

Haspa BörsenAnalyse

AKTUELLE BERICHTE UND ANALYSEN

Kapitalmarkt 2025

Mut zur robusten Aufstellung



Präambel

Bei einer ersten Rückschau hatte auch das Jahr 2024 so ziemlich alles zu bieten, was an Überraschungen zu erwarten und eben auch nicht zu erwarten war. Hervorzuheben ist dabei - und darum geht es in dieser Publikation nun einmal schwerpunktmäßig - die zumindest von uns nicht in dieser Ausprägung prognostizierte goldgeränderte Entwicklung der internationalen Kapitalmärkte. Dabei sollte nicht unerwähnt bleiben, dass auch Ihre Haspa ausdrücklich darauf verwiesen hat, dass die Welt der Kapitalanlage auch in „ungeordneten Zeiten sehr ertragreich“ ausfallen kann, so der Titel unseres Ausblicks für 2024. Im Ergebnis stehen - je nach Risikograd und Internationalisierung - sowohl bei Aktien als auch Anleihen, Währungen und Gold überdurchschnittliche Wertzuwächse in den Vermögensbilanzen. Fast schon historisch groß sind dabei die enormen Abweichungen zwischen einem Euro-Aktienindex und seinem Pendant in den USA mit den zuweilen hohen Technologieanteilen. Des Börsianers Zauberwort lautete Künstliche Intelligenz mit zum Teil fast schon fantastischen Kurszuwächsen bei Unternehmen, die unmittelbar, aber auch mittelbar, von diesem Wachstumstrend profitieren.

So weit, so gut. Einerseits kennen wir alle die Aussage, bloß nicht die Zusammensetzung eines erfolgreichen Teams zu verändern, und andererseits lässt schon der Titel unseres Ausblicks 2025 vermuten, dass eben auch Mut dazugehört, gerade nicht in einem zu hohen Maße auf die unbestritten großartigen Erfolge von gestern zu setzen. Und genau dies ist ein zentrales Anliegen, um in Zeiten der Ungewissheit, die wir zweifellos haben, die Robustheit und Resilienz zu erhöhen.

Geprägt von den enormen Veränderungen aus der Geopolitik befinden wir uns aktuell in einer Übergangsphase, in der die Welt eine neue Ordnung sucht, die aber noch in einem hohen Maße unbestimmt ist. Was wir heute wissen ist, dass der Hegemon - die USA - sich mehr und mehr um sich selbst kümmern will und damit dieser auch Sicherheit stiftende Anker nur noch begrenzten Halt bietet. Die politischen und wirtschaftlichen Blöcke verfallen, internationale Institutionen verlieren an Gewicht und die extrem viel Wohlstand stiftende Liberalisierung im Handel oder auch Globalisierung haben ihre besten Zeiten hinter sich gelassen. Vielmehr stehen die westlichen Demokratien selbst vor einer Bewährungsprobe mit dem Hang zum Nationalstaat. Einher geht diese Entwicklung mit einer zum Teil beängstigend stark steigenden Staatsverschuldung (dies gilt jetzt einmal nicht für Deutschland). Insofern

scheint die Wahl des neuen US-Präsidenten durchaus in dieses skizzierte Raster zu passen und ist wohl eher als eine Art Verstärker, denn als Richtungswechsel zu verstehen. Welche Rolle bei all den Veränderungen Europa einnehmen wird, bleibt weitgehend offen, zumal die beiden führenden Länder Frankreich und Deutschland derzeit nicht den Eindruck aufkommen lassen, die neue und unbekanntere Zukunft aktiv zu gestalten.

In diesem zugegebenermaßen unübersichtlichen Umfeld schlagen sich viele Unternehmen dagegen sehr passabel, wenn nicht gut. Unbenommen haben in 2024 einige sehr wenige ausgewählte Technologiekonzerne den Unterschied ausgemacht. Die Unternehmensgewinne der börsennotierten Gesellschaften konnten aber auch in Gänze stabilisiert bzw. ausgebaut werden, wengleich in einzelnen Sektoren der Wind schon sehr stark von vorne kam. Zukünftig spricht einiges dafür, dass angesichts der ambitionierten Bewertungen speziell im Technologiesektor wieder etwas mehr Gleichlauf Einzug halten sollte und die zu erwartenden Kurszuwächse nach den beiden sehr starken Jahren 2023 und 2024 wieder in normaleren Bahnen stattfinden. Wir plädieren für eine ausgewogene Aufstellung, die international und damit von den USA geprägt ist, kleinere Werte berücksichtigt und das Thema Ausschüttung beinhaltet. Bei Weitem ist dies kein Abgesang auf das Thema Technologie und Künstliche Intelligenz, da hier nun einmal Wachstum und Rentabilität zu finden sind, aber eben in einem von uns vorgeschlagenen geringeren Umfang in der Vermögensstruktur.

Wie erlangen wir nun aber für diese unbekanntere neue Welt die angestrebte Robustheit? Wenn wir die Chancen und Risiken mathematisch nicht befriedigend bestimmen können, hilft am Ende eine breite Streuung in den einzelnen Anlageklassen und die Berücksichtigung möglichst vieler Anlageklassen. Angesichts der offensichtlichen Probleme Europas gilt es, die weiteren Wirtschafts- und Währungsräume ebenfalls in der Breite abzudecken. Da die Inflationsraten auf ein tolereables Niveau zurückgeführt werden konnten, die kurzfristigen Zinsen wohl weiter sinken werden, erfüllen Anleihen eine wichtige Funktion in der Allokation, die von Rohstoffen und hier insbesondere Gold ergänzt wird. Möglicherweise fallen die Wertzuwächse in einzelnen Disziplinen zukünftig geringer aus, so ist es aber nach unserer Überzeugung umso wichtiger, dass die Gesamtkomposition der Vermögensstruktur mit Mut bestmöglich auf die großen Herausforderungen von morgen und übermorgen anzupassen ist.

Zusammenfassung 2025, Prognosen

- Weltwirtschaft mit wenig Schwung:
 - BIP Welt +3,0 %,
 - BIP Euroraum +1,0 %,
 - BIP Deutschland +0,5 %,
 - BIP USA +2,0 %,
 - BIP China +4,5 %.
- Headline-Inflationsraten in Deutschland und im Euroraum: 2,0 % bis 2,5 %, USA: 2,5 % bis 3,0 %.
- Euroraum: Einlagesatz 2,25 %, Hauptrefinanzierungssatz: 2,40 %.
- USA: Federal Funds Rate 3,75 % bis 4,00 %.
- Euro: Spanne von 1,00 bis 1,10 US-Dollar.
- Ölpreis (Nordseeöl Brent): 60 bis 80 US-Dollar pro Barrel.
- Die Rendite der 10-jährigen Bundesanleihe liegt Ende 2025 zwischen 2,50 % und 2,75 %, die der 2-jährigen zwischen 2,25 % und 2,50 %.
- Die Zinsstrukturkurve im Euroraum bleibt flach. Die Inversität wird beendet, folglich sind kurze Zinsen wieder niedriger als lange.
- Die Rendite der 10-jährigen US-Staatsanleihe liegt Ende 2025 zwischen 4,50 % und 4,75 %, die der 2-jährigen zwischen 3,90 % und 4,15 %.
- Die Erträge der europäischen Unternehmen sind weiterhin deutlich mehr Gegenwinden ausgesetzt als die Gewinne der potenten US-Konzerne.
- Das Phänomen der Marktenge innerhalb der Aktienbarometer sollte sich abschwächen.
- Der DAX bewegt sich in einer Bandbreite von 17.000 bis 21.100 Punkten; das Erholungspotenzial entfaltet sich in der zweiten Jahreshälfte.
- Die Welt von morgen: Staaten fokussieren sich auf unmittelbare nationale Interessen, internationale Organisationen werden geschwächt. Die USA treten weniger, China mehr auf der Weltbühne auf.
- Prägende Trends: Künstliche Intelligenz (& Digitalisierung), Deglobalisierung, Demographie, Defence (Sicherheit), Dekarbonisierung.
- Einsatz von Künstlicher Intelligenz steigert Energiebedarf deutlich und Produktivität moderat, schreitet in der Breite jedoch nur langsam voran.
- Deglobalisierung, Friend-Shoring und De-Risking führen zu Fragmentierung von Lieferketten, was Wachstumsländern mit verlässlichen Institutionen hilft, aber auch Produktionskosten erhöht.
- Zunehmende Alterung der Bevölkerung reduziert Zahl und Anteil der Erwerbstätigen, was Konsum dämpft und Innovationen im Gesundheitsbereich incentiviert.
- Zeitenwende und „America First“ erfordert mehr Ausgaben in Verteidigung innerhalb der EU.
- Bekämpfung des Klimawandels rückt in den Hintergrund, bleibt aber ein wichtiges Thema. Die Energiewende verliert aus ideologischen (USA) bzw. wettbewerbstechnischen Gründen (EU) an Tempo.
- Die Leitsätze der Anlagestrategie: Nach zwei außerordentlich guten Kapitalmarktjahren trimmen wir unsere Anlagestrategie auf eine noch ausgeprägtere Robustheit. Neben dem dominierenden Trend Digitalisierung setzen wir auf eine Ausgewogenheit bei Aktien. Den großen Herausforderungen einer nur in den Umrissen erkennbaren neuen Weltordnung begegnen wir mit „maximaler“ Streuung von Anlageklassen und innerhalb der jeweiligen Anlageklassen.
- **Vermögensstruktur:**
 - Liquidität:** wird weniger attraktiv, nur partielle Berücksichtigung.
 - Aktien:** 5Ds bleiben strategisch erste Wahl, Stilneutralität, Internationale Nebenwerte neu aufgenommen, Asien als Region.
 - Anleihen:** Bonitätsstärkere Euro-Anleihen, Unternehmensanleihen nur noch geringere Renditeaufschläge, Fremdwährungen ausbauen, als Beimischung Nachranganleihen von Emittenten hoher Qualität.
 - Ergänzungsanlagen:** Indexzertifikate mit fester Kuponzahlung und Aktienanleihen.
 - Rohstoffe:** Gold und Metalle mit Aktien von Minenbetreibern.
 - Spezialinvestments:** Erneuerbare Energien, Infrastruktur und Private Equity ausbauen.
 - Immobilien:** Keine Verschiebung im Gewicht, könnten in 2025 nachhaltig Tritt fassen.

Prognoserisiken, abwärts

- „Entfesselter Trumpf“ handelt gegen ökonomisches Wissen, was zu Wohlstandsverlust bis hin zu Stagflation führt, z. B. durch Handelskrieg, Rückkehr der Hochinflation durch Zölle.
- Vertrauensverlust in den USA könnte zu Einbruch von Konsum oder Investitionen (Biotech, Digitalwirtschaft) und damit zu Rezession führen.
- Verschärfung der Problematik um Staatsverschuldung weltweit (nicht nur Europa, sondern auch USA, China und Japan). Ansteigende Zinsen würden vor allem kleinere Unternehmen und Haushalte belasten.
- Eskalation geopolitischer Konflikte (Ukraine, Nahost, Taiwan, etc.).

Prognoserisiken, aufwärts

- Die hohen Erwartungen an die KI-Welt werden übertroffen: Arbeit wird produktiver / effizienter und Kosten & Preise werden reduziert (kompensiert demographischen Wandel).
- Chinesisches Konjunkturpaket mit positiven Effekten für die Weltwirtschaft.
- Impulse durch bisher „vernachlässigte“ Regionen (z. B. Indien, Osteuropa, Mercosur, ASEAN).
- Strukturreformen verbunden mit Konjunkturprogramm in Europa und/oder Deutschland.

Inhaltsverzeichnis

Für alle grafischen Darstellungen dieser Publikation gilt:
Die frühere Wertentwicklung sowie die prognostizierten Entwicklungen sind keine verlässlichen Indikatoren für die künftige Wertentwicklung.

