merklich zu erhöhen und über Zweitrundeneffekte die Inflation anzukurbeln.

Das Zeitfenster für Zinssenkungen sollte sich im Jahresverlauf 2025 zügig schließen

In diesem komplexen Umfeld steht die Federal Reserve vor einer schwierigen Aufgabe. Aktuell überwiegen noch die Argumente für Zinssenkungen. So hat dann auch die US-Notenbank das Zielband für die Federal Funds Rate im vergangenen Jahr um 100 Basispunkte von 5,25 bis 5,50 % auf nunmehr 4,25 bis 4,50 % gesenkt. Das Zeitfenster für weitere Zinssenkungen sollte sich dann im Jahresverlauf 2025 zügiger schließen als derzeit an den Geldterminmärkten 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 geplanten wirtschaftspolitischen Maßnahmen der neuen Regierung. Wenn erst einmal die Trump-Administration am Ruder ist und ihre Politik der niedrigen Steuern, Importzölle, Deregulierungen und strengerer Einwanderungspolitik implementiert, liegen die Inflationsrisiken eindeutig auf der Oberseite.

Aus Futures abgeleitete Eintrittswahrscheinlichkeit für diverse US-Leitzinsniveaus zum Jahresende 2025



Der Sieg von Trump macht der Fed das Geschäft nicht leichter und könnte wiederholt Anpassungen der Prognosen erfordern

Wir sehen die obere Grenze des Zielbandes der Fed Funds Rate zur Jahresmitte 2025 bei 4,00 bis 4,25 %, was Raum für ein bis zwei Zinssenkungen von jeweils 25 Basispunkten bietet. In der zweiten Jahreshälfte dürfte die Fed an dem dann erreichten Niveau festhalten. Wie bereits mehrfach angeführt, sind die Auswirkungen des Wirtschaftsprogramms von Donald Trump mit erheblichen Unsicherheiten behaftet und bewegen sich in relativ weiten Bandbreiten. Erst im Laufe des ersten Quartals 2025 dürften wir mehr Klarheit über die geplanten wirtschaftspolitischen Schritte erhalten. Angesichts dieser Unsicherheiten ist davon auszugehen, dass in den kommenden Monaten häufigere Anpassungen der Wirtschaftsprognosen erforderlich sein werden als üblich. Die Situation erfordert eine flexible und aufmerksame Herangehensweise an die Analyse der wirtschaftlichen Entwicklungen. Um es mit den Worten des Fed-Präsidenten Jerome Powell auszudrücken und ins Deutsche zu übersetzen: „Es ist ein so frühes Stadium – es gibt nichts zu modellieren.“

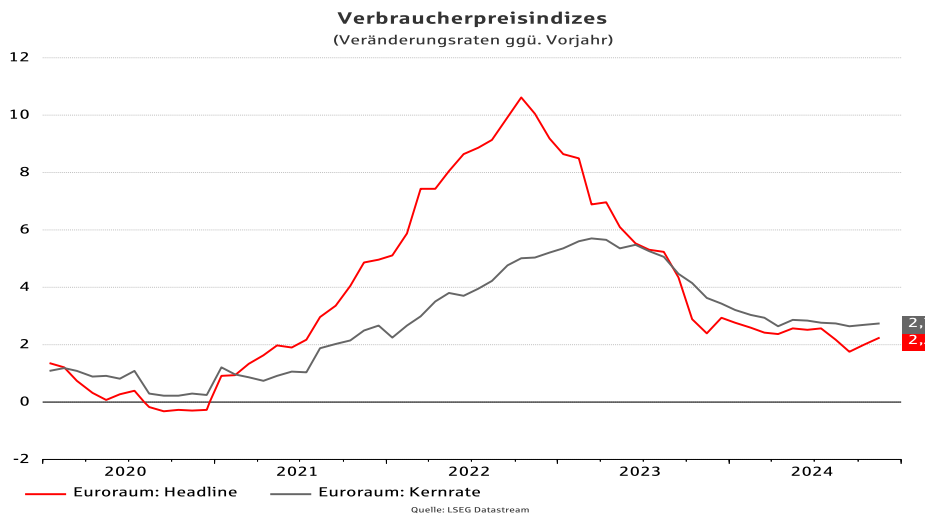
EZB schaltete 2024 auf Zinssenkungskurs um

Die EZB ist im vergangenen Jahr auf Zinssenkungskurs eingeschwenkt und hat in vier Schritten den maßgeblichen Einlagensatz von 4,00 % auf 3,00 % gesenkt. Da einerseits die Inflationsrate in der ersten Jahreshälfte stärker als er-

wartet zurückging und sogar kurzzeitig unter die 2-Prozent-Marke fiel und andererseits die Konjunkturdaten im Jahresverlauf oft hinter den Erwartungen zurückblieben, erstaunt der Kurswechsel nicht. Was uns jedoch überrascht, ist die Geschwindigkeit, mit der die Zinsen nach unten geführt wurden, denn bei der Euroland-Inflation zeigt sich ein zweigeteiltes Bild.

Zwar ist die Teuerungsrate im September 2024 erstmals seit drei Jahren unter die Zielmarke der EZB gefallen, gleichzeitig ist der unterliegende Preisdruck, gemessen an der Kernrate im Euroraum, unverändert hoch. Hinzu kommt, dass die Inflation im vergangenen Jahr vor allem aufgrund von Basiseffekten gesunken ist. Diese sind im Herbst ausgelaufen, sodass die Verbraucherpreise bereits im Oktober wieder über die 2-Prozent-Marke gestiegen sind. Ferner deuten strukturelle Faktoren darauf hin, dass sich die Inflation in der mittleren Frist eher über der Zielmarke der EZB etablieren wird.

Das Euroland-Inflationsbild bleibt getrübt



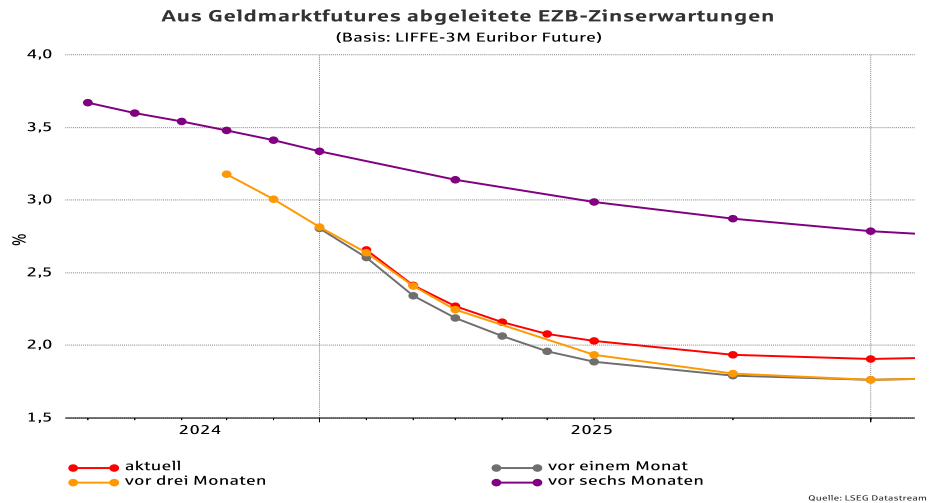
In diese Richtung zeigt u. a. der weiter kräftige Anstieg der Tariflöhne, der sich anders als von der EZB erwartet noch nicht abgeschwächt hat. Angesichts des unverändert anhaltenden Arbeitskräftemangels halten wir es für recht unwahrscheinlich, dass sich an der Lohnfront in naher Zukunft eine nachhaltige Entspannung einstellt. Neben dem demografischen Wandel sprechen zudem die Themen Dekarbonisierung sowie Deglobalisierung und die ausgeprägte Defizitkultur (zunehmende Staatsverschuldung) in einigen Euroländern für strukturell bedingten Druck auf der Inflationspipeline. Zudem wird die Wahrscheinlichkeit von Angebotsschocks höher eingeschätzt als in der Vergangenheit, wobei geopolitisch bedingt steigende Erdgaspreise oder höhere Lebensmittelpreise aufgrund von Extremwetterereignissen als mögliche Auslöser genannt werden. Angesichts dieser Entwicklungen ist der Spielraum der EZB für Zinssenkungen als begrenzt einzuschätzen.

Der weitere Zinssenkungsspielraum der EZB scheint begrenzt

Konjunktur- und Inflationsausblick deuten in Summe auf die Notwendigkeit einer neutralen Geldpolitik hin. Entsprechend positionieren sich aktuell auch viele EZB-Ratsmitglieder, wobei über das Niveau eines neutralen Zinses die Meinungen innerhalb der EZB auseinandergehen. Direktoriumsmitglied Isabel Schnabel verortete dieses Niveau zwischen 2 % und 3 %. Wir positionieren uns innerhalb dieser Bandbreite in der Mitte. Die Wahrscheinlichkeit dafür, dass die Euroland-Notenbank in der ersten Jahreshälfte bis in den expansiven Bereich vorstoßen wird, sehen wir nach wie vor als gering an, da die jahresdurchschnittliche Inflationsrate in der Eurozone 2025 wahrscheinlich auf 2,5 % steigen wird, wodurch sie dann über der von der EZB angestrebten Zielmarke von 2 % liegen

Zur Jahresmitte 2025 sollte der Einlagensatz bei 2,50 % liegen

würde. Wir erwarten bis zur Jahresmitte zwei Zinssenkungen und dass die EZB dabei ihrem graduellen Ansatz treu bleiben wird, also die Leitzinsen jeweils um 25 Basispunkte senkt, was mit einem Einlagensatz von 2,50 % korrespondiert.



Zum Jahresende dürfte der Einlagensatz – in Abhängigkeit vom politischen Kurs von Donald Trump – ein Niveau von 2,00 bis 2,50 % erreichen

In der zweiten Jahreshälfte dürfte dann der politische Kurs von Donald Trump zunehmend seine Wirkung entfalten und sich – wie in unserem Konjunkturteil erörtert – auch im Euroland-Konjunkturteil niederschlagen. Die Folgen einer selektiven Zollerhöhung (gemäßigter Trump) sind zwar für den Euroraum wachstumsschädlich, jedoch in überschaubarem Ausmaß. Für diesen Fall sehen wir den Einlagensatz zum Jahresende bei 2,50 %. Gegenüber diesem milden Handelspolitik-Szenario stehen aber auch härtere Szenarien, in denen die europäische Konjunktur empfindlicher beeinträchtigt wäre und gleichzeitig die Inflationsrisiken auf der Oberseite stehen. Die EZB könnte in diesem Fall mit deutlicheren Zinssenkungen reagieren, sollte die schwächere Konjunktur den Lohn- und Preisdruck spürbar reduzieren und somit den Inflationsdruck aus der Handelspolitik zumindest zum Teil kompensieren. Für diesen Fall könnte der Einlagensatz bis zum Jahresende auf 2,00 % gesenkt werden. Käme es zu einer Rezession, könnte er sogar noch tiefer fallen, was jedoch nicht unser Basisszenario ist.

2. Rentenmärkte

Der wenig transparente Kurs von Trump macht es Investoren am US-Rentenmarkt schwer, sich zu positionieren

US-Treasuries präsentierten sich zuletzt von der volatilen Seite. Während die Renditen langlaufender US-Staatspapiere nach dem Wahlsieg Trumps angesichts der Gefahr einer weiter zunehmenden US-Staatsverschuldung, steigender Zölle und einer vom designierten US-Präsidenten in Frage gestellten geldpolitischen Unabhängigkeit der Fed kräftig zugelegt haben, bröckelte der Renditeanstieg zuletzt wieder etwas ab. Dazu beigetragen haben dürfte die Nominierung des Hedgefonds-Managers Bessent als US-Finanzminister, der als Schuldenkritiker gilt.

Wenig Potenzial für sinkende US-Treasury-Renditen

Wir sehen in diesem Jahr wenig Potenzial für nachgebende Renditen. Erstens begrenzen Trumps wirtschaftspolitische Pläne das Potenzial für Fed-Zinssenkungen, und zweitens besteht die Gefahr einer weiteren Verschlechterung der US-Staatsfinanzen. Obwohl die Ernennung eines fiskalpolitisch eher konservativen Finanzministers als positives Signal gewertet werden könnte, bleibt abzuwarten, inwieweit Bessent tatsächlich die Verschuldungsneigung einbremsen kann.

In so einem Umfeld dürfte die Rendite 10-jähriger US-Treasuries im Jahresverlauf eher über als unter der 4%-Marke liegen. Gleichzeitig dürfte das Marktgeschehen phasenweise von starken Renditeschwankungen geprägt sein. Wir sehen die Effektivverzinsung 10-jähriger US-Staatspapiere zur Jahresmitte 2025 bei 4,00 bis 4,50 %. Ein ähnliches Niveau dürfte sich zum Jahresende einstellen. Bei unserer Prognose liegen die Risiken eher auf der oberen Seite. Abhängig von der Ausgestaltung des wirtschaftspolitischen Kurses der US-Administration stehen die Renditen von US-Staatsanleihen unter Aufwärtsdruck, getrieben durch eine Kombination aus begrenztem Zinssenkungspotenzial der Fed, möglicher fiskalischer Expansion und einem steigenden Angebot an Staatsanleihen.

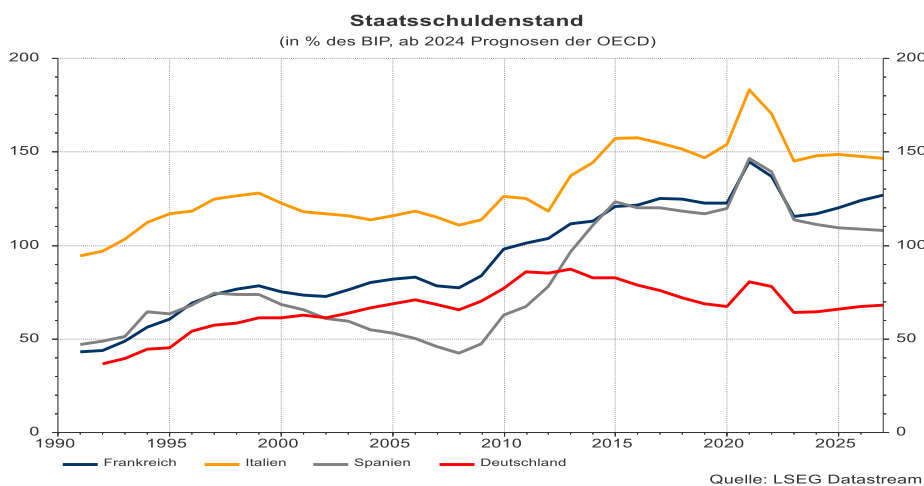
Ein Niveau von 4,00 bis 4,50 % für die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen zur Jahresmitte und zum Jahresende ist in unserem Basisszenario realistisch

In der Regel besteht ein enger Zusammenhang zwischen US- und bundesdeutschen Staatspapieren. Wir gehen davon aus, dass sich daran in nächster Zeit kaum etwas ändert. Auch hierzulande scheint das Renditerückgangspotenzial daher eher gering. Die zum Jahresende 2024 zu beobachtende Abwärtstendenz der Effektivverzinsung langlaufender Bundesanleihen dürfte vor allem auf die zugespitzte geopolitische Lage (u.a. Nahost-Konflikt, Ukraine-Krieg, politische Turbulenzen in Frankreich usw.) zurückzuführen und nicht nachhaltig sein.

Auch am Euroland-Rentenmarkt bietet das Umfeld kaum Raum für deutlich sinkende Renditen

Im Magen liegt uns die im Trend steigende Staatsverschuldung gerade in den großen Euroländern, allen voran in Frankreich. Es ist sicherlich noch nicht so weit, dass Frankreich im politischen Chaos versinkt und die finanzielle Situation völlig aus dem Ruder läuft. Das erwartete Haushaltsdefizit für 2025 dürfte sich jedoch weiter erhöhen und dann zwischen 6 % und 7 % liegen. Experten erwarten einen kontinuierlichen Anstieg der Staatsschuldenquote in Richtung 120 % des BIP bis 2030. Auch wenn Deutschland mit seiner Schuldenbremse im Defizitvergleich gegenüber anderen Euroländern positiv hervorsticht, ist es nicht unwahrscheinlich, dass politische Veränderungen im Zuge der anstehenden Neuwahlen im Februar eine Reform und flexiblere Auslegung der Schuldenbremse mit sich bringen.

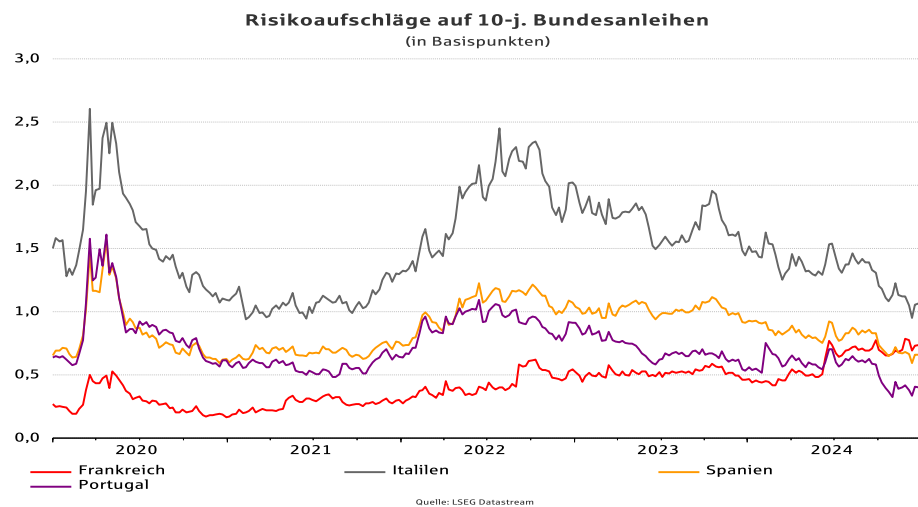
Zunehmende Staatsverschuldung gerade in den großen Euroländern bereitet Sorgen



Die geringen oder ausbleibenden Marktreaktionen auf die politische Krise in Frankreich verdeutlichen, dass Marktteilnehmer eine erneute Eurokrise derzeit ausschließen. Dagegen spricht auch die generelle Bereitschaft der EZB, fiskalische Krisen zu vermeiden und mittels ihres TPI-Programms (ein Instrument, mit dem die EZB die effektive Transmission der Geldpolitik sicherstellen will) notfalls am Markt zu intervenieren, wenn am Markt fundamental ungerechtfertigte Risikoprämien gefordert werden. Wir wollen aber nicht verschweigen, dass wir durchaus erste Anzeichen dafür sehen, dass mittel- bis langfristig auch durch

Die fiskalische Disziplin ist zuletzt weiter erodiert

TPI eine dauerhafte Lösung für die fiskalischen Schiefagen im Euroraum verschleppt wird und die fiskalische Disziplin weiter erodiert. Eine erhöhte Volatilität und zuweilen auch ein spürbarer Anstieg der Risikoaufschläge sollte durchaus in Betracht gezogen werden.



Eine Zäsur am Rentenmarkt: 10-jähriger Swap-Satz fällt temporär unter die Rendite von Bundesanleihen mit gleicher Laufzeit

Auffällig ist in diesem Kontext, dass im November vergangenen Jahres der Zehn-Jahres-Swapsatz zumindest temporär unter die Rendite der zehnjährigen Bundesanleihe gefallen war. Swap-Geschäfte sind Finanzinstrumente, bei denen Investoren feste gegen variable Zinszahlungen über verschiedene Laufzeiten tauschen. Die Swap-Sätze, die den Preis für diese Zinstauschgeschäfte darstellen, dienen als wichtiger Bewertungsmaßstab für Anleihen. Fällt der Swapsatz unter die Rendite von Bundesanleihen, impliziert dies, dass Investoren für ein festes Zinsversprechen einer Gegenpartei am Swap-Markt eine geringere Verzinsung akzeptieren, als sie bei einer Bundesanleihe mit gleicher Laufzeit erhalten würden. Diese Konstellation stellt ein Novum dar und markiert eine historische Zäsur für den Bund als bedeutendsten Emittenten am Markt für Euro-Staatsanleihen.

Politikabhängigkeit wächst

Die beschriebene Entwicklung könnte für den Bund langfristig steigende Refinanzierungskosten bedeuten, was angesichts des aktuellen Gesamtwerts ausstehender Bundesanleihen von knapp 1,8 Billionen Euro erhebliche finanzielle Auswirkungen haben könnte. Für institutionelle Investoren wie Pensionskassen oder Versicherungen stellt diese Veränderung eine Neubewertung der Bundesanleihen als außerordentlich sicheres Investment dar. Einige institutionelle Investoren haben zuletzt betont, dass die mangelnde Bereitschaft der Kapitalmarktakteure, für Bundesanleihen Renditen unter den Swap-Sätzen zu akzeptieren, ein Zeichen dafür ist, dass der Bund seinen Status als sicherste Anlage in Krisenzeiten einbüßt.

Ein Niveau von 2,25 bis 2,75 % für die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen zum Jahresende ist in unserem Basisszenario realistisch

So weit wollen wir nicht gehen, aber wir wollen nicht wegdiskutieren, dass die Erosion der Bund-Prämie neben den Erwartungen auf einen Rückgang der Fragmentierung im Aaa-Segment in der Eurozone (mehr Angebot bei Bundesanleihen, aber auch mehr Anleihen der EU) auch die angeschlagene Wahrnehmung Deutschlands als Wirtschaftsstandort sowie die politischen Risiken Deutschlands widerspiegelt. Alles in allem sehen wir in unserem Basisszenario die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen zur Jahresmitte und zum Jahresende 2025 angesichts eines zunehmenden Angebotsdrucks auf dem Rentenmarkt bei 2,25 bis 2,75 %. Im Risikoszenario „Trump entfesselt“ sind allerdings auch Renditen von 2 % und darunter vorstellbar. Bundesanleihen sollten dann von ihrer Rolle als sicherer Hafen profitieren.

3. Unternehmensanleihen

Im Jahr 2024 sanken die Renditen von Euro-Unternehmensanleihen weiter, trotz nahezu stagnierender Renditen deutscher Bundesanleihen. Ungeachtet dessen befindet sich die Effektivverzinsung von Unternehmensanleihen im längerfristigen Vergleich noch immer auf einem relativ hohen Niveau, und in den meisten Credit-Segmenten liegt sie immer noch über der DAX-Dividendenrendite, auch wenn dieser Vorsprung 2024 im Investmentgrade-Bereich weitgehend abgebaut wurde.

Renditen von Unternehmensanleihen liegen über langjährigem Durchschnitt

Entsprechend unserer Einschätzung dürften sich in unserem Basisszenario die Renditen von Unternehmensanleihen im Jahresverlauf 2025 um das aktuelle Niveau bewegen. Diese Einschätzung resultiert zum einen aus unserer Prognose für die Renditen deutscher Staatsanleihen, die im Wesentlichen von nahezu unveränderten Effektivzinssätzen auf Jahressicht ausgeht, und zum anderen aus der fundamentalen Verfassung der Unternehmen, die sich als stabil im Vergleich zum Jahr 2024 erweisen sollte.

Ordentliche Wertzuwächse in den letzten beiden Jahren

Die Ertragslage europäischer Unternehmen im STOXX Europe 600 entwickelte sich über weite Teile des Jahres 2024 erfreulich. Gleichzeitig ist die Unternehmensverschuldung im dritten Quartal 2024 im Vergleich zum Rekordhoch, das zur Jahresmitte 2024 erreicht wurde, leicht gesunken. Im Vergleich zum Vorjahresquartal ergibt sich bei den Bruttofinanzschulden (Gesamtheit der finanziellen Verbindlichkeiten ohne Berücksichtigung von Vermögenswerten oder Forderungen) jedoch immer noch ein deutliches Plus von 12 %. Das 2024 weiter gesunkene Zinsniveau entlastet jedoch bei Refinanzierungen. Gleichzeitig verringerte sich die Cash-Ausstattung in Q3/2024 gegenüber dem Rekordwert von Ende 2023, blieb aber über dem Vorjahreswert und bietet mit über 50 % der Finanzschulden einen guten Sicherheitspuffer.

Fundamentale Situation der Unternehmen gestaltet sich solide

Die niedrigen Refinanzierungskosten haben die Unternehmen 2024 genutzt. Bis Ende November wurden neue Euro-Anleihen im Wert von rund 435 Mrd. Euro platziert, was einem Anstieg von etwa 35 % gegenüber dem Vorjahr entspricht. Für 2025 gehen Experten von einem anhaltend hohen Emissionsvolumen von rund 450 Mrd. Euro aus. Das hohe Emissionsvolumen fand reges Interesse bei Investoren, sodass der Wegfall der EZB als Großinvestor gut kompensiert werden konnte. Auch 2025 erwarten wir eine gute Nachfrage, begünstigt durch das attraktive Renditeumfeld und die Phase sinkender Leitzinsen.

Hohe Emissionstätigkeit der Unternehmen dürfte auch 2025 anhalten

Insbesondere für Corporate Bonds im Investmentgrade-Bereich gestaltet sich das Chance-Risiko-Profil günstig. So liegen die BBB-Risikoaufschläge zumindest leicht über ihrem langjährigen Median, und die Spreads der besseren Ratingklassen AA und A sind im Jahr 2024 sogar deutlich über ihre Median-Werte gestiegen. Auffällig ist, dass die Risikoaufschläge von Unternehmensanleihen aus dem BBB-Bereich im Vergleich zu denen des A-Segments im historischen Kontext niedrig sind. Der Renditeaufschlag AA zu A entspricht hingegen dem Median. Somit erscheinen die Kategorien A und AA attraktiver bewertet. Weniger attraktiv scheint hingegen das spekulative Segment, da die Risikoaufschläge z. T. deutlich unter ihrem längerfristigen Median liegen, was sie anfällig macht für Spreadausweitungen, wenn es zu Rückschlägen an den Kapitalmärkten kommt.

AA und A attraktiver als BBB und aus dem spekulativen Segment

Alles in allem sehen wir weiterhin für Unternehmensanleihen im Investmentgrade-Segment ein attraktives Chance-Risiko-Profil und empfehlen bei entsprechender Risikoneigung eine Beimischung in einem gut diversifizierten

Wir sehen weiterhin für Unternehmensanleihen ein attraktives Chance-Risiko-Profil

Portfolio. Wir wollen aber nicht verschweigen, dass die zukünftige Handelspolitik von Donald Trump einen bedeutenden Risikofaktor darstellt. Insbesondere die in unserem Negativszenario benannten Umstände könnten sich als deutlicher Belastungsfaktor für die Euroland-Wirtschaft erweisen. Die Sorgen um den Fundamentalausblick sollten mit deutlich steigenden Risikoaufschlägen einhergehen.

4. Schwellenländer

Ordentliche Wertzuwächse in den letzten beiden Jahren

Unsere letztjährige Empfehlung zur Beimischung von Emerging Market-Zinspapieren beruhte vor allem auf zwei Aspekten: Zum einen den hohen Zinskupons, die zahlreiche Papiere von Schwellenland-Emittenten aufweisen, zum anderen der Aussicht darauf, dass sich die Risikoprämien weiter einengen, was der Rendite ebenfalls förderlich sein sollte. Die Erwartungshaltung sollte sich bewahren: Gemessen am von J. P. Morgan berechneten Referenzindex für Emerging Market-Staatsanleihen in Hartwährung steht für das zurückliegende Kalenderjahr auf Euro-Basis ein Wertzuwachs von stattlichen 13,7 % zu Buche. Bereits in 2023 war hier ein Plus von über 7 % erzielt worden. Ebenfalls ein ordentliches Renditeplus verzeichneten in Lokalwährungen begebene Papiere, deren Wertzuwächse mit +8,9 % (2023) und 4,0 % (2024) in Summe aber etwas schwächer ausfielen.