	Seite
Präambel	2
Zusammenfassung	3
Kapitalmärkte 2024: Die USA stellen Europa in den Schatten	6
Amtsantritt Trump: Für Europa wird es nicht einfacher	7
Volkswirtschaftliches Umfeld	9
Konjunktur: USA weiterhin vor Europa	9
Inflation: Vorerst scheinbar unter Kontrolle	11
Notenbanken: Andere Rahmenbedingungen ähnliche Herausforderungen	12
Staatsverschuldung: Zunehmende Sorge um die USA und den Euroraum	13
Währungen: Euro unter Druck	15
Rohstoffe: Goldiges Jahrzehnt?	19
Kapitalmärkte 2025	18
Anleihemarkt: 2025 relativ attraktiver	18
Aktienmarkt: Gilt „America First“ auch bei der Aktienanlage 2025?	21
Immobilienmarkt: Leichte Zuversicht in einem sich wandelnden Markt	25
Langfristiger Ausblick	28
Inmitten des Gleichgewichts der Unordnung	28
5Ds: Strukturelle Trends in der Anlage	32
Anlagestrategie 2025: Mut zur robusten Aufstellung	35
Branchenüberblick	42

Kapitalmärkte 2024: Die USA stellen Europa in den Schatten

Nach dem imposanten Jahresendspurt 2023 fiel der Aufgalopp in den neuen Turnus trotz eines anhaltend hochtrabenden Zinsoptimismus unter den Marktteilnehmern zunächst zurückhaltender aus. Die Verschnaufpause an den bekanntesten Börsenplätzen währte allerdings nur kurz, denn auf dem Rücken einer unerwartet schwungvollen US-Konjunktur zum Jahresauftakt führten vor allem die taktgebenden Technologiekonzerne die Barometer weiter gen Norden. Im internationalen Gefüge taten sich zudem die japanischen Aktien positiv hervor. Ferner startete der Goldpreis ab März seine beeindruckende diesjährige Klettertour.

Im zweiten Vierteljahr traten sodann regionale Unterschiede in den Dispositionsentscheidungen der Anlegerschaft immer mehr zu Tage. So schloss das Zeitfenster April bis Juni auf europäischem Terrain unter der Last schwächerer Notierungen bei konjunktursensitiven Werten letztlich mit negativen Vorzeichen. Im Gegensatz dazu gönnten sich die führenden technologielastigen US-amerikanischen Pendanten keine Pause. Die Nasdaq® zog an den Kurstafeln - angeführt von Nvidia, dem Vorreiter des Mega-Themas Künstliche Intelligenz - augenscheinlich leichtfüßig davon. Auffällige Begleiterscheinungen der ersten sechs Monate auf dem Parkett waren die immer offensichtlichere Marktengung, d. h. die Konzentration der Investitionsbudgets auf wenige Zugpferde sowie die überraschend geringe Schwankungsintensität im Angesicht der latenten geopolitischen Unwägbarkeiten.

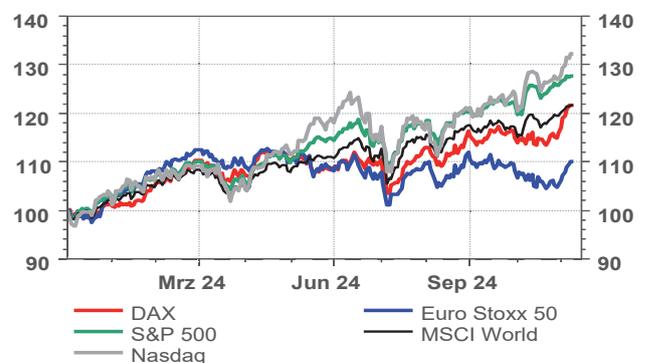
Nvidia Börsenwert



Das Vorpreschen der Europäische Zentralbank (EZB) hinsichtlich der Änderung des geldpolitischen Kurses bzw. des Einläutens eines Zinssenkungszyklus war kommunikativ ausreichend vorbereitet und schlug deshalb keine Wellen an den Kapitalmärkten. Bezugnehmend auf ihren weiteren Fahrplan blieben die Währungshüter vor den Sommerferien bewusst vage. Mehr und mehr rückte in diesen Wochen auf der politischen

Weltbühne der Präsidentschaftswahlkampf in den Vereinigten Staaten in den Fokus. Die Kandidatur von Kamala Harris nach dem Rückzug von Joe Biden fand neben den temporär heraufziehenden Rezessionsorgen in der weltweit größten Volkswirtschaft vor allem am Staatsanleihenmarkt Gehör und ließ die Rendite der 10-jährigen US-Papiere bis in den September hinein auf ein Jahrestief unweit von 3,60 Prozent sinken. Unter dem Strich bewältigten die Aktienmärkte das traditionell renditeschwächere dritte Quartal trotz der zwischenzeitlichen Rückkehr von Volatilität mit Bravour. Das kurze, aber heftige Gewitter Anfang August wurde in der Rückschau prompt als lukrative Einstiegschance interpretiert.

Internationale Indizes



Mit dem Eintritt in das Schlussquartal zügelte einerseits die Zuspitzung des Konflikts im Nahen Osten den Risikoappetit, wohingegen lange erwartete Impulse im Reich der Mitte wohltuend wirkten und die Stimmung hochhielten. Ein Realitätscheck der nachhaltigen Effektivität der angekündigten Schritte seitens der chinesischen Regierung steht bis heute aus. Insofern stand das Geschehen auf der Zielgeraden des Börsenjahres 2024 vorrangig im Zeichen der abermaligen Wahl von Donald Trump zum Präsidenten der USA. In einem erwartbaren Reaktionsmuster begegnete die Wall Street dem Event mit ordentlich Applaus, während die europäischen und asiatischen Aktienmärkte mit etwas Abstand hinterherzogen. An den Rentenmärkten erklommen die Renditen schon vor dem offiziellen Wahlausgang ein höheres Niveau. Der Bruch der Ampel-Regierung inklusive der Ankündigung von Neuwahlen in Deutschland hatte in dieser Gemengelage nur sehr begrenzten Einfluss auf die steigenden Notierungen. Auf der europäischen Ebene führte das Scheitern der Minderheitsregierung in Frankreich zu einem spürbaren Anstieg der Renditen bei französischen Staatsanleihen.

Amtsantritt Trump: Für Europa wird es nicht einfacher

Vor einem Jahr hätte es angesichts laufender Gerichtsverfahren, der Nicht-Teilnahmen an republikanischen Fernsehdebatten und des Ausschlusses von den Vorwahlen in mehreren Staaten kaum jemand für möglich gehalten, dass Donald Trump der 47. Präsident der Vereinigten Staaten von Amerika wird. Mit Blick auf die Amtseinführung am 20. Januar 2025 stellt sich nun die Frage, wie sich seine Politik auf die Volkswirtschaft und die Kapitalmärkte der USA, aber auch Europa und den Rest der Welt auswirken wird.

Die erratische Vorgehensweise Trumps macht es nicht einfach, aus seinen bisherigen Ankündigungen zur Wirtschaftspolitik konkrete Ableitungen für die Konjunkturprognose aufzustellen. Die Einschätzungen zu möglichen Auswirkungen gehen weit auseinander, da unklar ist, ob und wie weit das tatsächliche Handeln von bisherigen Reden bzw. Drohungen abweichen wird. In der Steuerpolitik halten wir die Senkung des bisherigen Unternehmenssteuersatzes von aktuell 21 auf 15 Prozent für in den USA produzierende Unternehmen für wahrscheinlich, die Abschaffung der Erbschafts- oder gar der individuellen Einkommenssteuer dagegen weniger. Die Lockerungen in Form von „Entbürokratisierung“, reduzierter Bankenregulierung (z. B. Aufweichung von Basel III), der Vereinfachung fossiler Energiegewinnung und Streichung von Förderungen für Erneuerbare Energien könnten umgesetzt werden und würden zu Trumps Vorstellung eines puren Kapitalismus passen. Die Kosteneinsparungen, die er sich daraus verspricht, erscheinen dagegen deutlich überschätzt.

In der Handelspolitik stehen die Zeichen auf Protektionismus. Im Wahlkampf kündigte Trump an, pauschal Zölle von 10 - 20 Prozent und für China sogar von 60 Prozent einzuführen. Damit will er das Handelsbilanzdefizit der USA reduzieren, an dem er sich schon länger stört und für das er insbesondere China und die EU verantwortlich macht. Zudem erhofft er sich davon eine Gegenfinanzierung seiner Steuersenkungen, was nicht wirklich erreichbar erscheint. Mit Kanada und Mexiko haben die USA ein Freihandelsabkommen (US-MCA, vormals NAFTA), weshalb Zölle schwerer umsetzbar sind. Gegen Europa könnten Zollandrohungen eher als Verhandlungsmasse genutzt werden, um gute „Deals“ zu erzielen. Für einzelne Sektoren könnte es jedoch empfindliche Einfuhrkosten geben. Schon jetzt bestehen Abgaben bis zu 6 Prozent auf Industriegüter und teilweise über 10 Prozent für Agrargüter. Gegenüber

China dürften die Zölle stark produktabhängig ausfallen. In den letzten Jahren ist der Durchschnittszoll von 3 auf knapp 20 Prozent gestiegen, wobei die Unterschiede erheblich sind. So sind Abgaben von 100 Prozent auf Elektrofahrzeuge, 50 Prozent auf Halbleiter und Solarzellen sowie 25 Prozent auf Batterien, Stahl und Aluminium bereits eingeführt oder beschlossen. Insgesamt dürfte die Androhung von Zöllen teilweise auch dazu genutzt werden, sich in anderen Politikbereichen durchzusetzen.

Die Frage, wie schlimm es tatsächlich kommt, hängt an vielen Faktoren. Was für einen milden Trump spricht, ist der Blick auf seine letzte Amtszeit, in der einiges nicht so dramatisch kam wie befürchtet. Der Markt, die Gouverneure der einzelnen Staaten, die föderalen Strukturen, die innerparteiliche Oppositionen, die Verfassung und die Institutionen könnten als Korrektiv für allzu extreme Ausprägungen dienen. Für einen entfesselten Trump und eine extremere Politik als in seiner ersten Amtszeit spricht, dass er diesmal auf den Amtsantritt vorbereitet ist. Seine bisherigen Nominierungen für Ministerpositionen deuten darauf hin, dass er sich mit Vertrauten und Gleichgesinnten umgibt und das Establishment ausschließt. Zudem haben die Republikaner die Kontrolle über alle drei Staatsgewalten und Trump muss nicht die Möglichkeit einer Wiederwahl berücksichtigen.

Die Ausprägungen sind zwar noch schwer zu quantifizieren, doch kann man bereits jetzt die Richtung der Auswirkungen des Trump-Wahlsieges abschätzen. Das Wirtschaftswachstum der USA könnte kurzfristig durch die Steuersenkungen und Deregulierungsmaßnahmen einen Schub bekommen. Das des Euroraums und insbesondere Deutschlands dürfte aufgrund geringerer Netto-Exporte dagegen zunächst gedämpft werden, wobei auch kurzfristig steigende Vorzieheffekte nicht auszuschließen sind. Langfristig führt Protektionismus allerdings nicht nur aufgrund der geringeren Nutzung komparativer Vorteile (wenn also ein Land ein Gut zu geringeren Opportunitätskosten produzieren kann) zu Wohlstands- und Wachstumsverlust. Auch der Arbeitskräftezuwachs kann bei Vollbeschäftigung und ohne Migration keinen Wachstumsbeitrag leisten, der Kapitalstock wird durch weniger Kapitalimporte eher unter Druck geraten und der technische Fortschritt dürfte durch fehlenden Auslandswettbewerb gebremst werden.