Aktuell sind die Voraussetzungen anders gelagert als im Vorjahr

Der Blick in den Rückspiegel lässt allerdings nur bedingt Rückschlüsse auf die erwartbare Wertentwicklung in diesem Jahr zu, denn die Rahmenbedingungen haben sich durchaus verändert. So könnte allen voran die politische Landschaft, insbesondere in den USA, erhebliche Auswirkungen auf die Volkswirtschaften der Schwellenländer haben. Eine protektionistische US-Politik könnte nicht nur an den Rentenmärkten zu erhöhter Volatilität führen.

Keine einfache Gemengelage für geldpolitische Entscheidungen

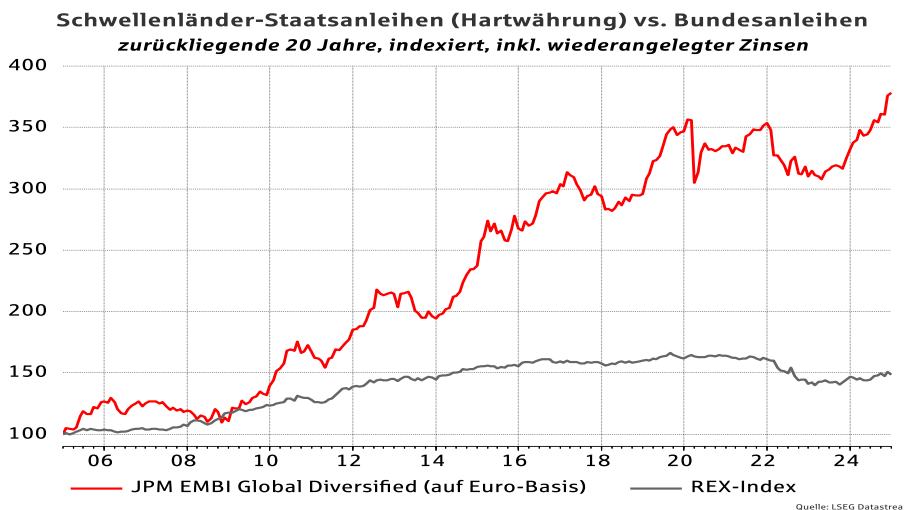
Mit Blick auf die konjunkturelle Entwicklung ist festzustellen, dass die Daten aus den Schwellenländern zuletzt eher enttäuscht haben. Dies gibt den Zentralbanken tendenziell einen Impuls, geldpolitische Lockerungen vorzunehmen. Doch so einfach ist es nicht, denn die Notenbanken stehen vor der Frage, ob und inwieweit sie auf ein schwierigeres Makro-Umfeld mit Zinssenkungen reagieren, wenn sie damit den Abwärtsdruck auf ihre Währungen verstärken. Tendenziell erwarten wir, dass die US-Langfristzinsen erhöht bleiben; dies ist ein Aspekt, der den Zinssenkungsspielraum der Notenbanken in den Schwellenländern verringert. Denn: Verliert man hier die Balance und driften die Zinsdifferenzen zu weit auseinander, drohen Kapitalabflüsse, Währungsabwertungen, importierte Inflation und insgesamt eine Beeinträchtigung der finanziellen Stabilität – eine Giftmischung, die es zu verhindern gilt.

Heterogenität der Schwellenländer lässt keine einheitliche Reaktion erwarten

Es ist davon auszugehen, dass die Währungshüter auf diese schwierige Konstellation unterschiedliche Antworten finden, da sie im Konjunktur- und Zinszyklus an verschiedenen Stellen stehen, uneinheitliche Sensitivitäten gegenüber Wechselkursvolatilität aufweisen und zudem von den möglichen Beeinträchtigungen für den Welthandel verschieden stark betroffen sind. Dass sich der Zinstrend umkehrt und die Leitzinsen angehoben werden, so wie zuletzt in Brasilien, dürfte in diesem Jahr gleichwohl eher die Ausnahme bleiben. Die Renditen liegen sowohl bei Hartwährungs- als auch bei Lokalwährungsanleihen auf erhöhtem Niveau und im Gros dürfte der Trend leicht nach unten gerichtet sein, was mit Blick auf die Kursentwicklung zumindest kein schlechtes Umfeld für Schwellenländer-Rentenmarktanlagen bedeutet.

Hinsichtlich der Risikoaufschläge (Spreads) stellt sich die aktuelle Lage anders dar als zu Beginn des Jahres 2024. Im Laufe des letzten Jahres haben sie sich weiter eingengt. Sie liegen historisch betrachtet auf eher niedrigem (und damit anfälligerem) Niveau und spiegeln momentan noch ein eher freundliches makroökonomisches Bild wider. Angesichts der herausfordernden Konstellation, nicht zuletzt aufgrund der Handelsunsicherheiten, sehen wir aber kaum noch Spielraum für weitere Einengungen. Im Gegenteil, uns würde nicht überraschen, wenn sich die Spreads im Jahresverlauf etwas erhöhen würden. Dies veranlasst uns dazu, Anleger vor überzogenen Renditeerwartungen zu warnen. Die eingangs beschriebenen, starken Wertzuwächse der beiden Vorjahre dürften sich in 2025 so nicht fortsetzen, sodass man sich in unserem Basisszenario auf eine zwar immer noch positive, wenngleich verhaltenere Wertentwicklung einstellen sollte.

Tendenziell leicht steigende Risikoaufschläge sollten nicht überraschen



Nicht außer Acht lassen sollte man bei den Allokationsüberlegungen, dass Rentepapiere aus den Schwellenländern einen guten Beitrag zur Diversifizierung des Portfolios liefern. Mit globalen Anleihen sind sie vergleichsweise gering korreliert. Die mittel- bis langfristig überdurchschnittlichen Renditeerwartungen gehen allerdings mit erhöhten Schwankungen einher, die es mit einem gewissen Maß an Risikotoleranz auszuhalten gilt. Einen Eindruck verschafft der voranstehende Chart, der die langfristige Wertentwicklung einer Emerging Market-Zinsanlage (Hartwährungen) gegenüber einer Anlage in Bundesanleihen visualisiert. Alles in allem bekräftigen wir unsere Empfehlung der Beimischung einer Schwellenländer-Zinsanlage. Unverändert empfiehlt sich angesichts der Heterogenität der Anlageklasse eine aktiv gemanagte Produktlösung.

Langfristig überdurchschnittliche Renditeerwartungen gehen mit erhöhter Volatilität einher – Beimischung weiterhin ratsam

IV. Währungen

EUR-USD: Der zukünftige wirtschaftspolitische Kurs von Donald Trump wird auch nicht ohne Folgen für die EUR-USD-Relation sein. Folgt man der klassischen Lehrbuchmeinung, müsste die Währung des Landes, gegen das Handelsbeschränkungen verhängt werden, abwerten und die des verhängenden Landes aufwerten. Doch ganz so einfach und eindeutig sind die Wechselkursbewegungen in der Realität nicht. Zum einen herrscht aktuell noch eine beträchtliche Unsicherheit über den Umfang, den Zeitpunkt und die Zielländer solcher Maß-

Nicht nur der zukünftige wirtschaftspolitische Kurs von Trump beeinflusst die EUR-USD-Relation

nahmen. Zum anderen gibt es auch noch andere Faktoren, die eine Wechselkursrelation determinieren. Dazu zählt auch die Leistungsbilanzsituation eines Landes.

Keine klare Richtung bzgl. der Wechselkursentwicklung erkennbar

Im zweiten Quartal 2024 hat sich eine Rekorddifferenz zwischen dem US-Leistungsbilanzdefizit und dem Überschuss der Euroland-Leistungsbilanz eingestellt, was eigentlich für eine Aufwertung der Gemeinschaftswährung gegenüber dem Greenback sprechen würde. Dass es dazu nicht gekommen ist, könnte daraus resultieren, dass die von Trump in Aussicht gestellte Wirtschaftspolitik die US-Inflation anfachen könnte, was wiederum die US-Notenbank zu einer Anpassung ihres geldpolitischen Kurses zwingen könnte. Die sich dann zugunsten der USA ausweitende Zinsdifferenz würde wiederum den Greenback begünstigen. In die gleiche Richtung wirken die zuletzt verstärkt aufkommenden Spekulationen über einen anhaltenden Wachstumsvorsprung der USA vor dem Euroraum. Gleichzeitig verringert jedoch die Aussicht auf eine zumindest etwas an Dynamik gewinnende Konjunkturerholung im Euroraum in Kombination mit den vielen Faktoren, die den strukturell bedingten Inflationsdruck im Euro-Währungsraum hoch halten, den Zinssenkungsspielraum der EZB, was eigentlich dem Euro zuspielt.

Das Thema US-Staatsverschuldung könnte für den Greenback zum Belastungsfaktor werden

Auffällig ist zudem, dass Donald Trump wiederholt betont hat, dass er die Führungsposition des US-Dollar als Reserve- und Transaktionswährung bewahren möchte, kritisiert aber gleichzeitig dessen Stärke. Und dann ist da auch noch das Thema Staatsverschuldung. Zugegeben, auch im Euroraum gibt es Defizitsünder (allen voran Frankreich, aber auch Italien bereitet angesichts des hohen Schuldenstands Sorgen), doch wenn Trump mit seinen Steuergeschenken und weiteren Wahlversprechen ernst macht, dürfte dies – wie im Konjunkturteil beschrieben – mit einer empfindlichen Belastung des Staatshaushalts einhergehen.

Ein Kursniveau von 1,08 bis 1,13 US-Dollar je Euro zum Jahresende 2025 scheint realistisch

Alles in allem deutet sich für 2025 an, dass sehr unterschiedliche Einflussfaktoren auf die EUR-USD-Relation einwirken. Größere Kursausschläge und temporäre Aufwertungsphasen des US-Dollar wollen wir nicht ausschließen. Bei einer nicht stark divergierenden Geldpolitik dies- und jenseits des Atlantiks – wovon wir in unserem Basisszenario ausgehen – sollte sich der Wechselkurs zur Jahresmitte und zum Jahresende auf einem Niveau von 1,08 bis 1,13 US-Dollar je Euro einpendeln.

Wir sehen nur geringes Aufwertungspotenzial für den Yen

EUR-JPY: Die Bank von Japan (BoJ) hat 2024 die lang ersehnte geldpolitische Kehrtwende vollzogen. Mit dem Abklingen der Deflation ist die Notenbank dazu übergegangen, das Leitzinsniveau behutsam anzuheben. Notenbankchef Kazuo Ueda dürfte den eingeschlagenen Pfad fortsetzen wollen, was eine weitere Anhebung des Leitzinsniveaus im Jahresverlauf 2025 wahrscheinlich macht, da er kaum riskieren wird, dass die abgeklungenen Deflationssorgen nun in Inflationsängste umschlagen. Die zu erwartenden Leitzinsanhebungen durch die BoJ dürften den Yen perspektivisch stützen. Wir sehen die Risiken für die Inflation jedoch eher auf der Unterseite. So ist die Inflation im Dienstleistungssektor noch immer sehr niedrig, und es zeigen sich bislang kaum Anzeichen für eine kosteninduzierte Inflation in diesem Bereich. Zudem sind bei den arbeitsintensiven Dienstleistungen keine signifikant stärkeren Preissteigerungen zu erkennen als bei solchen mit einem geringen Lohnkostenanteil. Von daher ist nicht davon auszugehen, dass die BoJ die Zinsen signifikant anheben wird. Da aber Fed und EZB den gegenteiligen Weg eingeschlagen haben, wird der japanische Zinsnachteil zurückgehen. Carry Trades, bei denen Investoren Geld in einer Währung mit niedrigem Zinssatz aufnehmen und dieses in eine Währung

oder Anlage mit höherem Zinssatz investieren, verlieren dadurch an Attraktivität. Per saldo zeichnet sich daher nur ein moderates Aufwertungspotenzial für den Yen im Jahresverlauf 2025 ab. Wir sehen die EUR-JPY-Relation zur Jahresmitte 2025 auf einem ähnlich hohen Niveau wie aktuell zwischen 155 und 165 Yen je Euro. Zum Jahresende sehen wir einen etwas niedrigeren Wechselkurs zwischen 150 und 160 Yen je Euro.

CHF-EUR: Der Schweizer Franken vollzog 2024 eine kleine Achterbahnfahrt gegenüber dem Euro, die er nahezu auf dem gleichen Niveau beendete, wie er in das Jahr gestartet war. Die Schweizer Nationalbank (SNB) nahm eine Vorreiterrolle ein, indem sie früher als andere Zentralbanken einen Zinssenkungszyklus einleitete. Die EZB folgte diesem Trend später, was die Bewegung der EUR-CHF-Relation im Jahresverlauf 2024 vergleichsweise gut erklärt. Allerdings stellt die anhaltende Frankenstärke nun sowohl für die Konjunktur als auch für die Preisstabilität eine Herausforderung dar. Die jüngste Zinssenkung – die SNB reduzierte den Zins im Dezember 2024 um 50 Basispunkte auf 0,50 % – zielte daher mit Sicherheit auch darauf ab, den Aufwertungsdruck auf den Franken zu mindern. Die Ausrichtung der Schweizer Geldpolitik im Jahr 2025 wird maßgeblich von der Frage bestimmt, ob die Preisentwicklung in der Eidgenossenschaft zu dem niedrigen Niveau der 2010er Jahre zurückkehrt. Nach unserer Einschätzung ist ein Abgleiten der Schweizer Volkswirtschaft in eine deflationäre Phase unwahrscheinlich. Vielmehr gehen wir davon aus, dass der Preisdruck in absehbarer Zeit wieder leicht zunehmen wird. Allerdings ist zu erwarten, dass das Inflationsniveau im internationalen Vergleich weiterhin moderat ausfallen wird. Somit dürfte es nicht notwendig werden, dass die SNB das Experiment der Negativzinsen wiederholen muss. Dessen ungeachtet erwarten wir für dieses Jahr noch zwei weitere Zinssenkungen um jeweils 25 Basispunkte in der ersten Jahreshälfte. Das Leitzinsniveau läge dann bei 0,00 %. In der zweiten Jahreshälfte sollten keine weiteren geldpolitischen Lockerungen mehr notwendig sein. Der Abstand zum Euro-Leitzins würde damit weiterhin mindestens 200 Basispunkte betragen, wenn nicht sogar 250 Basispunkte. Sofern die Schweizer Währung auch in ihrer Funktion als sicherer Anlegehafen nicht groß gefragt ist, dürfte der Euro-Franken-Kurs bis Ende 2025 etwas steigen, aber unterhalb der Parität bleiben. Wir sehen die EUR-CHF-Relation zur Jahresmitte und zum Jahresende bei 0,95 bis 1,00 Schweizer Franken je Euro.

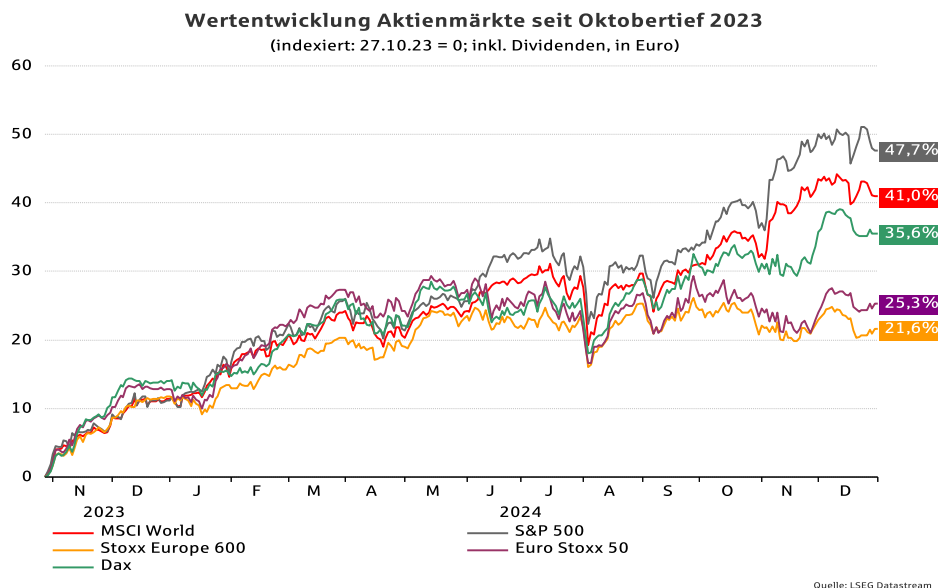
Der Euro-Franken-Kurs sollte bis Ende 2025 etwas steigen, aber unterhalb der Parität bleiben

V. Aktienmärkte

1. USA

Die globalen Aktienmärkte haben seit dem Oktobertief 2023 eine beachtliche Rallye von mehr als 40 % aufs Parkett gebracht, primär getrieben durch den US-Aktienmarkt, der den Weltindex mit rund 70 % Gewichtsanteil dominiert. Im Jahr 2024 legte der S&P 500 um rund 25 % zu. Anders als man vielleicht vermuten würde, hemmt der starke Zuwachs des Vorjahres nicht per se die Chancen für den aktuellen Turnus. In der langen US-Börsenhistorie lässt sich kein erklärender Zusammenhang erkennen.

Seit Ende der Herbstkorrektur 2023 haben die westlichen Aktienmärkte deutlich prozentual zweistellig zugelegt

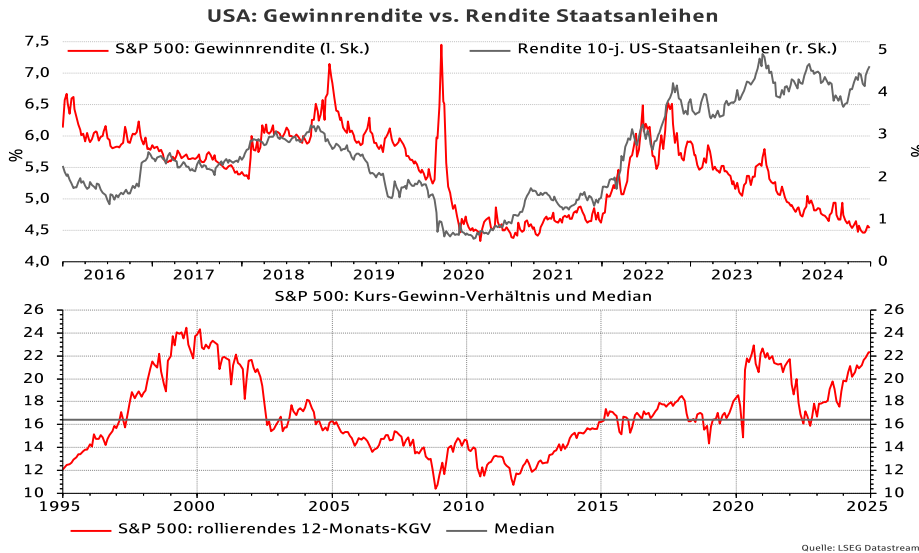


Da die Bewertung an Grenzen stößt, sind für weitere Kursgewinne vor allem Ergebnisverbesserungen erforderlich

Dafür umso mehr mit Blick auf die Bewertung. Zwar wurden die Kurszuwächse teilweise von steigender Profitabilität begleitet. Das Gros ist jedoch eindeutig auf eine Bewertungsausdehnung zurückzuführen. Der darin zum Ausdruck kommende Optimismus war nicht unbegründet und fußte auf der Erwartung eines überwundenen Inflationshöhepunkts und der damit verbundenen (und erfüllten) Hoffnung auf Zinssenkungen. Die langfristigen Renditen haben jedoch wenig auf die Lockerungsschritte der Fed reagiert und bewegen sich im mehrjährigen Kontext auf erhöhten Niveaus. Beim tendenziell inversen Zusammenhang zwischen Anleihenrenditen und Aktienmarktbeurteilung hat sich in den letzten beiden Jahren daher eine erkennbare Lücke aufgetan (siehe Grafik auf nachfolgender Seite). Vereinfacht gesprochen ist dies gleichbedeutend mit einer sukzessive gesunkenen Risikoprämie am Aktienmarkt [Differenz von Gewinnrendite (Kehrwert des Kurs-Gewinn-Verhältnisses) und Rendite am Rentenmarkt]. Die Aktienmarktakteure akzeptieren für das übernommene Risiko eine geringere „Belohnung“, was im Wesentlichen nur mit höherer Zuversicht, präziser gesagt mit optimistischeren (Gewinn-)Wachstumserwartungen begründet werden kann. Dazu passt, dass die Bewertung klar über dem Mittel der letzten 30 Jahre und unweit des Spitzenwertes aus Zeiten der Technologieblase liegt. Einer weiteren Bewertungsausdehnung sind damit enge Grenzen gesetzt, sodass Kursgewinne auf Indexebene vor allem vom Ergebnisfortschritt getragen werden müssen.

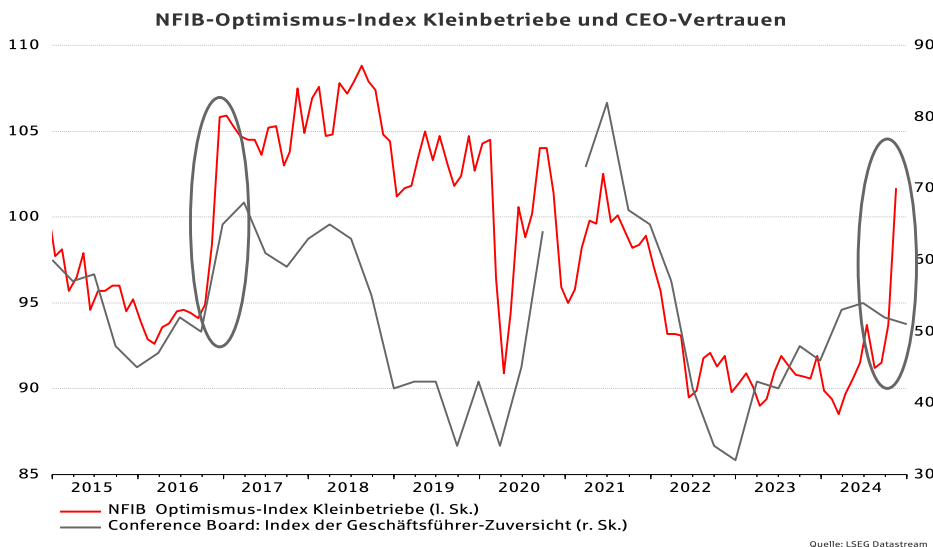
Die Dominanz der „glorreichen Sieben“ sollte nachlassen und der US-Aktienmarkt kurs- und ergebnisseitig auf breiteren Füßen stehen

In den letzten gut zwei Jahren waren die Lasten in dieser Hinsicht klar verteilt. Die sog. „glorreichen Sieben“ (Mag7) haben nicht nur mit ihren Kursgewinnen, sondern auch mit ihrem Ergebniswachstum den Markt dominiert. Allerdings wendet sich allmählich das Blatt. Von hohem Niveau aus kommend, werden die Gewinnsteigerungen der Megacaps langsam geringer. Zum anderen haben sich in den letzten Monaten, getrieben von einer stabilen US-Konjunktur und der Erwartung weiter sinkender Leitzinsen, die Gewinnerwartungen abseits der o. g. Sieben (auch S&P 493 genannt) stetig verbessert und damit das Fundament verbreitert. Dies deckt sich mit der historischen Beobachtung, dass derart hohe Wachstumsraten und Betriebsgewinnmargen, wie sie die Mag7 derzeit vorweisen, auf Dauer so gut wie nicht aufrechtzuerhalten sind. Ferner wird erwartet, dass sich auch beim Thema Künstliche Intelligenz der Radius vergrößert. Standen bislang vor allem die Ausrüster und Betreiber von KI-Infrastruktur im Blickpunkt, dürften als Nächstes KI-gestützte Produktivitätsgewinne und Umsatzpotenziale in den Fokus rücken.



Der Trend zu mehr Balance hat sich dabei in den letzten Wochen mit den Ergebnissen der US-Wahlen weiter verstärkt. Die glorreichen Sieben sind global agierende Konzerne, was hohe Umsätze außerhalb der USA bedeutet. Auf den Ebenen darunter wird der Anteil inländischer Erlöse zunehmend größer. Theoretisch sollten sich in diesen Segmenten die geplanten Maßnahmen der Trump'schen Agenda wie Steuersenkungen und Deregulierung am stärksten auswirken. Dasselbe gilt für den fortgesetzten Zinssenkungskurs der Fed. Es passt ins Bild, dass die vom NFIB (National Federation of Independent Business) erhobene Stimmung der kleinen und mittelgroßen Unternehmen nach dem Wahlsieg sprunghaft angestiegen ist. Eine auffällige Parallele zur Wahl 2016. Zwar sind die betreffenden Unternehmen häufig nicht börsennotiert, doch auch die börsennotierten Geschäftspartner des „amerikanischen Mittelstandes“ dürften von der Stimmungsaufhellung profitieren und den Trend zu mehr Ausgewogenheit beim Ergebnisbeitrag verstärken. Bei diesen Partnern handelt es sich nicht zwingend um gering und mittelgroß kapitalisierte Aktiengesellschaften. Gleichwohl dürfte der stärkere Inlandsfokus der Trump-Agenda auch genau diesem Bereich unter die Arme greifen. So hat der Russell 2000-Index der Small Caps unmittelbar nach der Stimmauszählung Zugewinne verzeichnet. Das Gleiche gilt für den S&P 400 Mid, der in den Medien hierzulande weniger Aufmerksamkeit bekommt, aber im Vergleich zum Russell 2000 größere Überschneidungen mit dem Stilfaktor Qualität aufweist und relativ moderat bewertet ist.

Der Trend zu mehr Ausgewogenheit hat sich in den letzten Wochen verstärkt und speist sich aus dem Binnenfokus der Trump-Agenda – Davon dürften kleine und mittelgroße Unternehmen besonders profitieren



Die Voraussetzungen sind gegeben, dass die Aktivität in puncto Fusionen und Übernahmen anzieht und das Kursniveau unterstützt

Beim vom Conference-Board erhobenen Vertrauen der Geschäftsführer (siehe Grafik zuvor) hat sich ein vergleichbarer Sprung wie 2016 noch nicht ergeben. Das könnte sich aber bald ändern. Die Erhebung erfolgt nur quartalsweise, zuletzt Ende Oktober und damit vor der Wahl. CEO-Vertrauen ist ein wichtiger Faktor für eine rege Fusions- und Akquisitionstätigkeit (M&A). Im Zusammenhang mit erwarteten Deregulierungen, Steuersenkungen und einem günstigen Finanzierungsumfeld sowie einer stabilen Konjunktur könnte das M&A-Geschäft an Fahrt aufnehmen. Auf den Gewinnfortschritt hat dies keinen unmittelbaren Einfluss, dürfte aber unterstützend auf das Kursniveau wirken.