Der erhoffte Effekt auf die Leistungsbilanz dürfte insgesamt gering sein. Sie bleibt negativ, solange die Kapitalbilanz positiv ist, also so lange US-Aktien, US-Anleihen und US-Dollar attraktiv sind und Kapital in die USA fließt, da die Zahlungsbilanz immer ausgeglichen ist. Dagegen dürfte die Inflation in den USA durch Zollanhebungen befeuert werden. So haben die Maßnahmen 2018, die deutlich moderater waren als das, was jetzt diskutiert wird, das Preisniveau um etwa 0,3 Prozentpunkte angehoben. Zusätzlich gibt es Druck vom Arbeitsmarkt durch Produktionsverlagerungen in die USA bei annähernder Vollbeschäftigung und gleichzeitigem Aufbau von Migrationshürden. Die Förderausweitung fossiler Energien („Drill, baby, drill!“) dürfte die Energiekosten nur unwesentlich reduzieren, da die Preise auf dem Weltmarkt gebildet werden. Insgesamt werden die Maßnahmen die Staatsverschuldung weiter erhöhen, wobei die Dimension stark von den tatsächlichen Umsetzungen abhängen wird. Hinsichtlich des Zinsniveaus dürfte die US-Notenbank Federal Reserve (Fed) bei höherer Inflation und gutem Wirtschaftswachstum weniger Zinssenkungen beschließen. Die langfristige Rendite könnte durch die zunehmende Verschuldung weiter steigen. Der Euroraum hängt an dieser Entwicklung - allerdings etwas weniger ausgeprägt. Dies spricht kurzfristig wiederum für einen stärkeren US-Dollar.

Dass es für Europa nicht einfacher wird, scheint klar. Die engen wirtschaftlichen Beziehungen dürften leiden und insbesondere in der Verteidigungspolitik gilt es, sich von den USA unabhängiger zu machen. Eigentlich bringt der Wahlausgang für die Europäische Union (EU) nicht nur Risiken, sondern auch Chancen, wieder weltpolitisch relevanter zu werden, intensivere Beziehungen zu Ländern des globalen Südens zu etablieren und einen attraktiven Standort für verprellte Bereiche (z. B. Biotech-Industrie, akademische Forschung) anzubieten. Doch steckt Europa in einer politischen Lähmung und verliert sich häufig im nationalen Klein-Klein. Deutschland steht vor Neuwahlen, an die sich womöglich eine schwierige Regierungsbildung anschließt. Macron ist als französischer Präsident stark geschwächt und die EU wird an vielen Stellen gebremst und blockiert (z. B. von Orbán und Rechtsextremen). Hinzu kommt die Phase ökonomischer Schwäche, die Staatsschuldenproblematik und die vernachlässigte Sicherheitspolitik.

Diese Ausgangslage passt auch zu unserer Annahme der langfristigen Entwicklung. Zwar könnte Trump bereits nach den „midterm elections“ in zwei Jahren zur

„lame duck“, also politisch weitgehend handlungsunfähig werden, oder spätestens in vier Jahren nicht noch einmal gewählt werden. Doch scheint sich seine Politikvorstellung geprägt von „America First“ und Protektionismus, der häufig auch durch Fragen der nationalen Sicherheit begründet wird, auch über seine Person hinaus etabliert zu haben. Hinzu kommt die Entwicklung hin zu einem (national gesehen) extrem liberalen Kapitalismus. Das heißt, dass die Wirtschaftspolitik zügellos ist, sich vorrangig an der Interessenslage der Unternehmen orientiert, soziale Fragen und Umweltschutz vernachlässigt werden und die Ungleichheit steigt. Bereits jetzt sieht man erste Anzeichen dafür, dass nur wenige Menschen vom wirtschaftlichen Aufschwung profitieren. So antworteten in einer Umfrage von Affirm Mitte 2024 fast 60 Prozent der Befragten, dass sie denken die US-Wirtschaft befinde sich in einer Rezession. Dabei lag das Wachstum in dieser Zeit bei kräftigen 3 Prozent.

In der Weltpolitik dürfte die Position der USA als Hegemon, also deren Führungsrolle, geschwächt werden. Den Rückzug aus internationalen Organisationen wird China für sich zu nutzen versuchen. Doch hat das Land in Fernost mit eigenen Problemen wie den Überkapazitäten, fallenden Immobilienpreisen, einer hohen Jugendarbeitslosigkeit und geringem Konsum zu kämpfen. Dies dürfte das Reich der Mitte dazu veranlassen, das gestartete Konjunkturpaket auf die Binnenwirtschaft zu fokussieren und die Zahl der Profiteure außerhalb der Landesgrenzen gering zu halten. Somit ist bei den zwei größten Wirtschaftsmächten eine Konzentration auf nationale Interessen zu erkennen. Insgesamt dürfte die Polarisierung der „Blöcke“ damit beschleunigt werden. Europa, das von beiden Parteien abhängig ist, muss in diesem Umfeld seinen neuen Platz finden.

Konjunktur: USA weiterhin vor Europa

Die Konjunktur entwickelte sich in **Deutschland** im abgelaufenen Jahr schlechter als erwartet. Zwar scheint der Begriff einer Rezession übertrieben, da er die aktuelle Lage mit der Finanzmarktkrise und der Corona-Krise gleichsetzen würde. Doch auch der passendere Terminus einer „Dauerstagnation“ deutet darauf hin, dass eine wirtschaftliche Dynamik ausbleibt. Seit nunmehr drei Jahren steht nur noch vor jeder zweiten Quartalsveränderungsrate überhaupt ein positives Vorzeichen. Im Gesamtjahr 2024 dürfte das deutsche Bruttoinlandsprodukt (BIP) um 0,2 Prozent schrumpfen und die erhoffte Erholung damit ausbleiben.

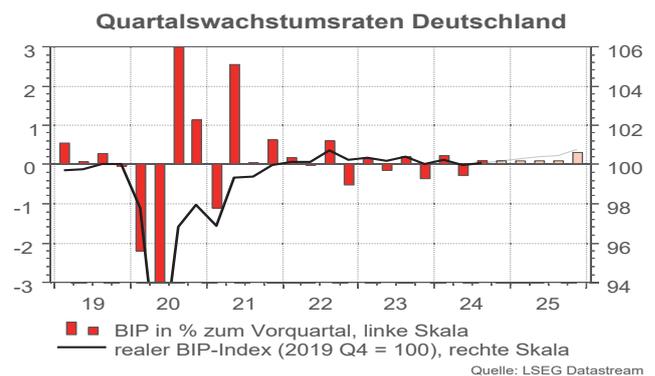
Im **Euroraum** sieht es dank des passablen Wachstums in Frankreich (+1,2 %) und der guten Entwicklung in Spanien (+3,0 %) etwas besser aus. Auch wenn sich Italien als drittgrößtes Euroland vergleichsweise schwach zeigt (+0,5 %), dürfte der gesamte Euroraum 2024 ein BIP-Plus von 0,8 Prozent aufweisen.

Die **USA** bleiben das Maß aller Dinge. Statt der erwarteten Tempodrosselung setzte sich das fulminante Wachstum unbeirrt fort. Die normalerweise dämpfend wirkenden hohen Leitzinsen steckte die Wirtschaft offenbar leicht weg. Insbesondere die Investitionen in Informationsverarbeitung, worunter auch Datacenter und KI-Hardware fallen, dürften mit rund 10 Prozent kräftig gestiegen sein und so Rückgänge in anderen Bereichen kompensiert haben. Die Ausgaben für geistiges Eigentum (u. a. Software sowie Forschung und Entwicklung) machen inzwischen über ein Drittel der gesamtwirtschaftlichen Investitionen aus und leisteten mit einem Zuwachs von voraussichtlich 3,5 Prozent ebenfalls einen signifikanten Wachstumsbeitrag. Auch die privaten Konsumausgaben stiegen mit rund 3,0 Prozent weiterhin überraschend kräftig. Offensichtlich hielten sich die Ersparnisse der privaten Haushalte länger als erwartet bzw. wurden mehr Konsumkredite aufgenommen. In Summe dürfte dies das US-BIP im Gesamtjahr 2024 um 2,7 Prozent expandieren lassen.

China hat mit strukturellen Problemen zu kämpfen und der Konsum zeigte sich zuletzt schwach. Aus diesen Gründen wurde ein Konjunkturprogramm angekündigt. Dieses dürfte im Basis-Szenario zwar kaum Ausstrahlereffekte auf andere Länder haben und kann überhaupt erst ab dem letzten Quartal Wirkung zeigen. Doch dürfte es die Binnenwirtschaft so weit stärken, dass das offizielle Wachstumsziel von „etwa fünf Prozent“ gerundet erreicht werden könnte.

Wie geht es weiter?

Das Geschäftsmodell **Deutschlands**, mit günstiger Energie aus Russland für die Absatzmärkte in China (und den USA) zu produzieren und dabei kostenlose Sicherheit durch die USA zu erhalten, ist auf allen drei Ebenen ausgelaufen. Die früheren Erfolge im Außenhandel sind nicht wiederholbar. Hinzu kommt der demographische Wandel. Das Ausscheiden der Babyboomer-Generation aus dem Arbeitsmarkt reduziert die Anzahl und den Anteil der Erwerbstätigen in den nächsten zehn Jahren, was zugleich dämpfend auf den Binnenkonsum wirkt. Die messbaren Produktivitätsgewinne durch technischen Fortschritt insbesondere im Bereich Künstlicher Intelligenz sind noch ungewiss. Insofern ist strukturell von einem niedrigeren Trendwachstum als in der Vergangenheit auszugehen. Die Situation könnte mit der von Japan in den 1990er und 2000er Jahren vergleichbar werden. Das sogenannte Potenzialwachstum sehen wir bei rund 0,5 Prozent.



Neben den langfristigen strukturellen Faktoren wirkt auch die kurzfristige Konjunktur auf das tatsächliche BIP-Wachstum. Hier sehen wir mehrere, teils entgegengesetzt wirkende Kräfte. Angesichts der schlechten Stimmungsindikatoren, wie dem ifo-Geschäftsklimaindex, dürften die Investitionen weiterhin zurückhaltend ausfallen. Auch der Zuwachs aus dem Außenbeitrag, also den Nettoexporten, wird nicht zuletzt wegen der US-Handelspolitik weiter unter Druck bleiben. Die Staatsausgaben werden an der künftigen politischen Weichenstellung hängen. Sollte die Schuldenbremse gelockert und ein Konjunkturprogramm auf den Weg gebracht werden, könnte dies zumindest kurzfristig expansiv wirken. Die letzte Komponente ist der private Konsum, der mit gut der Hälfte den größten Teil der BIP-Verwendung ausmacht. Nachdem die Kaufkraft aufgrund der hohen Inflation unter Druck geraten war, führten kräftige Gehaltssteigerungen wieder zu Real-

lohngewinnen. Im abgelaufenen Jahr wurden diese jedoch erstmal nur für eine höhere Sparquote (und Urlaub im Ausland) genutzt. Entsprechend bietet der Privatkonsum, der noch immer unter dem Vor-Corona-Niveau liegt, Aufholpotenzial. Insgesamt rechnen wir im Gesamtjahr 2025 für Deutschland mit einem Wachstum des BIP von rund 0,5 Prozent. Eine mögliche neue Regierung wird in diesem Zeitfenster nur begrenzt Einflussmöglichkeiten haben.