Wo Licht ist, da ist auch Schatten – Die Trump-Agenda bildet da keine Ausnahme

Die US-Börsen haben auf den Ausgang der Präsidentschaftswahlen in Erwartung wirtschaftsfreundlicher Programmatik mit deutlichen Kursgewinnen reagiert. Dabei hat die Agenda aus real- und betriebswirtschaftlicher Sicht auch ihre Schattenseiten. Der positive Ergebniseffekt niedrigerer Steuern könnte durch Kostensteigerungen aufgrund höherer Importzölle teilweise, im Falle eines „entfesselten“ Trump sogar überkompensiert werden. Auch die angekündigte Migrationspolitik, welche den Arbeitskräftemangel vergrößert, dürfte kostentreibend wirken. Sofern etwaige Steuersenkungen nicht solide gegenfinanziert sind, droht hieraus die Staatsverschuldung anzuwachsen. Steigende langfristige Renditen an den Anleihenmärkten könnten die Folge sein und ab einem gewissen Niveau den Aktienmarkt ausbremsen. Ferner könnten die inflationstreibenden Effekte der Handelspolitik die Fed zu einem vorsichtigeren Kurs veranlassen. All diese Gedanken sind jedoch im Wesentlichen „Was-wäre-wenn“-Überlegungen und die Details werden von der konkreten Ausgestaltung der Politikmaßnahmen abhängen, die derzeit noch offen ist. Klar ist hingegen: Angesichts der großen Erwartungen und der sich in hohen Investitionsquoten ausdrückenden Beliebtheit des US-Marktes sowie der gedehnten Bewertung gibt es nur wenig Luft für Enttäuschungen, aber dafür im ungünstigsten Fall einiges an Fallhöhe. Die Kursreaktion nach dem Fed-Zinsentscheid im Dezember 2024 lieferte in dieser Hinsicht einen Vorgeschmack. Ferner ist – und das rund um den Globus – mit stärkeren Schwankungen zu rechnen, sollte Donald Trump einen ähnlich erratischen Politikstil an den Tag legen wie in seiner ersten Amtszeit.

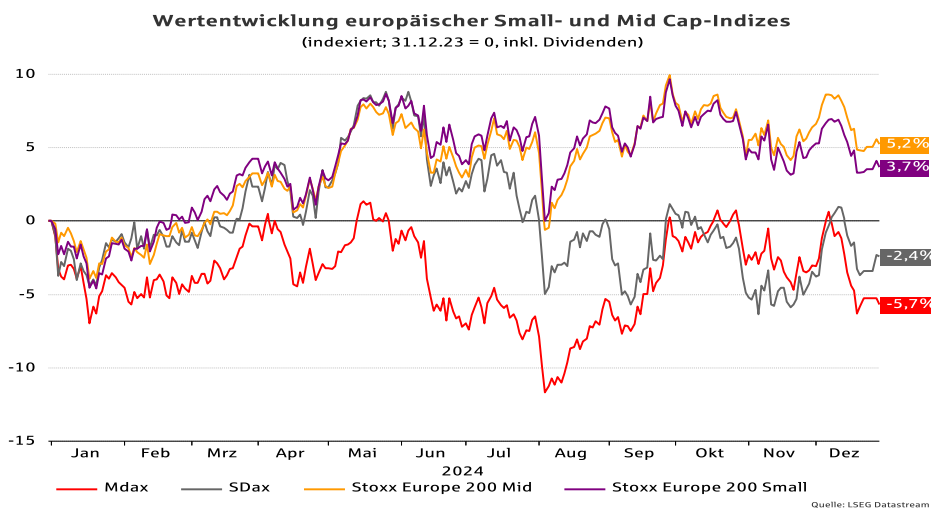
Weitere Kursgewinne möglich – Bewertung und Gewinnerwartungen aber hoch

Zur Kurszielprognose bleiben wir aber im Basisfall, der eine gemäßigte Trump-Agenda vorsieht. Wie gezeigt könnten Belastungen aus höheren Zöllen den Effekt niedrigerer Steuern egalisieren. Das Umsatzwachstum der Unternehmen entspricht etwa dem nominellen BIP-Wachstum (ca. 5 %). Die Voraussetzungen für eine Steigerung der Gewinnmargen sind angesichts des realen Wachstums gegeben. Gleichwohl sehen die Analystenschätzungen 2025 und 2026 jeweils 14 % Profitsteigerung. Dies erscheint auch mit potenziellen Effekten aus KI-basierten Effizienzsteigerungen sehr wohlwollend. Wir nehmen einen Abschlag auf den Gewinn für 2026 von 5 % vor. Die Bewertungsausdehnung stößt an ihre Grenzen. Auf Basis stabiler Vielfacher und skizzierter Gewinnentwicklung ergibt sich für den S&P 500 Ende 2025 ein mögliches Kursziel von 6.300 bis 6.400 Punkten. Angesichts der abnehmenden Dominanz der Mag7 dürfte auch die Überlegenheit von Indexanlagen zurückgehen. Aktive Konzepte und Selektion dürften wieder stärker zum Anlageerfolg beitragen. Zudem dürften sich abseits der ersten Börsenliga Chancen ergeben.

2. Europa

In Europa und insbesondere in Deutschland dominieren mit Blick auf die Nachrichtenlage die Molltöne: Schwaches Wachstum, hervorgerufen durch lahrende Schlüsselindustrien, hohe Energiepreise, Reformstau und zuletzt politisches Patt in den beiden größten Volkswirtschaften Frankreich und Deutschland. Auf Anhieb scheint das im Widerspruch zu stehen zum Plus von 19 % im Dax und 12 % beim Euro Stoxx 50. Dieser lässt sich jedoch schnell auflösen, führt man sich vor Augen, dass die europäischen Unternehmen nur einen geringen Teil ihrer Umsätze auf dem Heimatmarkt erzielen. Vor allem der Dax hängt seit jeher stärker am globalen Zyklus und die Weltwirtschaft expandiert zwar nicht dynamisch, aber solide. Unterhalb der Blue-Chip-Indizes wird die Luft indes dünner. Der Umsatzanteil im Inland steigt und umso mehr sehen sich die Unternehmen den eingangs erwähnten Malaisen ausgesetzt.

Die Wirtschaftsschwäche lässt sich an der Entwicklung der Blue-Chip-Indizes nicht ablesen – Auf den Ebenen darunter zeigt sich ein anderes Bild



Es passt ins Bild, dass in den letzten drei Jahren die Kapitalzuflüsse nach Europa im Vergleich zu anderen großen Wirtschaftsräumen (abgesehen von GB) schwach ausfielen. Zwar gibt es die latente Hoffnung, dass beispielsweise in Deutschland nach der Wahl wirtschaftsfreundliche Veränderungen angestoßen werden, doch bis dahin wird noch einiges an Zeit vergehen, falls es denn überhaupt so kommt.

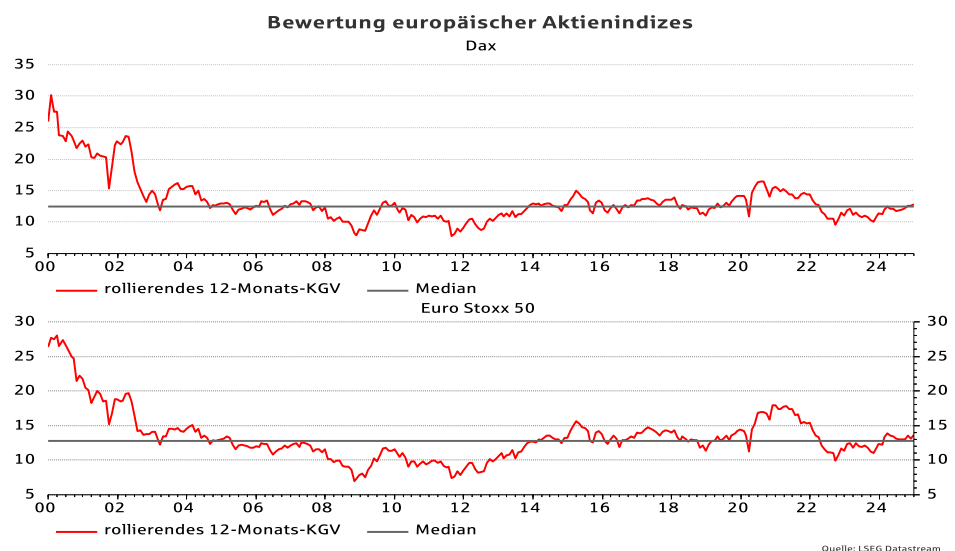
Die Hoffnungen ruhen auf wirtschaftsfreundlichen Politikveränderungen

Der vermeintlich wirtschaftsfreundliche Aufschlag ist andernorts schon mehr oder weniger erfolgt und bedeutet für Europa nichts Gutes. In einer Phase müden wirtschaftlichen Wachstums drohen die Absatzaussichten der europäischen Exporteure durch die Zollpolitik des wichtigsten Handelspartners, den USA, eingetrübt zu werden. Wie zuvor bereits angesprochen, wird das Ausmaß der bremsenden Effekte von der konkreten Ausgestaltung abhängen. Im Falle eines gemäßigten Trump käme man mit einem blauen Auge davon, im Entfesselungsszenario wäre indes mit größeren Blessuren zu rechnen. Womöglich noch stärker als mit Blick auf den US-Markt ergibt sich bei europäischen Anlagen ein Vorteil für Selektion und aktive Ansätze im Vergleich zum passiven Investieren. Rund ein Drittel der Vermögenswerte (also primär Produktionsstätten) der Stoxx 600-Unternehmen sind in den USA beheimatet. Vor zehn Jahren lag der Anteil noch unter 20 % und hat wegen guter Standortbedingungen (Steuern, Energiepreise, Wachstum, Subventionen) zugelegt. Mit den geplanten Zollmaßnahmen könnte der Standortvorteil weiter anwachsen. Insofern dürften europäische Unternehmen mit hohem US-Anteil von der Zollpolitik weniger betroffen und gegenüber der Allgemeinheit im Vorteil sein.

Derweil erweisen sich Politikveränderungen andernorts aller Voraussicht nach als Belastung für die hiesigen Unternehmen

Auf Indexebenen nur moderate Zuwächse – Selektion für Anlageerfolg von größerer Bedeutung als zuvor

Mit Blick auf den Dax und Euro Stoxx 50 scheinen die Gewinnwachstumserwartungen der Marktbeobachter um 10 % pro Jahr sehr zuversichtlich, auch wenn man die hohen Umsatzanteile im stärker wachsenden Ausland berücksichtigt. Größere Margenausweitungen dürften nicht zuletzt durch die Handelspolitik gebremst werden. Dementsprechend nehmen wir auch hier von den aktuellen Prognosen einen Abschlag vor. Für eine Bewertungsausdehnung ist angesichts der eher verhaltenen Stimmung ebenso kein Raum vorhanden, zumal sich auch hierzulande die einst günstigen Bewertungen im Fahrwasser der US-Hausse auf das Niveau des historischen Mittels vorgearbeitet haben. Wir nehmen daher im Wesentlichen konstante Bewertungsvielfache an. Demnach sollte sich der Dax Ende 2025 in einer Zielspanne von 20.800 bis 21.300 bewegen, der Euro Stoxx 50 von 5.100 bis 5.150. Dies sind auf Indexebene überschaubare Zugewinne. Die Stimmung gegenüber europäischen Anlagen, insbesondere die ausländischer Investoren, ist jedoch so unterkühlt, dass bereits kleine unerwartete Verbesserungen im Umfeld auf fruchtbaren Boden fallen dürften. Aber auch ohne dieses Positivszenario bietet das Jahr 2025 vermutlich gute Voraussetzungen, um durch Selektionsentscheidungen den Anlageerfolg zu verbessern.



3. Branchenstrategie

Dabeibleiben, aber nicht hinterherrennen

Trotz der Delle zum Jahresausklang – die Börsen haben 2024 einen großen Schluck aus der Pulle genommen. Die Weltwirtschaft expandiert zwar, aber nicht besonders dynamisch. Die Kurse könnten der Realität ein wenig vorausgelaufen sein. „Dabeibleiben, aber nicht hinterherrennen“, könnte man unsere Devise für die Branchenstrategie zusammenfassen. Hier sehen wir beispielsweise den Sektor **Telekommunikation** in guter Position. Ordentliche Gewinnzuwächse und hohe Cash Flows – noch dazu vergleichsweise konjunkturunabhängig – treffen auf eine noch moderate Bewertung. Ferner ist der Dienstleistungsschwerpunkt und Binnenfokus angesichts der aktuellen Zolldrohkulisse nicht von Nachteil. Letzteres gilt auch für den **Immobilien**sektor. Die vollzogene Zinswende sowie die wieder stabilere Immobiliennachfrage unterstützen die Kurse. Jüngst litt die Branche zwar unter dem wieder leicht gestiegenen Zinsniveau, jedoch erwarten wir von der Seite perspektivisch geringeren negativen Einfluss. Der fortwährend herrschende Inflationsdruck sollte als positiver Treiber dienen. Wir erachten den Sektor daher als aussichtsreich. Angesichts

hoher Kursniveaus, hoher Handelsvolumina und potenziell mehr Volatilität sehen wir zudem gute Voraussetzungen für Asset Manager bzw. Börsenbetreiber und schätzen daher die **Finanzdienstleister**. Die **Grundstoffbranche** neigt aktuell zur relativen Schwäche gegenüber dem Gesamtmarkt und eine Trendumkehr zeichnet sich noch nicht ab. Für den mittel- bis langfristig orientierten Anleger stellt diese Phase allerdings eine Chance dar, sich auf ermäßigtem Kursniveau in einer Branche mit moderater Bewertung und aussichtsreichen Perspektiven zu engagieren. Insbesondere eine wachsende Metallnachfrage, die sich aus der Bewältigung der Energiewende ergeben wird, dürfte die Kurse zukünftig beleben. Die nachfolgende Tabelle gibt ein Gesamtbild unserer empfohlenen Branchenallokation.

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

4. Asien und die Schwellenländer

Gemessen am MSCI AC Asia-Index, der sowohl Industrie- als auch Schwellenländer der asiatischen Wirtschaftsregion umfasst, haben die Börsen der Region ein starkes Jahr 2024 hinter sich gebracht. Mit einem Wertzuwachs von rund 16 % (auf Euro-Basis) beendete das Barometer das Jahr nahezu am Allzeithoch.

Asienbörsen 2024 mit mehr als ordentlichem Wertzuwachs

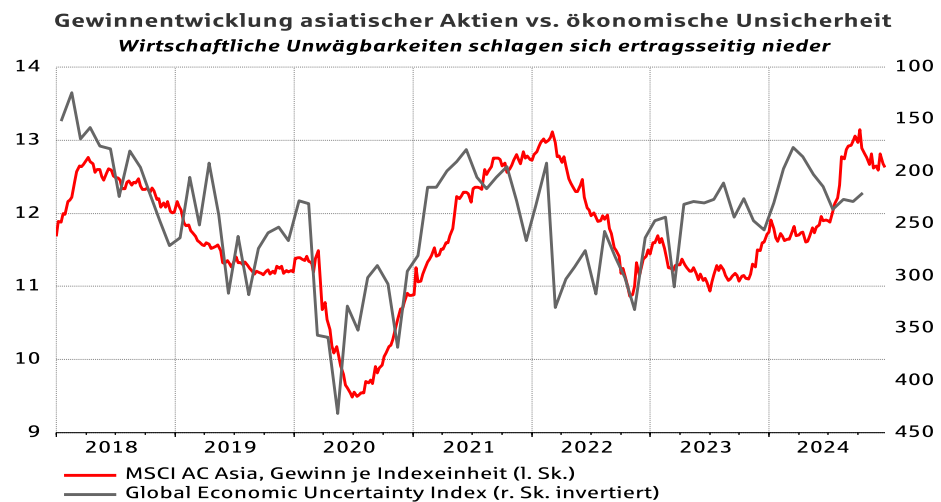
Mit Blick auf dieses Jahr bleiben wir konstruktiv gestimmt, erwarten aber aus verschiedenen Gründen ein widrigeres Umfeld mit ausgeprägteren unterjährigen Schwankungen. Einen wesentlichen Einflussfaktor sehen wir in den politischen Entwicklungen. Die Wahl Donald Trumps und der Sieg der Republikaner im Senat und im Repräsentantenhaus bedeuten aller Voraussicht nach einen politischen Wandel in Bezug auf Zölle, Steuerpolitik und Regulierung. Die asiatischen Aktienmärkte bleiben davon alles andere als unberührt. Insbesondere die angekündigten Zölle auf chinesische Exporte in die Vereinigten Staaten dürften wachstumshemmend auf die asiatische Region und die Entwicklung der dortigen Unternehmensgewinne wirken. Die politischen Entwicklungen in den USA dürften alles in allem zwar nicht geeignet sein, das immer noch überdurchschnittliche Wachstum der asiatischen Region abzuwürgen, gleichwohl sollte ein gewisser Bremseffekt nicht überraschen. Ein Gegensteuern durch die Zentralbanken der Region dürfte schwierig sein, auch da – wie zuvor bereits ausgeführt – die US-Langfristzinsen tendenziell erhöht bleiben sollten, wodurch sich der Spielraum der asiatischen Notenbanken für Zinssenkungen verringert (siehe Schwellenländer-Zinsteil). Doch auch politische Weichenstellungen vor Ort sollten die Aktienmarktentwicklung beeinflussen. Im Fokus von Marktbeobachtern steht vor allem China. Wir sehen es als positiv an, dass Regierung und Notenbank im letzten Jahr ein Umdenken kommuniziert haben. Von der gewachsenen Bereitschaft zur Ergreifung wirtschaftsstimulierender

Politische Entwicklungen dürften für ein widrigeres Umfeld sorgen

Maßnahmen ging bereits Signalwirkung aus, wie der Kurssprung bei chinesischen Aktien im September 2024 gezeigt hat. Wir können uns vorstellen, dass der Nachrichtenfluss aus dem Reich der Mitte auch in diesem Jahr marktbelebende Effekte mit sich bringt und dabei auch das Potenzial hat, positiv auf andere Börsen der asiatischen Region abzustrahlen.

Ökonomische Unwägbarkeiten könnten die Ertragslage des Unternehmenssektors beeinträchtigen

Einen Unwägbarkeitsfaktor stellen derweil wirtschaftspolitische Entwicklungen dar. Auswertungen zeigen, dass Veränderungen beim sogenannten Global Economic Policy Uncertainty Index in der Vergangenheit häufig Hand in Hand gingen mit der Gewinnentwicklung asiatischer Unternehmen. Nachfolgende Grafik veranschaulicht das Zusammenspiel der Größen. Momentan spielen ökonomische Unsicherheiten am Markt keine nennenswerte Rolle – das aus medialer Berichterstattung abgeleitete Barometer zeigt sich im Kontext der letzten Jahre unauffällig. Sollte sich dies jedoch ändern, was z. B. angesichts vielerorts wachsender populistischer Strömungen nicht auszuschließen ist, würde die Ertragslage des asiatischen Unternehmenssektors wohl in Mitleidenschaft gezogen werden.



Geopolitische Entwicklungen könnten zu höherer Bewertungsvolatilität führen

Auch geopolitische Entwicklungen sollten Anleger 2025 im Auge behalten, u. a. angesichts der Konflikte oder Spannungen im Russland-Ukraine-Krieg, im Nahen Osten, auf der koreanischen Halbinsel oder im Südchinesischen Meer. Stärker wahrgenommene geopolitische Risiken gingen in der Vergangenheit regelmäßig mit einer erhöhten Bewertungsvolatilität asiatischer Aktien einher, was unsere Eingangsthese untermauert, dass das Umfeld widriger wird.

Verbesserungen der Corporate Governance als unterstützender Faktor

Dem wiederum stehen positive Entwicklungen an anderer Stelle gegenüber. So hatten wir in früheren Publikationen bereits angemerkt und halten es nach wie vor für betonenswert, dass in wichtigen asiatischen Märkten ein positiver Wandel in Sachen Corporate Governance (gute Unternehmensführung) zu beobachten ist. Insbesondere die Konzentration auf die Steigerung der Renditen für die Aktionäre durch Dividenden, Rückkäufe und höhere Eigenkapitalrenditen stellt einen wichtigen Faktor dar, mit dem Unternehmen den Herausforderungen eines komplexen makroökonomischen Umfelds begegnen können. Verbesserungen in diesem Bereich sind aktionärsseitig also begrüßenswert. In Fernost ist Japan diesbezüglich ein Vorzeigebispiel. Aber auch in anderen Ländern hat man die Vorteile erkannt. Beispielsweise eifert Korea den Japanern mit seinem Programm „Corporate Value Up“ nach. Es zielt darauf ab, den Wert für die Aktionäre durch eine bessere Unternehmensführung zu steigern und dadurch den seit langem bestehenden „koreanischen Abschlag“ (die anhaltend niedrigere

Bewertung des Aktienmarktes im Vergleich zu den regionalen Wettbewerbern) zu verringern. Zu den ersten Erfolgen gehören Rückkäufe in Rekordhöhe, die Einziehung eigener Aktien und verbesserte Dividendenzahlungen. Auch in China sind Bemühungen in diese Richtung erkennbar.

Abseits der genannten Punkte sollte man mit Blick auf die mittel- bis langfristigen Perspektiven der asiatischen Aktienmärkte nicht unerwähnt lassen, dass Unternehmen der Region in vielen Bereichen technologischer Entwicklungen (mit) marktführend sind. Die schnellen Fortschritte beispielsweise im Bereich der Künstlichen Intelligenz sind keineswegs den US-Unternehmen vorbehalten. Gerade in Taiwan und Korea, aber auch in Japan und China sind zahlreiche Unternehmen angesiedelt, die in ihren Geschäftsfeldern technologische Vorreiterrollen einnehmen oder die elementar in die Wertschöpfungsketten bedeutender Neuentwicklungen eingebunden sind.

Fazit: Mehrheitlich moderate Bewertungen, immer noch überdurchschnittliche Wachstumsraten, Verbesserungen in der Corporate Governance sowie vielerorts gute Marktpositionen in aussichtsreichen Geschäftsfeldern sind Argumente, die dafür sprechen, asiatischen Aktien in einem global gut diversifizierten Portfolio nennenswerten Raum zu geben. Auch das Umdenken der chinesischen Führung hinsichtlich ihrer Bereitschaft für wirtschaftliche Stimuli stimmt uns zuversichtlich. Gleichwohl sollten sich Anleger gefasst darauf machen, dass 2025 kein Selbstläufer wird. Insbesondere wirtschafts- und geopolitische Unwägbarkeiten dürften jederzeit geeignet sein, die Börsenentwicklung zumindest zeitweise zu beeinträchtigen.

Zahlreiche asiatische Unternehmen führend in wichtigen Technologiefeldern

2025 kein Selbstläufer – Dennoch: Kein globales Portfolio ohne Asien

VI. Sonderthema: Energieinfrastruktur – Ohne geht es nicht

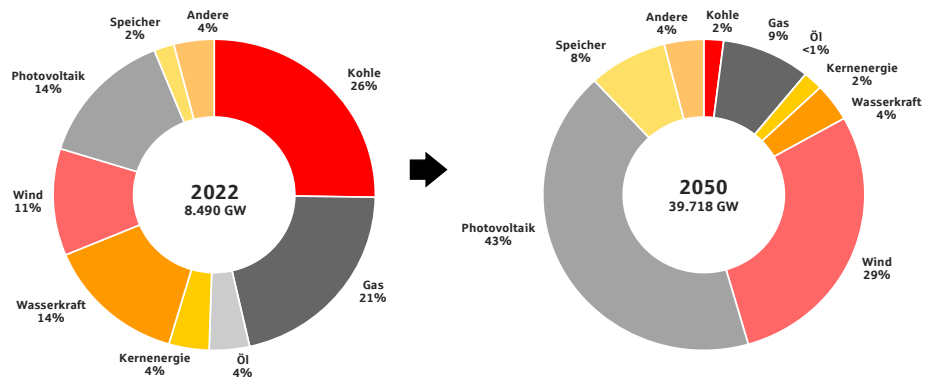
Trotz vielerorts erkennbarer Bemühungen um Einsparungen und Effizienz wird der globale Energiebedarf in den nächsten Jahren und Jahrzehnten weiter steigen. Dafür gibt es diverse Treiber. Grundsätzlich erfährt der Energiehunger Rückenwind dadurch, dass sich die globale Wirtschaft weiterhin auf Expansionskurs befindet. Dieser ist auch in energetischer Hinsicht zu unterfüttern. U. a. technologische Fortschritte (z. B. die Entwicklungen in der Künstlichen Intelligenz) und die Elektrifizierung in Industrie und Privathaushalten (z. B. E-Mobilität) sind dabei Faktoren, die einen dynamischer wachsenden Stromverbrauch erwarten lassen. Dabei spielt auch das sich verändernde Konsumverhalten einer weiter wachsenden Weltbevölkerung eine Rolle. Beispielsweise sind Trends wie Smart Home oder Medienstreaming nicht aufzuhalten und erfordern sowohl bei den Anbietern als auch bei den Konsumenten immer größere Server- und Netzwerkkapazitäten mit entsprechendem Energiebedarf.

Globaler Energiehunger steigt aus verschiedenen Gründen

Erschwerend kommt hinzu, dass klimatische Veränderungen es erfordern, den Weg hin zu einer emissionsärmeren Zukunft zu beschreiten. Dem stünde ein Festhalten oder gar ein weiterer Ausbau der Nutzung fossiler Energieträger entgegen. Es liegt auf der Hand, dass sich der Energiemix rund um den Globus ändern muss, um nachhaltiger zu werden. Auch wenn die Bereitschaft zur Energiewende in der Welt unterschiedlich stark ausgeprägt ist, so führt daran über kurz oder lang kein Weg vorbei. Es ist absehbar, dass sich die relative Bedeutung der einzelnen Energieträger verschieben wird: Erneuerbare Energien werden immer wichtiger, während fossile Energieträger an relativer Bedeutung verlieren werden.

Klar ist: Der Energiemix muss und wird sich ändern

Kapazitätsmix weltweiter Installationen 2022 und 2050 (Szenario-Betrachtung)



Quelle: BloombergNEF

Versorgungssicherheit, Klimaneutralität und Bezahlbarkeit gilt es zu erreichen

Der Themenkomplex ist vielfältig. Versorgungssicherheit, Klimaneutralität und Bezahlbarkeit sind die Ziele, die es zu erreichen gilt. Erneuerbare Energien sind dabei ein wichtiger Teil der Lösung. Gleichwohl stellt der Umstand, dass Wind und Sonne nicht durchweg zur Verfügung stehen, eine Herausforderung dar. Ihre Verfügbarkeit schwankt und steht in Abhängigkeit von Tages- und Jahreszeit sowie Witterungsverhältnissen.

Hoher Investitionsbedarf rund um den Globus

Aus der beschriebenen Gemengelage ergibt sich ein hoher Investitionsbedarf an diversen Stellen der Wertschöpfungskette, sowohl bei der Energieerzeugung als auch im Bereich der Übertragung und Speicherung. Und dieser Bedarf besteht nicht lokal begrenzt, sondern in aller Welt und über viele Jahre hinweg.

Ausbau der Kapazitäten zieht Herausforderungen an den Stromtransport nach sich

Erzeugungseitig wird es einen Ausbau der Kapazitäten vor allem in den Bereichen Wind, Photovoltaik, Wasserkraft, Wasserstoff, LNG und Biofuels geben. Über weite Strecken kommt es hier zu einer Abkehr von der lange Zeit gelebten Praxis, Strom dort herzustellen, wo er benötigt wird. Es war immer einfacher und billiger, die (fossilen) Rohstoffe zum Kraftwerk zu transportieren, als den Strom über lange Strecken zum Verbraucher. Dieses Prinzip ändert sich mit der Energiewende: Erneuerbare Energie wird am besten dort produziert, wo sie die optimalsten Bedingungen vorfindet, z. B. für Windenergie vor allem auf dem offenen Meer („offshore“). Daraus wiederum ergeben sich Herausforderungen für den Stromtransport: Es besteht die Erfordernis, neue Stromtrassen zu bauen, um die steigenden Mengen an grünem Strom vom Ort der Erzeugung zum Verbraucher transportieren zu können. Doch damit ist es nicht getan. Die bereits bestehende Stromnetz-Infrastruktur ist vielerorts in der Welt überaltert. Sowohl in den Industrie- als auch in den Schwellenländern müssen jährlich zigtausende Kilometer (aus)gebaut und erneuert werden.