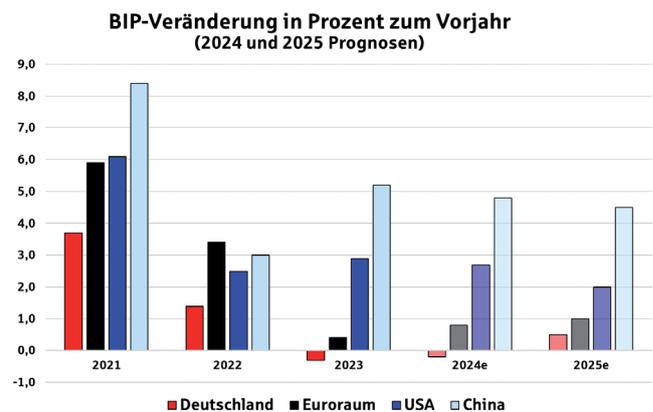
Der **Euroraum** hat mit ähnlichen Herausforderungen zu tun wie Deutschland, wenn auch in abgeschwächter Form. In den anderen Euroländern ist die Exportorientierung milder ausgeprägt, die Energiewende weniger ambitioniert und der Rückgang der Erwerbsbevölkerung etwas geringer. Allerdings stellt Deutschland mit knapp 30 Prozent den größten Anteil der Wertschöpfung im Euroraum. Entsprechend sehen wir das langfristige Wachstumspotenzial bei etwa 0,8 Prozent.

Auch hier kann die kurzfristige Konjunktur überlagernd wirken. Im kommenden Jahr dürften die Mittelmeerrainer weiterhin vom florierenden Tourismusgeschäft profitieren. Für die großen Mitgliedsländer Frankreich (1,0 %) und Spanien (2,3 %) rechnen wir mit einer moderaten Verlangsamung und für Italien (0,8 %) mit einer leichten Beschleunigung im Vergleich zu 2024. Für den gesamten Euroraum erwarten wir im neuen Jahr daher ein BIP-Plus von 1,0 Prozent.

In den **USA** sehen wir die drei Wachstumskomponenten Arbeitskräftezuwachs, Kapitalstockaufbau und technischen Fortschritt höher. Als klassisches Einwanderungsland mit Migration in den Arbeitsmarkt wird bereits ein gewisser Teil des BIP-Anstiegs der Vereinigten Staaten durch den Bevölkerungszuwachs erklärt. Der ausgeprägte attraktive Finanzmarkt zieht Kapital aus aller Welt an. Die geringe Regulierung beschleunigt die Entwicklung und Adaption neuer Technologien, was zu Produktivitätsgewinnen führt. Auch wenn manche der Wachstumsbeiträge durch die Trump-Politik zeitweise unter Druck geraten könnten, schätzen wir das durchschnittliche Trendwachstum auf 2,0 Prozent.

Zunächst waren wir davon ausgegangen, dass der BIP-Zuwachs im nächsten Jahr unter dem Trend liegen würde. Die Geldpolitik ist noch immer restriktiv und dürfte es das kommende Jahr über auch bleiben, was bremsend auf die Konjunktur wirkt. Außerdem sorgt das kräftige Wachstum von 2024 für einen hohen Vergleichswert, die starken KI-Investitionen könnten sich abmildern und der private Konsum unter der zunehmenden Verschuldung und anhaltend erhöhten Inflation leiden. Zudem sollten die Staatsausgaben

aufgrund des hohen Defizits zurückgefahren werden. Allerdings spricht das, was von der neuen Trump-Administration ab Januar 2025 zu erwarten ist, eine gänzlich andere Sprache. Steuersenkungen und Deregulierung würden expansiv wirken und nur geringfügig durch die zusätzliche Teuerung gedämpft werden. Alleine der statistische Überhang aus dem abgelaufenen Jahr trägt einen knappen Prozentpunkt. Da knapp 70 Prozent des US-BIP über den privaten Verbrauch generiert werden, kommt es letztlich auf die Entwicklung in diesem Bereich an. Unter Abwägung der genannten Faktoren rechnen wir für das Gesamtjahr 2025 mit einem Wachstum von 2,0 Prozent.



Quelle: LSEG Datastream

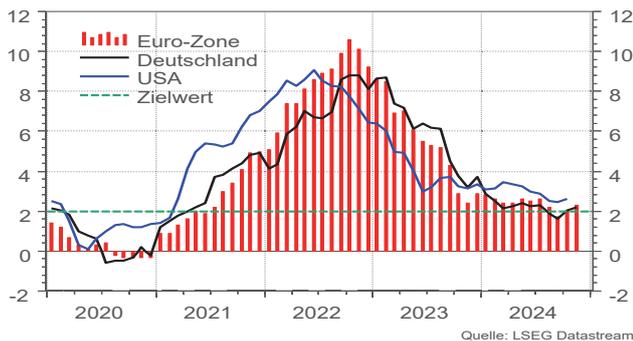
China hat sich seit 2010 fest als zweitgrößte Volkswirtschaft der Welt etabliert. Als typisches Schwellenland lag das Wachstum lange Jahre hoch, muss sich aber langsam abkühlen. Hinzu kommt die Demographie, die aufgrund der jahrzehntelangen Ein-Kind-Politik den Arbeitskräftezuwachs beschränkt. Langfristig sehen wir den BIP-Zuwachs bei 3,5 bis 4,0 Prozent pro Jahr.

Noch zeigt sich die Wachstumsrate robust, obwohl es einige Herausforderungen gibt. Das Überangebot führt zu Wertverlusten im Immobiliensektor, dem früheren Konjunkturtreiber. Private Haushalte sparen deshalb mehr, wodurch weniger konsumiert wird. Im Export dürften die zunehmenden Handelskonflikte belasten. Die Zentralregierung hat diese Probleme erkannt und deshalb ein Konjunkturprogramm auf den Weg gebracht. Erste geldpolitische Maßnahmen konnten lediglich ein kurzes Strohfeuer entfachen. Avisierte fiskalische Impulse müssen erst konkretisiert werden und können strukturelle Probleme nicht über Nacht lösen. Insgesamt scheint der politische Wille vorhanden. Dies dürfte die Zuversicht der Verbraucher stärken und zumindest binnenwirtschaftlich kleine Impulse auslösen. Daher gehen wir für das Gesamtjahr 2025 von einem BIP-Wachstum von 4,5 Prozent aus.

Inflation: Vorerst scheinbar unter Kontrolle

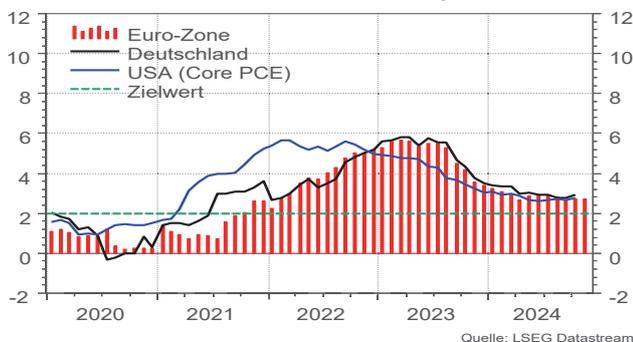
Der Preisdruck hat 2024 weiter nachgelassen, so dass die USA und der Euroraum mit vergleichsweise niedrigen Inflationsraten in das Jahr 2025 starten. Allerdings erweisen sich die Kerninflationsraten, die ohne die volatilen Energie- und Nahrungsmittelpreise berechnet werden, vor allem in den USA und Deutschland als hartnäckig und liegen weiterhin über der Zielmarke der Notenbanken von 2,0 Prozent.

Headline-Inflationsraten (% zum Vorjahr)



Im Euroraum sind für die hohen Kerninflationsraten insbesondere die steigenden Kosten im Dienstleistungssektor, in den USA die anziehenden Kosten für Wohnraum (Shelter) verantwortlich.

Kernraten der Inflation (% zum Vorjahr)



Die Inflationsraten dürften zum Jahresende und den ersten Monaten des neuen Jahres aufgrund von Basiseffekten ansteigen. In Deutschland erwarten wir zusätzlich auch einen Kostenanstieg im Dienstleistungssektor. Bei den Inflationsraten zeichnen sich für das Jahr 2024 Werte von 2,3 Prozent in Deutschland, 2,4 Prozent im Euroraum und 2,9 Prozent in den USA ab. Die entsprechenden Kernraten dürften in Deutschland und dem Euroraum bei 3,0 Prozent liegen. Das von der US-Notenbank präferierte Inflationsmaß, die sogenannte Core-PCE Rate, sollte in 2024 auf Jahresbasis 2,7 Prozent betragen.

Wie geht es weiter?

Mit Blick auf 2025 stellt sich insbesondere die Frage, inwieweit sich die Wirtschaftspolitik der designierten US-Regierung auf die Inflationsentwicklung in den USA und dem Euroraum auswirken wird. US-Zölle gegen Europa und Gegen-Zölle gegen die USA würden bei ihrer Einführung sofort die Preise von importierten Gütern erhöhen. Das allgemeine Preisniveau kann dadurch steigen, muss dies aber nicht zwangsläufig tun, da andere Preise sinken könnten, oder der Effekt durch eine Aufwertung der Währung abgemildert werden könnte. Sollten Zölle das Preisniveau erhöhen, wäre dies zunächst ein einmaliger Effekt für das Jahr 2025, der für sich genommen nicht zwangsläufig zu dauerhaft höheren Inflationsraten beitragen würde. Einwanderungsbeschränkungen und Abschiebungen, insbesondere im Bereich unqualifizierter Arbeitskräfte, könnten den Inflationsdruck vom Arbeitsmarkt her erhöhen. Mit restriktiveren Einwanderungsgesetzen in Verbindung mit der von der neuen Regierung beabsichtigten Wiederansiedlung von Unternehmen in den USA (die wiederum Arbeitskräfte benötigen) könnten in 2025 deutliche Inflationseffekte vom Arbeitsmarkt ausgehen.

Die schwächelnde Konjunktur im Euroraum dürfte sich in der ersten Jahreshälfte bremsend auf die Inflationsentwicklung auswirken. Inflation könnte jedoch auch „importiert“ werden. Ein schwacher Euro, der sich zum Teil aus größeren Zinsdifferenzen zu den USA ergeben kann, könnte ebenfalls inflationär wirken. Allerdings dürften in 2025 die Tarifabschlüsse eher tiefer als in 2024 ausfallen, was sich wiederum dämpfend auf den Preisdruck auswirken sollte. In den USA dürfte auch das für 2025 erwartete solide Wachstum preistreibend wirken.

Die Entwicklung des Öl-Preises bleibt ein wichtiger Faktor. Auch wenn der neue US-Präsident eine Erhöhung des US-Öl-Angebots bestenfalls geringfügig beeinflussen kann, könnten steigender Protektionismus und ein abnehmender Welthandel die Nachfrage nach Öl senken und zu einer größeren Divergenz zwischen Headline- und Kerninflationsraten führen.

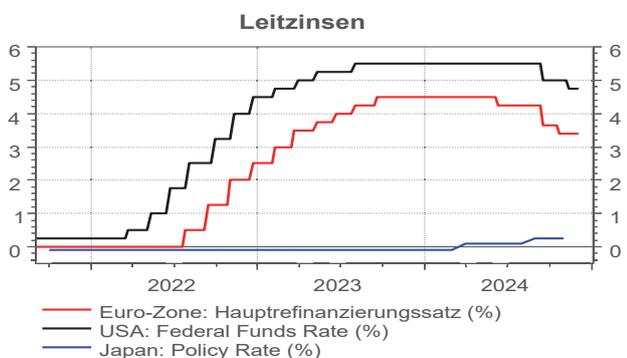
Realistisch erscheinen für 2025 jahresdurchschnittliche Inflationsraten in einer Spanne von 2,0 bis 2,5 Prozent im Euroraum und Deutschland. In den USA dürfte die Spanne mit 2,5 bis 3,0 Prozent etwas höher ausfallen.

Notenbanken: Andere Rahmenbedingungen, ähnliche Herausforderungen

Die Geldpolitik der EZB und der Fed bleibt auch zum Jahreswechsel restriktiv. War die Zinseuphorie der Marktteilnehmer zu Beginn des Jahres 2024 noch so groß, dass von bis zu acht Zinssenkungen der US-Währungshüter ausgegangen wurde, hatte der zögerliche Rückgang der Inflationsraten insbesondere in der ersten Jahreshälfte die Erwartungen hinsichtlich der Anzahl der Zinssenkungen deutlich reduziert. Die Leitzinsen liegen weiterhin über den längerfristigen Anleiherenditen. Im Laufzeitenbereich zwischen 2 und 10 Jahren sind die Renditestrukturkurven deutscher Anleihen weitgehend flach, in den USA hat sich die Inversität (kurze Zinsen höher als lange) leicht aufgehoben.

Im September hat die EZB den Zinskorridor für ihre Leitzinsen verengt, indem sie den Abstand zwischen dem Zinssatz der Einlagefazilität (Einlagesatz) und dem Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte auf 15 Basispunkte verringert hat. Aufgrund der hohen Überschussreserven und der Liquiditätssteuerung der EZB ist das Korridorsystem ohnehin faktisch ein „Floor-System“, das primär vom Einlagesatz abhängt. Die Auswirkungen der Anpassung auf die Geldmärkte waren daher gering.

Die konjunkturellen Rahmenbedingungen haben sich im Jahresverlauf 2024 zwischen den USA und dem Euroraum kaum angenähert. Die Wirtschaft in den USA zeigte sich auch unter der restriktiven Geldpolitik der Fed äußerst robust, während das Wachstum in Deutschland weitgehend stagnierte und sich die konjunkturellen Aussichten für den Euroraum insgesamt nach einer anfänglichen leichten Erholung deutlich eintrübten. Auch wenn der US-Arbeitsmarkt mittlerweile Anzeichen einer Abkühlung zeigt, stehen die Fed und die EZB 2025 vor unterschiedlichen Herausforderungen.



Seit der Finanzkrise haben die großen Zentralbanken neben der Leitzinssteuerung und Wertpapierkäufen

auch langfristige Ankündigungen über ihre beabsichtigten zukünftigen geldpolitischen Maßnahmen gemacht (sog. Forward Guidance). Seit dem Kampf gegen die Inflation nach der Corona-Pandemie setzen die Fed und die EZB auf eine flexiblere und datengetriebene Strategie in der Kommunikation mit der Öffentlichkeit. Demnach sollen Zinsentscheidungen von Notenbanksetzung zu Notenbanksetzung auf Basis neu eintreffender Daten diskutiert und beschlossen werden. Wir erwarten, dass diese Form der Kommunikation auch in 2025 beibehalten werden wird. Die Folge dieser Strategie sind eine starke Fokussierung der Marktteilnehmer auf Marktdaten und Äußerungen von Zentralbankmitarbeitern, was insbesondere an den Anleihemärkten zu einer hohen Volatilität rund um die Veröffentlichung neuer Informationen führte. Auch die Erwartungen der Marktteilnehmer hinsichtlich der Größe der Zinsschritte waren sehr volatil. Wir erwarten, dass dies auch im ersten Halbjahr 2025 der Fall sein wird.

Zum Jahresende 2024 dürften die Leitzinsen bei 3,0 Prozent im Euroraum und in einer Spanne von 4,25 bis 4,50 Prozent in den USA liegen.

Wie geht es weiter?

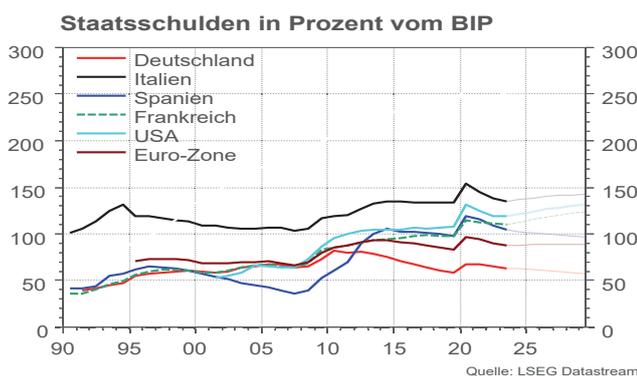
Der Wahlausgang in den USA sorgte vor allem an den Rentenmärkten für Nervosität und steigende Renditen. Hauptgründe waren Befürchtungen einer inflationären und nicht nachhaltigen Wirtschaftspolitik der designierten US-Regierung sowie einer mittelfristigen Gefährdung der Unabhängigkeit der Fed durch politische Einflussnahme. Vor allem mit Blick auf die Unvorhersehbarkeit der im Jahr 2025 zu erwartenden Wirtschaftspolitik wird die US-Notenbank in ihrer Kommunikation darauf achten, eine Entankerung der Inflationserwartungen zu vermeiden und sich zunächst einen geldpolitischen Spielraum offenzuhalten, um auf mögliche adverse Entwicklungen reagieren zu können.

In einem globalen Finanzsystem, in dem der US-Dollar die Leitwährung ist, ist es unwahrscheinlich, dass die EZB völlig losgelöst von den Entscheidungen der Fed agieren wird. Zu schnelle und zu viele Zinssenkungen im Alleingang könnten vor allem den Wechselkurs zum US-Dollar stark schwächen. Wir gehen davon aus, dass sich der Zinssenkungszyklus der Zentralbanken in 2025 fortsetzen wird. Allerdings dürfte sich das Tempo verlangsamen. Zum Ende des kommenden Jahres erwarten wir einen Einlagesatz im Euroraum von 2,25 Prozent und einen Leitzins der Fed zwischen 3,75 und 4,00 Prozent.

Staatsverschuldung: Zunehmende Sorge um die USA und den Euroraum

Haushaltsdisziplin sollte auch in 2025 weder in den USA noch im Euroraum eine Renaissance erfahren. Die Sorge vor den Problemen und Gefahren einer hohen Staatsverschuldung dürfte sich daher weiter verschärfen.

Das zentrale Problem ist jedoch weniger die Verschuldung als solche, als vielmehr die Nachhaltigkeit der Staatsausgaben. Vor allem in Ländern, in denen der Staatssektor bereits einen hohen Anteil am BIP ausmacht und Steuern bereits entsprechend hoch sind, ist die Möglichkeit der zusätzlichen Besteuerung stark eingeschränkt. Ein weiteres Problem sind die bereits absehbaren Ausgaben, hier insbesondere in Ländern mit umlagefinanzierten Sozialsystemen. Die Europäische Union hat für die Mitgliedsländer die impliziten Rentenverbindlichkeiten berechnet. Würden diese in die Berechnung der Schuldenquote einfließen, läge Frankreich bei einem Wert von über 500 Prozent des BIP und selbst das derzeit relativ gering verschuldete Deutschland bei über 400 Prozent. Zudem sind in den offiziellen Schuldenquoten die EU-Gemeinschaftsschulden nicht enthalten, die für die Konjunkturpakete während der Corona-Pandemie aufgenommen wurden. Bisher konnte sich nur auf eine Rückzahlung durch eine EU-weite Plastiksteuer geeinigt werden. Ohne die Schaffung weiterer Einnahmequellen dürfte am Ende ein Betrag von rund 360 Milliarden Euro ausstehen, für den letztlich die Mitgliedstaaten aufkommen müssten. Aber auch auf die USA kommt vor allem durch den Renteneintritt der „Babyboomer“ ein enormer Anstieg der Sozialleistungen zu.



Das Problem nicht-nachhaltiger Staatsausgaben hat zur Folge, dass selbst wenn diesen Staaten die Schulden nach einem möglichen Staatsbankrott vollständig erlassen würden oder die Inflation den realen Wert der Schulden Richtung Null sinken ließe, dies zunächst nichts an den strukturellen Defiziten ändern würde. Staatliche Maßnahmen zur Bekämpfung der nächsten

großen Wirtschaftskrise würden das Defizit und die Schuldenquote wieder erhöhen.

Sowohl in den USA als auch im Euroraum sehen die Verschuldungssituation und der Ausblick schlecht aus. Jedoch dürften die USA zumindest in den nächsten Jahren relativ gesehen etwas besser dastehen als Frankreich oder Italien. Denn gerade in Frankreich sind auch Haushalte und Unternehmen stark verschuldet. Im Gegensatz zum Euroraum haben die USA zumindest ein solides Wirtschaftswachstum. Zudem können Geld- und Fiskalpolitik besser aufeinander abgestimmt werden als im Euroraum, der nur über eine gemeinsame Geldpolitik verfügt. Die Devise „Wenn Europa, dann die historisch sicheren Bundesanleihen“ könnte hierzulande indes für steigende Kurse sorgen. Sollte es in Frankreich zu einer Schuldenkrise kommen, dürften auch die anderen Euro-Länder insbesondere in der Peripherie davon betroffen sein. Die Äußerung von Christine Lagarde im Anschluss an die EZB-Sitzung im März 2020 „Wir sind nicht dafür da, Renditedifferenzen zu schließen“ sorgte für den größten täglichen Anstieg der Rendite von Italienischen Anleihen seit Euro-Beitritt. Nachdem sie ihre Aussage noch am selben Tag revidierte gingen die Renditen wieder zurück. Hieran wird deutlich, wie stark der „EZB-Put“ die von den Marktteilnehmern geforderte Rendite drückt. Eine weitere Verzerrung der Schuldenproblematik ergibt sich aus der Einstufung von allen Euro-Staatsanleihen durch die EZB als risikolos, so dass Banken diese ohne Risikogewichtung und damit ohne Eigenkapitalunterlegung halten können.

Die Inflation hat den realen Wert der Schulden in den USA und im Euroraum in den Jahren 2022 und 2023 erheblich verringert. Derzeit sieht es nicht so aus, als würden die Inflationsraten in 2025 so stark ansteigen, dass die Schuldenstände dadurch signifikant sinken könnten. Zudem funktioniert eine Weginflationierung ohnehin nur, wenn die Märkte keine Inflation erwarten, da die Effekte ansonsten durch die Forderung nach höheren Inflationsprämien weitgehend aufgehoben werden. Am Ende des Tages muss jemand die ausgegebenen Anleihen kaufen. Wenn dies über den Markt nicht funktioniert oder die geforderte Rendite aus Sicht der Zentralbank zu hoch wird, muss diese schließlich einspringen und die Anleihen kaufen. Durch den Kauf der Anleihen erscheinen diese in der Bilanz und die Transaktion wird durch die Schaffung von Zentralbankgeld (Reserven) finanziert. Dies kann zu steigender Infla-

tion, zunehmender Risikobereitschaft und einem insgesamt instabileren Finanzsystem führen. Anleihekäufe werden jedoch wenig an der nicht existenten Nachhaltigkeit der Staatsausgaben ändern, sondern eher Anreize für weitere Verschuldung aufgrund (künstlich) geringer Finanzierungskosten setzen.

Ausblick für die USA in 2025

In den USA dürften die Unternehmenssteuersenkungen definitiv kommen, was zu einem drastischen Rückgang der Staatseinnahmen führen sollte. Zölle könnten je nach Art und Umfang zu Einnahmen für den Staat sorgen, allerdings in deutlich geringerem Umfang als der Wegfall von Steuereinnahmen. Inwieweit das von der designierten US-Regierung geplante „Effizienzministerium“ die Ausgabenseite reduzieren kann, ist auch dadurch begrenzt, dass ein Großteil des Budgets für laufende Ausgaben und nicht für Personalkosten verwendet wird. Insgesamt dürfte sich das Schuldenproblem der USA bis 2025 weiter verschärfen, vor allem auch dadurch, dass Haushaltsdisziplin nicht das primäre Ziel der neuen Regierung zu sein scheint. Vor diesem Hintergrund könnte die sich absehbar verschlechternde Finanzlage der US-Regierung im neuen Jahr zu einem Anstieg der langfristigen US-Renditen führen.