Beispiel USA: Netzinfrastuktur in die Jahre gekommen

Werfen wir beispielhaft einen Blick in die USA – weltgrößte Volkswirtschaft und zudem führend in Sachen KI-Entwicklung: Die Energienetz-Infrastruktur der Vereinigten Staaten ist in die Jahre gekommen. Die in den 1960er Jahren errichteten Übertragungsnetze stehen aktuell für mehr als die Hälfte der US-Energieinfrastruktur. Weitere 20 % stammen aus den 1970er und 1980er Jahren. Es besteht daher ein großer Bedarf an Wartung, Reparatur und Wiederaufbau des Netzes. Neue Bauvorhaben konzentrierten sich bislang allerdings häufig auf den einfachen Wiederaufbau der Übertragungsinfrastruktur der Vergangenheit oder auf die Deckung des Bedarfs auf der Grundlage des aktuellen Ressourcenmix. Dies dürfte sich alsbald ändern, da sich verändernde Erzeugungsstrukturen andere Anforderungen an ein Infrastrukturnetz mit sich bringen. Auch die Erzeugungskapazitäten sind erneuerungsbedürftig. Beispielsweise

liegt das Durchschnittsalter der in Betrieb befindlichen US-Kernreaktoren bei 42 Jahren.

Kein spezifisches US-Thema, sondern vielmehr auf globaler Bühne relevant sind derweil Entwicklungen in weiteren Themengebieten, die in den beschriebenen Zusammenhängen ebenfalls Fahrt aufnehmen, weitere Investitionen erfordern und zu Veränderungen führen werden. Beispielsweise ist damit zu rechnen, dass mit dem Prozess der Abspaltung, Nutzung und Speicherung von CO₂ (sog. „Carbon Capture, Utilization and Storage“, CCUS) ein noch junger Industriezweig enormes Wachstum erfahren wird. Ein anderes Beispiel stellt der Ausbau intelligenter Stromnetze (sog. „Smart Grids“) dar: Zeitgemäß vernetzen sie alle Komponenten wie Stromerzeuger, elektrische Verbraucher, Netzbetriebsmittel und Stromspeicher und ermöglichen damit erst die Einbindung regenerativer Energieerzeuger in das Stromnetz. Ebenfalls bedeutsam wird es sein, Möglichkeiten zu schaffen, um Energie in signifikantem Ausmaß zwischenspeichern zu können. Dies vor dem Hintergrund, dass Schätzungen zufolge bis zum Jahr 2050 etwa zwei Drittel der global benötigten Energie regenerativ, d. h. vor allem aus Wind und Sonne, hergestellt werden. Somit besteht auch ein hoher Entwicklungs- und Investitionsbedarf für Batteriespeicher und Langzeitspeicher, z. B. wasserstoffbasierte Lösungen. Durch sie kann gewährleistet werden, dass die grüne Energie auch dann genutzt werden kann, wenn der Wind nicht weht oder die Sonne nicht scheint.

Weitere Themengebiete nehmen Fahrt auf und bringen Entwicklungs- und Investitionsbedarf mit sich

Am Beispiel der Entwicklungen im Bereich der Künstlichen Intelligenz (KI) lässt sich gut erklären, wo die Herausforderungen liegen. Seit Jahren wächst die Nachfrage des Technologiesektors nach Rechenkapazitäten. Allein die Digitalisierung und die Verschiebung der Daten von lokalen Servern in die Cloud sorgt bereits für ein Wachstum der Branche um 6 - 8 % p. a. Um zukünftigen Fortschritt zu sichern, reichen „herkömmliche“ Rechenzentren allerdings nicht mehr aus. Spezielle KI-Rechenzentren werden benötigt, die allerdings – je nach Berechnung – den 5- bis 10-fachen Energiebedarf ihrer herkömmlichen Pendanten erfordern. Daten zur Entwicklung des weltweit verbrauchten Stroms zeigen bereits, wohin die Reise geht. Zu Beginn des Jahrtausends machte der Stromverbrauch von Rechenzentren etwa 0,5 % des globalen Stromverbrauchs aus. Inzwischen sind es Schätzungen zufolge bereits rund 3 %, mit stark steigender Tendenz. Lt. Int. Energieagentur (IEA) lag der weltweite Stromverbrauch der Rechenzentren im Jahr 2022 bei 460 Terawattstunden (TWh). Die Experten schätzen, dass sich der Wert bereits bis 2026 verdoppeln könnte – Tendenz weiter steigend. Zurückzuführen ist der Energiehunger auf diverse Faktoren. Beispielsweise erfordert eine „einfache“ Anfrage über Chat GPT, der KI von Open AI, etwa das 10-fache der Energie einer herkömmlichen Suchmaschinen-Recherche. Doch nicht nur der laufende Betrieb benötigt Energie, sondern auch das Trainieren der KI-Modelle. Beispielsweise erforderte allein die Entwicklung der GPT-4-Version das 50-fache der Strommenge, die noch für GPT-3 benötigt wurde. Für den Betrieb der Rechenzentren ist es zudem elementar, jederzeit eine stabile Stromversorgung zu gewährleisten. Dafür wiederum wird ein Ausbau der Netzinfrastruktur benötigt, zu dem auch Notstrom- oder Backup-Systeme gehören. Hinzu kommt, dass die Leistungssteigerungen mit einer erheblichen Wärmeentwicklung einhergehen, für die neuartige Kühlkapazitäten erforderlich sind. Traditionelle luftbasierte Kühlsysteme reichen nicht mehr aus und es bedarf flüssigkeitsgekühlter Rechenzentren, welche die doppelte Rechenleistung auf gleichem Raum unterbringen können. Experten schätzen, dass sich das eingangs genannte, ohnehin stattliche Wachstum im Markt für

Künstliche Intelligenz – Die Technologie der Zukunft erfordert ein Vielfaches an Energie

Rechenzentren durch die Entwicklungen im KI-Bereich um jährlich 3 bis 4 Prozentpunkte erhöht und somit in den nächsten Jahren bei ca. 9 - 12 % p. a. liegen wird.

Kein Modetrend, sondern prägende Entwicklungen der nächsten Jahre

Für den Anleger ist es bedeutsam, sich vor Augen zu führen, dass die Themen Elektrifizierung, Netz- und Speicherausbau, Dekarbonisierung und Energieeffizienz prägend für viele Jahre sein werden. Es handelt sich dabei um zwangsläufige Notwendigkeiten, die erforderlich sind, um auf nachhaltigem Wege zukünftiges Wachstum und Fortschritt zu ermöglichen. Politische Agenden, die ein „Weiter so“ propagieren und für ein Festhalten an fossilen Energieträgern plädieren, können diese Entwicklungen allenfalls in Teilen bremsen, nicht aber aufhalten: Lt. Projektionen der IEA sollen die globalen Investitionen in Erneuerbare Energien von zuletzt 390 Mrd. US-Dollar p. a. bis zum Jahr 2030 auf stattliche 1.300 Mrd. US-Dollar p. a. steigen. Dieses Ausgabenniveau im Jahr 2030 entspricht dabei den höchsten Ausgaben, die jemals für die Versorgung mit fossilen Brennstoffen getätigt wurden (1.300 Mrd. US-Dollar für fossile Brennstoffe im Jahr 2014).

Chancen im Unternehmenssektor

Bereits jetzt ist zu beobachten, dass zahlreiche Unternehmen aus dem Dunstkreis rund um das Thema Energieinfrastruktur profitabel arbeiten oder an der Schwelle dazu stehen. Dass viele Energieversorger von steigenden Investitionen in Projekte der Energiewende berichten, untermauert die aussichtsreichen Perspektiven zusätzlich. Bewertungsseitig erkennen wir, dass die Unternehmen im Angesicht guter Gewinnperspektiven für die kommenden Jahre vielfach keineswegs zu hoch bewertet sind und sie durch ihre Kennzahlen überzeugen können.

Gute Perspektiven sind nicht regional beschränkt – Aktiv gemanagte Fondslösung ratsam

U. E. ergeben sich aus dieser aussichtsreichen Konstellation Anlagechancen am Aktienmarkt, z. B. bei Unternehmen mit dominanten Positionen in Bereichen der Energieinfrastruktur und/oder in diversifizierten Geschäftsmodellen, die auch ohne Subventionen lukrativ sind. In geografischer Hinsicht beschränken sich die guten Perspektiven dabei nicht auf eine einzelne Anlageregion. Vielmehr handelt es sich um Entwicklungen, an denen rund um den Globus angesiedelte Unternehmen mit ihren jeweiligen Kompetenzen beteiligt sind. Anlegern, die an den Chancen des aussichtsreichen Themenkomplexes Energieinfrastruktur partizipieren möchten, empfiehlt sich aus unserer Sicht eine aktiv gemanagte Fondslösung.

VII. Rohstoffe

Gute Versorgungslage lastet auf dem Ölpreis – Daran dürfte sich 2025 wenig ändern

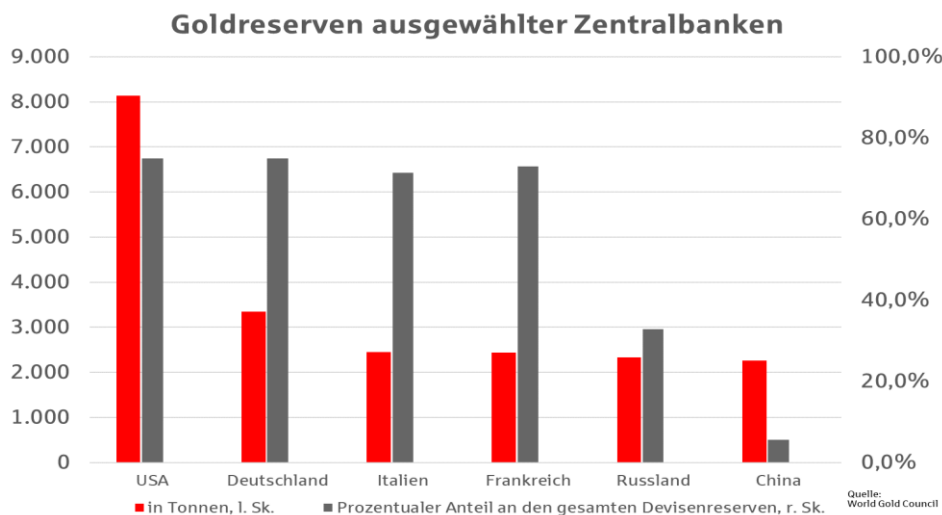
Rohöl – Für Anleger, die im zurückliegenden Kalenderjahr auf steigende Ölpreise gesetzt hatten, war 2024 wenig erfolgreich. Die Notierung der Nordseesorte Brent beendete das Jahr nur mit einem Wertzuwachs von 2,6 %. Dies mag auf den ersten Blick überraschend anmuten, schließlich wuchs die Weltwirtschaft vergleichsweise solide und die geopolitischen Risiken sind u. a. mit Blick auf die Ukraine und den Nahen Osten nicht weniger geworden. Entscheidend für die verhaltene Preisentwicklung war indes die gute Versorgungslage. Das Ölangebot war auskömmlich und daran dürfte sich mit Blick auf 2025 auch wenig ändern. Vor allem die weltgrößte Förderung USA sollte ihre Produktion mindestens hoch halten, wenn nicht gar weiter ausweiten. Derweil steht der OPEC+-Staatenverbund, der rund die Hälfte zur globalen Produktion beiträgt, auf der Bremse. Schon seit einigen Monaten hegt das Kartell Pläne, die bestehenden Förderkürzungen zur Stabilisierung der Preise zurückzunehmen. Mit

Blick auf die maue Nachfrage hat man darauf aber bislang verzichtet und die Überlegungen weiter vertagt. Für die Ölpreisentwicklung in diesem Jahr ist dies bedeutsam, da das Kartell wahrscheinlich unmittelbar mehr fördern würde, sollte die Ölnachfrage dies hergeben und der Markt ein zusätzliches Angebot verkraften können. Dies macht deutlich: Angebotsknappheiten sind bis auf Weiteres nicht zu erwarten. Vor diesem Hintergrund überrascht es nicht, dass die IEA für 2025 von einem überversorgten Ölmarkt ausgeht. Zwar rechnet man mit einer anziehenden Ölnachfrage, deren Wachstum dürfte aber hinter der erwarteten Angebotsausweitung zurückbleiben. Große Sprünge sehen wir daher beim Ölpreis in diesem Jahr nicht. Die Notierung hat sich zuletzt etwas oberhalb von 70 US-Dollar/Barrel stabilisiert. Nennenswerte Impulse im weiteren Jahresverlauf wären am ehesten von Seiten geopolitischer Entwicklungen zu erwarten, die sich einer verlässlichen Prognose allerdings entziehen. Bislang waren die zahlreichen Krisenherde rund um den Globus nicht geeignet, den Ölpreis überschießen zu lassen, was primär darauf zurückzuführen ist, dass es zu keiner Blockade wichtiger Transportwege kam. Sollte sich dies ändern, würde der Ölpreis wohl empfindlich reagieren. Dies ist allerdings ein weniger wahrscheinliches Risikoszenario. Wir gehen vom Ausbleiben einer solchen Blockade aus und rechnen mit einer unter Schwankungen vorerst eher seitwärts gerichteten Notierung. Zeitweilig können wir uns auch ein Unterschreiten der 70-Dollar-Marke vorstellen.