Ausblick für den Euroraum in 2025

Die Regierungskrise in Frankreich dürfte auch im Jahr 2025 die Haushaltspolitik weiter belasten. Größere Sparmaßnahmen zur Reduzierung des Defizits von über 6 Prozent dürften 2025 schwer durchsetzbar sein und weiterhin zu einem höheren Renditeniveau beitragen. Die zu erwartende Wirtschaftspolitik der in den aktuellen Umfragen führenden Parteien sprechen insgesamt eher für einen weiteren Anstieg als für einen Abbau der Schulden.

Nach der jüngsten Prognose von Eurostat wird die Gesamtschuldenquote der Euroraum im 2. Quartal 2024 rund 88 Prozent betragen. Die höchsten Quoten weisen die Euroländer Griechenland (164 %), Italien (137 %) und Frankreich (112 %) auf. Deutschland liegt mit 62 Prozent im EU-Mittelfeld. Die Quoten in Frankreich und Italien sind gegenüber Q1 um 1,8 bzw. 1,6 Prozentpunkte gestiegen. Im Vergleich zu Q2/2023 ist die Schuldenquote in Deutschland um 1,7 Prozentpunkte gesunken, während sie in Frankreich um 0,9 Prozentpunkte gestiegen und in Italien um 0,7 Prozentpunkte gesunken ist. Das Defizit in Frankreich dürfte 2024 bei 6,2 Prozent des BIP liegen. Auch im Jahr 2025 dürfte es über 5,0 Prozent betragen. Die Schuldenquote sollte 2024 bei 113 Prozent liegen und 2025 auf rund 115 Prozent ansteigen. Deutschland

wird das Jahr 2024 voraussichtlich mit einem Defizit von 2,2 Prozent abschließen. Unter der Annahme, dass die Schuldenbremse nicht grundlegend aufgeweicht wird, dürfte dieser Wert im kommenden Jahr ähnlich ausfallen.

In Deutschland dürfte die 2024 erneut aufgeflammete Diskussion um eine Lockerung der Schuldenbremse in 2025 weiter an Brisanz gewinnen. Es gibt sowohl gute Gründe für als auch gegen die Beibehaltung der Schuldenbremse in ihrer jetzigen Form. Fest steht, dass Deutschland im Gegensatz zu anderen Euro-Ländern wie Frankreich, Spanien oder Italien noch freie Kapazitäten in der „Kriegskasse“ hätte, um in erheblichem Umfang neue Schulden aufnehmen zu können. Die Emission neuer deutscher Staatsanleihen könnte über ein größeres Angebot die Renditen erhöhen. Sollte das neue Kapital nicht nur für Investitionen, sondern auch für den Konsum verwendet werden, könnten die länderspezifischen Risiken ebenfalls steigen. Ein Mangel an „Haushaltsdisziplin“ in der größten Volkswirtschaft und dem größten Sparer Europas könnte nicht nur den Euro schwächen, sondern auch zu steigenden Renditen in anderen Euro-Ländern führen.

EU: Operative Änderung bei Schuldenregeln in 2024

Am 30. April 2024 ist ein neuer EU-weiter wirtschaftlicher Steuerungsrahmen in Kraft getreten, der insbesondere die Schuldennachhaltigkeit in den Mitgliedsländern stärken soll. Die Regeln des Maastricht-Vertrages, eine Schuldenquote von 60 Prozent und ein jährliches Defizit von 3 Prozent, bleiben bestehen, jedoch wird ein neuer operativer Mechanismus angewendet. Der Anpassungspfad der Staatsverschuldung soll auf Basis einer Schuldentragfähigkeitsanalyse erfolgen und individuell mit den jeweiligen Ländern verhandelt werden. Nach vier bis sieben Jahren sollen sich die Schulden dann auf einem plausiblen Pfad in Richtung einer Maastricht-Schuldenquote von 60 Prozent befinden. Es ist allerdings fraglich, ob die neuen Regeln einen konsistenten und glaubwürdigen Einfluss auf die europäische Schuldenproblematik haben werden. Die ursprünglichen Maastricht-Regeln sind nicht gescheitert, weil sie zu einfach waren. Je komplizierter und flexibler die Regeln sind, desto leichter sind sie zu umgehen und desto schwieriger ist es, sie durchzusetzen.

Fazit: Die Schuldenproblematik dürfte sich sowohl in den USA als auch dem Euroraum in 2025 weiter verschärfen und für große Wachsamkeit auf den Anleihemärkten sorgen. Das Renditeniveau in den USA und hochverschuldeten Euro-Ländern dürfte daher erhöht bleiben.

Währungen: Euro unter Druck

Nach Ausbruch der Corona-Pandemie hatte der US-Dollar eine leichte Schwächephase. Mitte 2021 startete er dann in eine Zeit der Stärke. Der US-Dollar-Index (DXY), der den Wert mittels eines Währungskorbs aus den sechs Währungen Euro, Japanischer Yen, Britisches Pfund, Kanadischer Dollar, Schwedische Krone und Schweizer Franken angibt, ist bis Ende 2022 um bis zu 27 Prozent gestiegen. In Zeiten der Unsicherheit profitierte der Greenback, weil er als sicherer Hafen gefragt war. Hinzu kamen die schnellen und großen Leitzinsanhebungen der Fed. Erst als auch die EZB im Herbst 2022 entschieden nachzog, korrigierte der DXY wieder.



Seit Anfang 2023 und das gesamte Jahr 2024 bewegte sich der Wechselkurs des Euro nun in einem Band zwischen 1,04 und 1,12 US-Dollar, dessen Grenzen er mehrfach antestete, aber nicht durchbrach.

Wie geht es weiter?

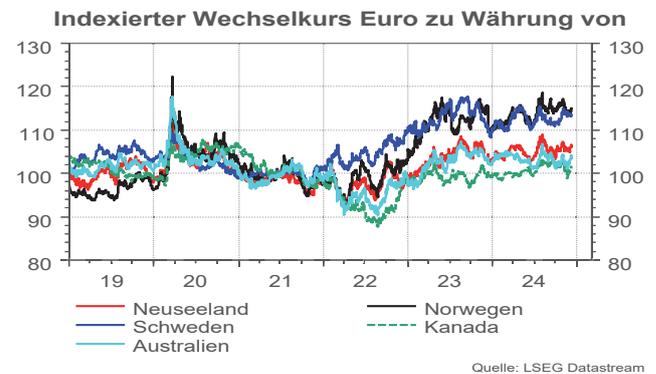
Gemäß Kaufkraftparität, einem Indikator für das langfristige Gleichgewicht, wird der faire Wechselkurs aufgrund von Preisniveauunterschieden auf rund 1,30 US-Dollar pro Euro ermittelt. Dieses theoretische Konstrukt berücksichtigt jedoch nicht die herausragende Rolle des US-Dollars als Welthandels- und Reservewährung mit dem Ausgeber Federal Reserve, der Notenbank der militärischen Supermacht. Hinzu kommen die strukturellen Herausforderungen auf dem alten Kontinent. Die politischen Rahmenbedingungen in den Euroländern sind schwierig, woran sich so schnell nichts ändern dürfte. Auch die Staatsschuldenproblematik lastet auf der Gemeinschaftswährung.

Kurzfristig wird der Wechselkurs stark von der erwarteten Leitzinsentwicklung und dem sich daraus ergebenden Renditegefälle getrieben. Da sich die Konjunktur im kommenden Jahr in den Vereinigten Staaten stärker entwickeln und die Inflation höher liegen dürfte als im Euroraum, spricht dies für weniger Zinssenkungen durch die Fed. Dies würde den jüngsten Auftrieb des

US-Dollar rechtfertigen, weshalb wir die Notierung 2025 zwischen 1,00 und 1,10 US-Dollar pro Euro sehen.



Es ist schwer abzuschätzen, wie viel davon die Dollar-Stärke und wie viel die Euro-Schwäche ausmacht. Für eine Einschätzung hilft der Blick auf die Entwicklung gegenüber dritten Währungen. Im Vergleich zur Schwedischen Krone konnte sich der Euro von Ende 2021 bis Ende 2023 gut behaupten. Anschließend stabilisierte sich die skandinavische Währung und liegt seither sogar leicht vorne. Gegenüber dem Kanada-Dollar sieht es anders aus. Während sich dieser bis Ende 2022 stark zeigte, konnte die Gemeinschaftswährung die Verluste im letzten Quartal 2022 wieder wettmachen. Seit Mitte 2023 halten sich die Schwankungen vieler Währungen gegenüber dem Euro in Grenzen.

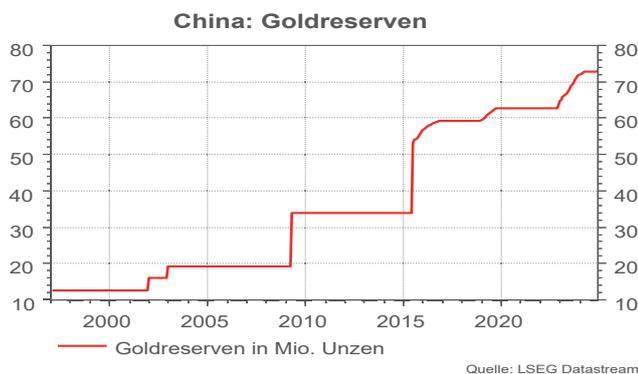


Im Ergebnis bleibt die Erkenntnis, dass es bei fast jeder (stabilen) Währung Phasen der Stärke und der Schwäche gibt. Um sich weder zu abhängig vom Euro noch vom Dollar zu machen (die meisten Kapitalanlagen notieren auf diesen beiden Währungen), ist der Blick auf davon unabhängige Währungen ratsam.

Rohstoffe: Goldiges Jahrzehnt?

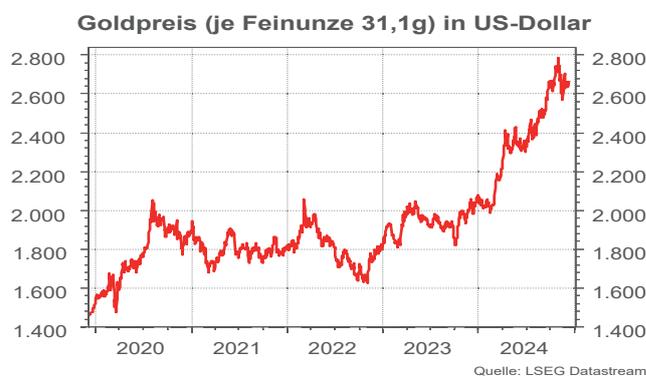
Gold: Trotz hohem Preis interessant

Die Entwicklung des Goldpreises war wohl eine der größten Fehlprognosen der meisten Marktteilnehmer (uns eingeschlossen) im Jahr 2024. Der Preis einer Feinunze des gelben Metalls kletterte im Jahresverlauf von rund 2.070 US-Dollar auf einen zwischenzeitlichen Höchststand von fast 2.800 US-Dollar. Im vorherrschenden Marktumfeld konnte die Anlageklasse Gold ihre einzigartige Konstellation von Eigenschaften voll ausspielen. Die Aussicht auf künftig niedrigere Realzinsen erhöhte die Attraktivität des zinslosen Edelmetalls. Vor dem Hintergrund gestiegener geopolitischer Risiken (Kriege in der Ukraine und im Nahen Osten) konnte Gold zudem seiner Rolle als „sicherer Hafen“ gerecht werden. Zudem profitierte das gelbe Metall von einer allgemein positiven Marktstimmung. Ein wesentlicher Grund für den Preisanstieg im Jahr 2024 ist die starke Goldnachfrage der Zentralbanken, hier insbesondere der BRICS-Staaten Indien und China sowie der Türkei und Polen. Insgesamt hat das Rekordjahr 2024 die alte Börsenweisheit bestätigt, dass Gold in jedes Portfolio gehört.



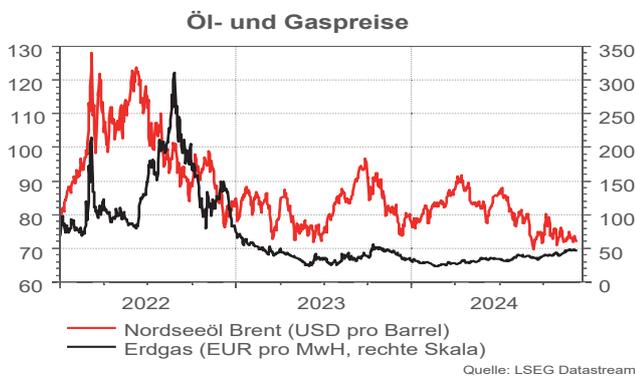
Insgesamt erwarten wir, dass sich der Goldpreis im Jahr 2025 nicht mehr so stark entwickeln wird wie im Vorjahr. Da jedoch die meisten preistreibenden Faktoren auch in 2025 Bestand haben dürften, sind größere Abwärtsimpulse derzeit nicht erkennbar. Geopolitische Risiken könnten mit einem möglichen (ungerechten) Frieden in der Ukraine und einer Entspannung im Nahen Osten abnehmen. Genauso könnten diese Krisen aber auch weiter eskalieren, so dass die geopolitische Komponente des Goldpreises nicht sinnvoll prognostizierbar ist. Doch gerade diese Unberechenbarkeit spricht für eine Diversifikation des Portfolios mittels Goldes. Anders als in 2024 dürfte jedoch der Effekt von Spekulationen über mögliche Zinssenkungen wegfallen. Rücksetzer beim Goldpreis dürften vor allem von den Notenbanken für weitere Zukäufe genutzt werden.

Dies sollte den Preis des gelben Metalls nach unten stabilisieren. Bei den Zentralbankkäufen könnte vor allem China, dessen Goldreserven prozentual gesehen noch relativ gering sind, für eine größere Nachfrage sorgen und damit auch eine Signalwirkung für andere Käufer entfalten. Insgesamt stehen wir Gold weiterhin positiv gegenüber und sehen weiteres Aufwärtspotenzial, wenn auch geringer als in 2024. Gleichwohl bestehen große Auf- und Abwärtsrisiken für die weitere Wertentwicklung, die sich auch quantitativ aus dem hohen Anstieg im Jahr 2024 ergeben. Unsere Prognosepanne ist daher mit 2.400 am unteren Ende und 3.100 US-Dollar am oberen Ende recht weit gefasst.



Öl und Gas: Preise tendenziell rückläufig

Die Energiepreise haben sich nach den Preisschocks 2022 wieder normalisiert. Zwar bleibt festzuhalten, dass Gas in Europa und großen Teilen Asiens aufgrund der unterschiedlichen Infrastruktur (diese Regionen sind auf LNG-Importe angewiesen) strukturell etwas teurer ist als in Nordamerika. Doch liegt der Ölpreis inzwischen sogar unter dem Niveau von Anfang der 2010er Jahre. Angesichts der Ankündigungen Trumps („we will frack, frack, frack and drill, baby, drill“) ist mit einer Ausweitung des Rohölangebots zu rechnen. Vor diesem Hintergrund bleibt auch fraglich, ob Förderbegrenzungen durch die OPEC+ überhaupt beschlossen oder von allen Mitgliedsländern tatsächlich eingehalten werden.



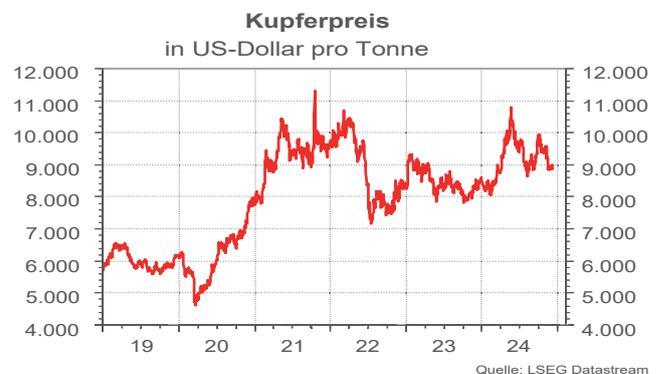
Auf der Nachfrageseite dürften sich Zuwächse und Rückgänge die Waage halten. Einerseits könnten Schwellenländer, allen voran Indien, ihren Ölbedarf aufgrund der wirtschaftlichen Entwicklung ausdehnen. Andererseits führt die Transformation zu Erneuerbaren Energien, Dekarbonisierung und mehr Energieeffizienz zu weniger Ölnachfrage. Nicht nur in Europa, sondern auch in China wird beispielsweise strategisch auf den Ausbau von Solarenergie und Elektromobilität gesetzt.

Daneben gibt es natürlich immer das Risiko externer Schocks, zum Beispiel in Form von geopolitischen Eskalationen. Bleiben diese aus, rechnen wir unter Abwägung der verschiedenen Faktoren mit einem Preis von 60 bis 80 US-Dollar pro Barrel Nordseeöl Brent in 2025. Damit dürften die Energiepreise künftig sogar eher deflationierend wirken.

Metalle: Unverzichtbar für den Netzausbau

Der Preis für **Kupfer** gilt als Seismograph für die Entwicklung der Weltwirtschaft. Er hängt stark mit der Bautätigkeit in den Industrie- und Schwellenländern zusammen. Zwar ist Silber der beste elektrische Leiter, Kupfer steht ihm aber kaum nach und ist dabei deutlich

günstiger und leichter. Aus diesem Grund ist das Halbedelmetall unverzichtbar für die Energiewende und für die Digitalisierung. Dabei ist das rote Metall für den Ausbau der Stromnetze auf allen Ebenen relevant: von internationalen Höchstspannungsleitungen bis zu lokalen Niederspannungsnetzen. Vor dem Hintergrund des steigenden Energiebedarfs - nicht zuletzt für die KI-Hardware - scheint Kupfer daher unabhängig davon relevant, ob künftig kleine dezentrale Energiequellen oder große Kraftwerke gebaut werden. Aufgrund dieser entscheidenden Rolle für die Transformation der Wirtschaft und den Ausbau von KI-Infrastruktur gehen wir von einer kontinuierlich steigenden Nachfrage aus. Ähnliches gilt hinsichtlich der Elektrifizierung auch für Aluminium, wenn auch in etwas anderer Anwendung. Das Leichtmetall wird eher für Spulen verwendet, die nicht zu schwer werden sollen.



Angebotsausweitungen sind dagegen nicht kurzfristig umsetzbar. Die Erschließung neuer Quellen ist ein langwieriger Prozess. Von der Entdeckung über Profitabilitätskalkulationen und Genehmigungen bis hin zum Bau und der Inbetriebnahme einer Mine vergehen im Schnitt über eineinhalb Jahrzehnte. Aus diesem Grund sind die Preiszyklen für Kupfer sehr lang.

In den zwölf Monaten nach Ausbruch der Corona-Pandemie hat sich der Preis etwa verdoppelt. Anschließend stabilisierte er sich, nur um Mitte 2022 wieder knapp ein Drittel abzugeben. Seither stieg die Notierung, hatte jedoch eine nicht vernachlässigbare Volatilität. Derzeit liegt das Plus bei rund einem Viertel gegenüber dem Tiefpunkt 2022. Aufgrund der fundamentalen Rahmenbedingungen mit einem recht fixen Angebot und einer perspektivisch steigenden Nachfrage können wir uns Ende 2025 einen Preis von bis zu 10.000 US-Dollar pro Tonne Kupfer vorstellen.

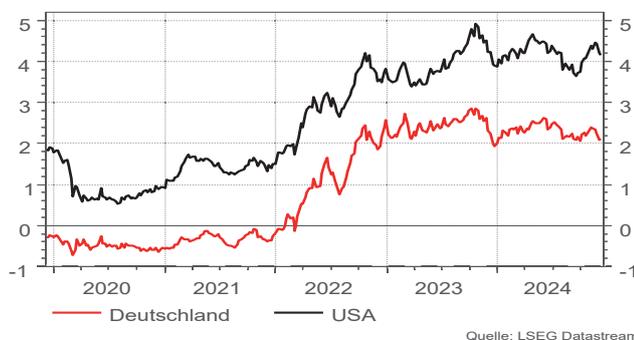
Anleihemarkt: 2025 relativ attraktiver

2024 war ein Jahr mit Chancen und erheblichen Herausforderungen. Letztere dürften für die meisten Investoren darin bestanden haben, dass das Renditeniveau, gemessen an 10-jährigen deutschen Bundesanleihen, zu Jahresbeginn mit Werten knapp oberhalb von 2,0 Prozent auf dem Tiefstand war.

Im ersten Halbjahr belastete dann ein Renditeanstieg die Notierungen bestehender Anleiheportfolios, ehe ab Sommer mit fallenden Zinsen Rückenwind für die Kurse einsetzte. Mit Renditen in der Nähe der Tiefstände vom Jahresanfang erscheint die Ausgangssituation Anfang Dezember sehr ähnlich wie vor einem Jahr. Wir gehen davon aus, dass die Rendite der 10-jährigen Bundesanleihe Ende 2025 bei 2,50 - 2,75 Prozent stehen wird. Die Basis dafür sehen wir in einer strukturell höheren Inflationsrisikoprämie sowie einer mit Blick auf das Jahr 2026 wahrscheinlicher werdenden wirtschaftlichen Erholung in Europa.

Damit drohen einerseits bei länger laufenden sicheren Anleihen erneut Belastungen aus nachgebenden Kursen. Andererseits verspricht 2025 gerade aufgrund der Vielzahl an wichtigen Fragen (Macht Trump ernst mit den angekündigten Zöllen? Hat eine neue Regierung in Deutschland die Kraft für dringend nötige Reformen? Was passiert in Frankreich und welche Auswirkungen hat das auf Europa?) ein sehr spannendes Jahr mit vielen Impulsen zu werden, was für höhere Schwankungen auch an den Anleihemärkten spricht. Ähnlich wie 2024 sollte die Entwicklung also keinesfalls linear verlaufen. Daraus sollten Anlegern interessante Ein- und Ausstiegchancen erwachsen. Eine gute Feinsteuerung eines Anleiheportfolios in Bezug auf die Duration (durchschnittliche Restlaufzeit) dürfte also weiterhin auskömmliche Zusatzerträge versprechen.

Renditen 10-jähriger Staatsanleihen (in %)



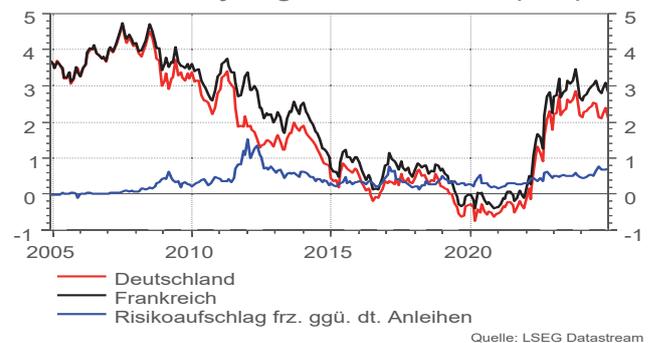
Bei kürzeren Laufzeiten dürfte die Entwicklung hingegen stärker von der Leitzinsentwicklung dominiert werden. Angesichts schwacher Wirtschaftsdaten rechnen

wir bis Ende 2025 noch mit einem Rückgang des Hauptrefinanzierungssatzes auf 2,40 Prozent, beim Einlegesatz auf 2,25 Prozent. Die Rendite 2-jähriger Bundesanleihen sollte unter diesen Annahmen Ende 2025 zwischen 2,25 und 2,40 Prozent stehen. Insgesamt dürfte die Zinsstrukturkurve also recht flach bleiben.