Gold – Freunde und Besitzer des Goldes blicken auf eine überaus erfreuliche Wertentwicklung des gelben Edelmetalls zurück. Mit einem Wertzuwachs von 36 % (auf Euro-Basis) konnte der Goldpreis die bereits ordentlichen Wertzuwächse der Vorjahre im Jahr 2024 deutlich übertreffen. Die Perspektiven für das neue Jahr stellen sich weiterhin konstruktiv dar. Gleichwohl sollte man nicht davon ausgehen, dass sich die Preisrallye der letzten Monate in diesem Jahr ungebremst fortsetzt. So erwarten wir uns von der Zinsseite keine nennenswerten Impulse. Es zeichnet sich nicht ab, dass die für den Goldpreis relevanten, langfristigen US-Realzinsen deutlich abwärts gerichtet sein werden, wovon das unverzinsten Edelmetall profitieren würde. Auch vom US-Dollar, dessen Entwicklung den Goldpreis in der langen Historie regelmäßig beeinflusst hat, sollten u. E. keine stärkeren Impulse ausgehen. Eher denkbar ist u. E., dass geopolitische Entwicklungen Einfluss auf die allgemeine Risikobereitschaft bzw. das Sicherheitsbedürfnis der Marktteilnehmer nehmen. Die weitere Entwicklung der zahlreichen Konfliktherde in der Welt, vor allem in der Ukraine und im Nahen Osten, könnte der Goldnotierung Impulse verleihen. Für den hoffentlich ausbleibenden Fall weiterer Eskalationen wäre Gold aufgrund seines Versicherungscharakters wohl am ehesten geeignet, mögliche Wertverluste anderer Vermögensklassen zumindest etwas abzufedern. Abseits dessen sind wir der Ansicht, dass vor allem das Kaufverhalten der Zentralbanken Einfluss auf den Goldpreis nehmen wird, da die Disposition der Goldreserven in einem komplexen geopolitischen und finanziellen Umfeld elementar für die Zentralbanken ist und auch bleiben sollte. Zur Verdeutlichung: Im Jahr 2023 haben die Zentralbanken in aller Welt 1.037 Tonnen Gold erworben – der zweithöchste jährliche Kauf in der Geschichte. Das Rekordhoch stammt aus dem Jahr 2022, als es 1.082 Tonnen waren. Für 2024 liegen noch keine abschließenden Daten vor. Es zeichnet sich aber ab, dass es ein weiteres Jahr war, in dem die Notenbankbestände nennenswert aufgestockt wurden. Wir nehmen diese Entwicklungen zum Anlass, diesbezüglich einmal genauer hinzuschauen: Grundsätzlich gilt, dass Gold für Zentralbanken eine wichtige Rolle als strategischer Vermögenswert beim Risikomanagement und bei der Diversifizierung der Reserven spielt. Über die höchsten Bestände verfügt aktuell die US-Zentralbank mit 8.133 Tonnen, ge-

Satte Goldpreisrallye im Jahr 2024 – Ungebremst dürfte die Entwicklung allerdings nicht weitergehen

folgt von Deutschland (3.352t), Italien (2.452t), Frankreich (2.437t), Russland 2.336t) und China (2.264t). Bedeutsam dürfte aber weniger die absolute Höhe der Bestände sein, sondern vielmehr, welchen Anteil der Wert der Goldreserven an den gesamten Devisenreserven der jeweiligen Länder ausmacht. Im Falle der USA und der drei genannten europäischen Länder sind dies jeweils mehr als 70 %, im Falle Russlands 33 %, in China hingegen beläuft sich der Anteil der Gold- an den Gesamtdevisenreserven auf weniger als sechs Prozent. Dies erklärt, warum die chinesische Zentralbank Ende 2022 damit begonnen hat, ihre Goldreserven aufzustocken. Mit ihren Kaufaktivitäten trug sie zweifelsohne zum Anstieg des Goldpreises bei.



Kaufverhalten der Notenbanken könnte sich als wesentlicher Impulsgeber erweisen

Mit Blick auf das Jahr 2025 könnte sich das Kaufverhalten der People`s Bank of China als wesentlicher Impulsgeber für den Goldpreis erweisen. Blickt man auf die monatlichen Kaufdaten, so zeigen diese, dass die chinesischen Währungshüter von November 2022 bis einschließlich April 2024 Gold gekauft haben. Im Anschluss blieben weitere Käufe aus, womöglich auch wegen taktischer Überlegungen nach dem vorausgegangenen starken Goldpreisanstieg. Bis einschließlich Oktober waren keine weiteren Goldkäufe durch Chinas Zentralbank ersichtlich, mit dem November hat die Notenbank ihre Kaufaktivität aber wieder aufgenommen, wie jüngste Daten zeigen. Wir werten dies als Hinweis darauf, dass China seine Zielgröße für ein bestimmtes strategisches Bestandsniveau noch nicht erreicht hat. Wo dieses liegt, bleibt abzuwarten. In jedem Fall erscheint es – gerade im Vergleich mit anderen Ländern – ausbaufähig. Für uns wäre es daher nicht überraschend, sollten sich die Kaufaktivitäten der chinesischen Währungshüter im Jahr 2025 als nennenswerter Nachfragebestandteil etablieren und damit dem Goldpreis Unterstützung bieten. Der Nachfrageimpuls dürfte dabei auch nicht auf die chinesischen Käufe beschränkt bleiben, denn wie das World Gold Council berichtete, war im Oktober (die jüngste Veröffentlichung zu dem Thema) eine allgemeine Erholung der gemeldeten Zentralbank-Kaufaktivitäten zu verzeichnen.

Beimischung bleibt unverändert ratsam

Die wichtigsten „klassischen“ Einflussfaktoren sollten in 2025 tendenziell neutral auf den Goldpreis wirken. Belebende Impulse erwarten wir uns jedoch aus den Kaufaktivitäten der Zentralbanken, auch und vor allem von chinesischer Seite. Auch mit Blick auf die bekannten Korrelations- und Versicherungseigenschaften des Edelmetalls bekräftigen wir unsere Haltung, dass Gold ergänzender Bestandteil eines gemischten Portfolios sein sollte.

Industriemetalle – Wirklich in Fahrt gekommen sind die Notierungen für Industriemetalle bislang nicht. Trotz mittel- bis langfristig guter Aussichten auf Preissteigerungen, die aus Angebotsverknappungen resultieren sollten, blieb die Preisentwicklung von Kupfer, Aluminium & Co. bislang überschaubar. Gemessen am Bloomberg Industrial Metals Index (Total Return, auf Euro-Basis) steht für das zurückliegende Kalenderjahr immerhin ein Wertzuwachs von rund 10 % zu Buche. Bremsend wirkte dabei vor allem die verhaltene wirtschaftliche Aktivität Chinas – das Land ist der bedeutendste Nachfrager von industriell genutzten Metallen. Hinzu kommt, dass der Markt bis dato vielerorts noch gut versorgt ist – eklatante Angebotsengpässe haben sich bislang nicht eingestellt. Über kurz oder lang dürfte sich dies allerdings ändern. Dafür seien im Folgenden exemplarisch die Entwicklungen in der Kupferindustrie skizziert: Die sogenannte Entdeckungsquote bei Kupfer hat in den letzten Jahren deutlich abgenommen. Einer Studie von S&P Global zufolge gab es in den Jahren von 2013 bis 2023 lediglich 14 große Kupferfunde. Betrachtet man sämtliche Kupferfunde seit 1990, so handelt es sich lediglich um 3,5 % der in diesem Zeitraum insgesamt entdeckten Kupfervorkommen. Zum Vergleich: In den gesamten 90er-Jahren hatte es noch 115 große Funde gegeben, in den Nullerjahren immerhin noch 95 an der Zahl. Zurückzuführen ist dieser eklatante Rückgang auf einen Bedeutungsgewinn der sogenannten „Brownfield-Assets“. Hierbei handelt es sich um Investitionen in bestehende Minen, um deren Produktion zu steigern. Im Gegenzug versteht man unter „Greenfield-Assets“ Investitionen, die sich auf die Erschließung gänzlich neuer Standorte beziehen. Diese wurden in den letzten Jahren vernachlässigt, was sich an den Explorationsbudgets der Förderkonzerne erkennen lässt und in den rückläufigen Funden zum Ausdruck kommt. Es wird deutlich: Um Kosten zu begrenzen, wurde wesentlich stärker in die Erweiterung bestehender Standorte als in die Inbetriebnahme neuer Minen investiert. Bei kurzfristiger Betrachtung ist dies nachvollziehbar. Schließlich wird der Zeitraum, den es bedarf, um eine neue Förderstätte in Betrieb zu nehmen, immer länger. Zuletzt lag die durchschnittliche Vorlaufzeit – von der Entdeckung bis zur Produktion – bereits bei knapp 18 Jahren. Perspektivisch scheint dieses Vorgehen aber zu kurz gedacht. Mit Blick auf wichtige Nachfragetrends, die sich auch und vor allem aus der Energiewende ergeben (siehe dazu auch unser Sonderthema „Energieinfrastruktur – Ohne geht es nicht“ in dieser Ausgabe) ist davon auszugehen, dass es nur eine Frage der Zeit ist, bis eine steigende Nachfrage nach Kupfer (und anderen Metallen) auf angebotsseitige Knappheiten trifft – mit entsprechenden Auswirkungen auf die Preisbildung. Wann es dazu kommt, lässt sich schwerlich prognostizieren. Die Experten von S&P Global beispielsweise erwarten ab 2027 ein erhebliches Unterangebot für raffiniertes Kupfer auf dem Weltmarkt. Bei den Konzentraten soll das Defizit sogar noch früher zutage treten. Die Engpässe scheinen also näher zu rücken. Mit Blick auf die kurzfristige Metallpreisentwicklung in 2025 dürften zunächst aber noch andere Faktoren im Vordergrund stehen. Vor allem die Industriepolitik der Vereinigten Staaten und die Bereitschaft Chinas, der Schwäche der heimischen Wirtschaft zu begegnen, dürften prägend sein. Die oben beschriebene Aussicht auf die zukünftige Marktkonstellation dürfte am aktuellen Rand bereits unterstützend auf die Metallpreise wirken und sich in den nächsten Jahren sukzessive stärker in der Preisbildung niederschlagen.

Preissteigerungen bei Industriemetallen noch überschaubar – Versorgungsengpässe rücken aber näher

C. Vermögensstrukturierung

Die 2020er-Jahre unterscheiden sich u. E. strukturell von den Rahmenbedingungen im letzten Jahrzehnt – Stichworte sind hier u. a. der demografische Wandel, die Deglobalisierung, die Dekarbonisierung sowie eine neue Defizitkultur

Hintergrundinformationen sowie die Herleitung der strategischen Vermögensstrukturen für einen mittel- bis langfristigen Anlagehorizont sind der (nur in digitaler Form erhältlichen) Begleitpublikation „Kapitalmarktperspektiven 2025 – Das große Bild: Europa unter Zugzwang“ zu entnehmen. Die Zeiten- und Zinswende hat u. E. zu einem strukturell veränderten Umfeld im Vergleich zum letzten Jahrzehnt geführt. Stichworte sind hier u. a. der demografische Wandel, die Deglobalisierung, die Dekarbonisierung sowie eine neue Defizitkultur in Teilen der Welt. Die 2010er-Jahre waren weltwirtschaftlich betrachtet von geringeren Investitionen, niedrigem Wachstum und einem Niedrigzinsumfeld geprägt. Die Welt befindet sich im Wandel und ein wieder normales Zinsumfeld wird angesichts der Transformationserfordernisse eine Begleiterscheinung davon sein. Das normalere Zinsumfeld stabilisiert die Zinserträge in einem Mischportfolio. Unternehmen und Volkswirtschaften, die sich dem Wandel aktiv stellen, tragen zu robusteren Aktienrenditen bei. Anders als im letzten Jahrzehnt liegen u. E. vermehrt Engpässe auf der Angebotsseite vor. Damit einher geht eine höhere Inflationsunsicherheit. Die Zunahme der Tendenzen zum Wirtschaftsnationalismus verstärkt dies noch zusätzlich. Dies unterstreicht den Nutzen von realwertorientierten Vermögenswerten wie z. B. Aktien, Gold und Immobilien im Vermögenskontext. Der Anspruch an resilientere Lieferketten wird u. E. Trends zur Automatisierung sowie einer breiteren Anwendung von Künstlicher Intelligenz befördern. Gleichzeitig ist anzunehmen, dass geopolitische Fragestellungen größeren Einfluss auf das Marktgeschehen nehmen. Ein flexibleres Risikomanagement könnte demzufolge erforderlich sein.

Langfristige Renditeprognosen im Wesentlichen unverändert – Keine Veränderung in den Musterportfolios

Unsere langfristigen Renditeprognosen haben sich nur unwesentlich im Vergleich zur Ausgangslage im Sommer 2024 verändert. Wir kommen daher in der Gesamtbewertung zu dem Ergebnis, keine Veränderungen in den Musterportfolios vorzunehmen. Die Kern-Satelliten-Strategie sowie das regelmäßige Investieren in dieselbe (Investment-Sparpläne) bleiben für uns ein wesentliches Element für den langfristigen Vermögensaufbau. Wie im Vorwort bereits angemerkt, beugt regelmäßiges oder fallweises Rebalancieren der Bildung von Klumpenrisiken in einzelnen Regionen oder Anlagesegmenten vor. Nach zwei überdurchschnittlich starken Börsenjahrgängen und vermehrten Unwägbarkeiten im Ausblick ist der Zeitpunkt unserer Einschätzung nach genau richtig, gemeinsam einen Blick auf die aktuelle Vermögensstruktur und deren Vereinbarkeit mit dem gewünschten Chance-Risiko-Profil zu werfen.