Ein wichtiger Faktor dürften 2025 die Angebots-Nachfragerelationen werden. Sowohl in den USA, wo sich mit den Steuersenkungsplänen des gewählten Präsidenten eine expansive Finanzpolitik abzeichnet, als auch in Europa, wo mit dem russischen Angriffskrieg in der Ukraine und instabilen Regierungskonstellationen in Deutschland und Frankreich besondere Herausforderungen vorliegen, stehen die Zeichen für deutliche Defizitreduzierungen ungünstig. Dies wirkt tendenziell renditesteigernd. Bei Euro-Staatsanleihen kommt hinzu, dass ab Ende Dezember 2024 nun auch beim „pandemic emergency purchase programme“ (PEPP) der Europäischen Zentralbank die Reinvestitionen zurückfließender Gelder in neue Anleihenkäufe enden.

Für die zehnjährigen US-Staatsanleihen prognostizieren wir für das Jahresende 2025 Renditen zwischen 4,50 und 4,75 Prozent, d. h. wir gehen hier trotz weiterer Leitzinssenkungen von einem leichten Zinsanstieg im längeren Laufzeitbereich aus.

Renditen 10-jähriger Staatsanleihen (in %)

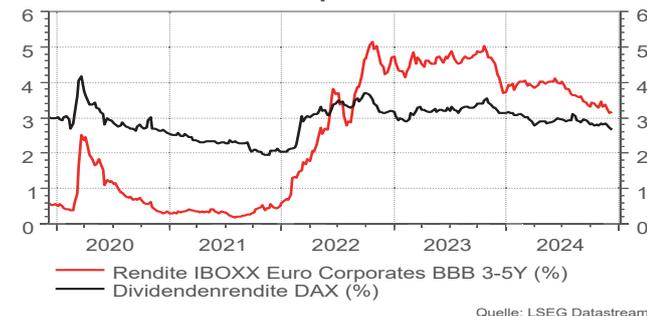


Anders als vor einem Jahr gibt es mit dem Thema „Ausweitende Risikoaufschläge bei Staatsanleihen“ einen wieder aufgeflamten Risikofaktor. Französische 10-jährige Staatsanleihen wiesen Anfang Dezember einen Renditeaufschlag von rund 90 Basispunkten zu Bundesanleihen auf. Dies ist der höchste Wert seit dem Höhepunkt der Staatsschuldenkrise 2012. Auch wenn wir nicht davon ausgehen, dass sich diese Entwicklung ungebremst weiter fortsetzt, dürfte das Risiko höherer Schwankungen im Jahresverlauf groß sein. Dies spricht tendenziell gegen das Investment in passive Produkte,

bei denen diese Anlagen einen Schwerpunkt bilden, wie z. B. bei Euro-Staatsanleihen-ETFs.

Auch 2025 sollten damit klassische aktive Anleihe-Investmentfonds, die mit einem gemischten Portfolio von Staats- und Unternehmensanleihen und einer aktiven Laufzeitsteuerung attraktive Zusatzerträge generieren können, eine wichtige Basisanlage im Anleihebereich darstellen.

Dividendenrendite Deutscher Aktienindex (DAX) vs. Rendite IBOXX Euro Corporates BBB 3-5Y



Renditen um 2,5 Prozent für Anleihen sehr hoher und hoher Bonität erscheinen zunächst nicht übermäßig attraktiv. Dies ist jedoch der Blick in den Rückspiegel. Nach zwei extrem guten Jahren sollte 2025 von der Anlageklasse „Aktien“ weniger Konkurrenz kommen. Damit dürften Anleihen im relativen Vergleich attraktiver werden. Institutionelle Anleger sollten durch Umschichtungen von Mitteln aus Aktien in Anleihen eine gute Stütze für die Anleihemärkte bieten. Vergleicht man die Verzinsung europäischer Unternehmensanleihen befriedigender (BBB) Qualität mit der Dividendenrendite des DAX 40-Index, schneiden Anleihen vorteilhaft ab.

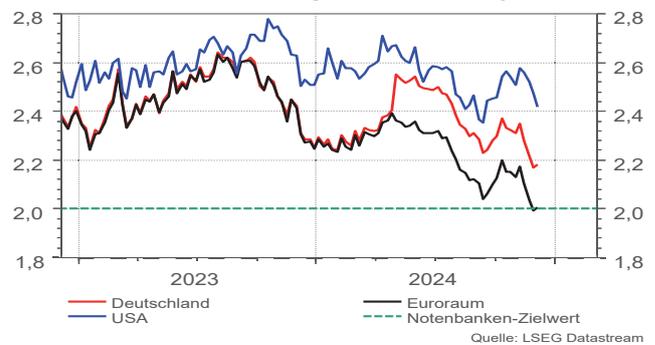
Reale Renditen mittlerer Laufzeit



Noch wichtiger als die nominale Renditeerwartung ist die reale Renditeerwartung, also die Berücksichtigung der erwarteten Inflationsrate. Bei einer angenommenen Inflationsrate von gut 2,0 Prozent und einer Verzinsung von Anleihen mittlerer Qualität von rund 3,5 Prozent bliebe immerhin ein realer Wertzuwachs von etwa 1,5 Prozent.

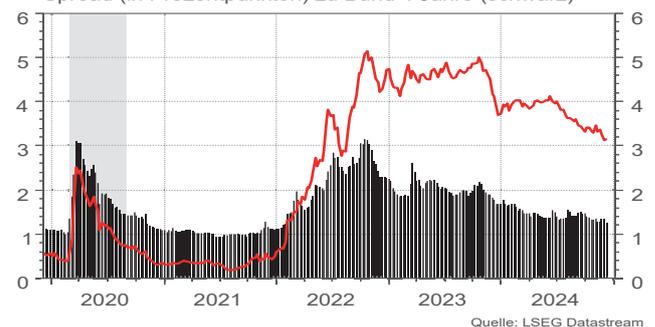
Ein ähnliches Ergebnis signalisieren anhand von Derivatekontrakten am Kapitalmarkt gehandelte mittelfristige Inflationserwartungen, bei denen für den Euroraum zuletzt die 2,0-Prozent-Schwelle nach unten durchbrochen wurde.

Inflationserwartungen (% zum Vorjahr)



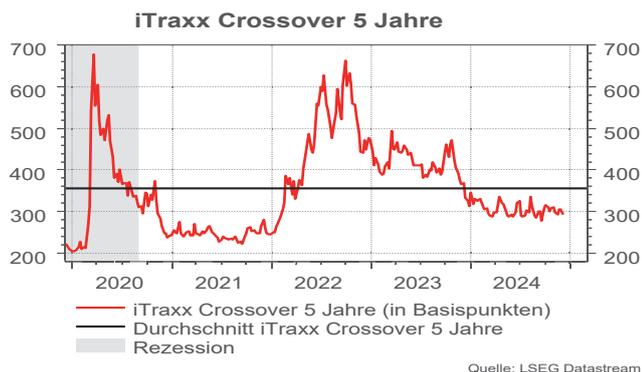
Die Risikoaufschläge (Spreads) von Unternehmensanleihen haben sich im Jahresverlauf 2024 weiter eingengt. Dieses passte zum Umfeld einer positiven Gewindynamik und steigender Aktienkurse.

Rendite (in % p.a.) IBOXX Euro Corporates BBB 3-5 Jahre Spread (in Prozentpunkten) zu Bund 4 Jahre (schwarz)



Dennoch bleiben Unternehmensanleihen mittlerer und guter Qualität vor allem aus den genannten relativen Gründen attraktiv und sollten in einem Portfolio Berücksichtigung finden, wengleich in einem etwas geringeren Umfang.

Etwas kritischer sehen wir Hochzinsanleihen, also Unternehmensanleihen minderer Qualität. Nachdem die Risikoaufschläge auch hier 2024 noch weiter gesunken sind, halten wir die Risiken für hoch. Bei Hochzinsanleihen besteht eine hohe Korrelation zum Aktienmarkt. Kommt es dort zu Rückschlägen, dürften sich die Risikoaufschläge signifikant ausweiten. Derzeit befinden sich die Aufschläge deutlich unterhalb ihres 5-Jahresdurchschnitts. Dies messen wir an den aktuellen Notierungen des iTraxx Crossover 5 Jahre, mit dem Anlagen in entsprechenden Anleihen abgesichert werden können.



Hochzinsanleihen eignen sich am ehesten als begrenzte Beimischung in aktiv gemanagten Investmentfonds.

Mehr Raum als in den Vorjahren sollten 2025 Fremdwährungsanleihen einnehmen. Mit der niedrigen wirtschaftlichen Dynamik in Europa und den starken Unsicherheiten über die weitere wirtschaftspolitische Ausrichtung in dieser Region sollten Anleger einen Teil ihrer Anleiheposition auch außerhalb des Euroraumes anlegen, da der Euro z. B. gegenüber dem US-Dollar zur Schwäche neigen könnte.

Fremdwährungsanleihen versprechen zum einen gute Chancen auf Währungsgewinne, zum anderen bieten sie aber auch höhere Verzinsungen.

Neben einer Sicherheitsstrategie, die auf eine Anlage in einen aktiv verwalteten Fonds mit einem breiten Korb von Währungen besonders niedrig verschuldeter Länder setzt, würden wir in 2025 auch um eine Anlage in einen aktiv gemanagten internationalen Anleihefonds guter Bonität ergänzen. Grund dafür ist unsere leicht positive Erwartung zur US-Dollar-Kursentwicklung und die Tatsache, dass das US-Dollar-Zinsniveau höher bleiben dürfte.



In den vergangenen Wochen hat sich die Zinsdifferenz ausgeweitet.

Grundsätzlich ist bei Währungsanlagen ein höheres Risiko einzukalkulieren, weil zum Anleihekursrisiko auch noch das Währungsrisiko kommt und sich diese beiden Faktoren nicht notwendigerweise kompensieren, sondern auch akkumulieren können. Fremdwährungsanlagen sollten deshalb nur einen Teil des Anlageportfolios ausmachen, der der persönlichen Risikotoleranz entspricht.

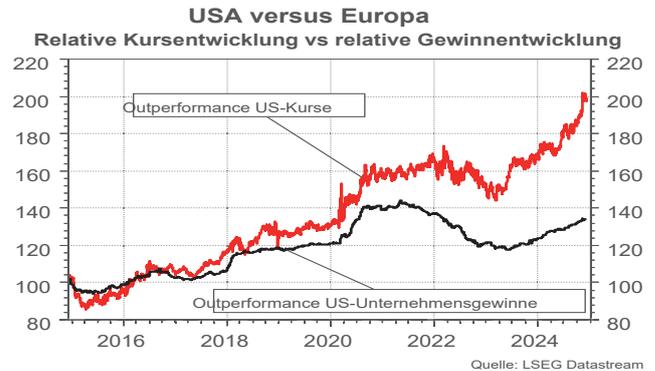
Aktienmarkt: Gilt „America First“ auch bei der Aktienanlage 2025?

Die internationalen Aktienindizes verzeichneten im Börsenjahr 2024 - sehr passend zu dem Titel unseres letzten Jahresausblicks „Auf ertragreicher Fahrt in ungeordneten Zeiten“ - eine starke Wertentwicklung im Angesicht mannigfaltiger Herausforderungen. Teil der Wahrheit ist aber auch, dass aus dem regionalen Blickwinkel die Unterschiede in der Performance im Jahresverlauf eher größer als kleiner wurden. Jenes Phänomen speist sich mit Blick auf das dominante Technologiegewicht in den tonangebenden US-Märkten unter anderem auch aus den unterschiedlichen Indexkompositionen gegenüber zum Beispiel den europäischen Pendanten. Unter dem Strich können sich weltweit anlegende Investoren über prozentual zweistellige Kursgewinne freuen. Damit ist der Aktien-Jahrgang 2024 nach 2023 erneut ein überdurchschnittlicher im historischen Kontext. Unsere Prognose musste in der Rückschau dem vorher bezifferten Aufwärtsrisiko prosperierender Erträge aus der KI-Welt Rechnung tragen. Konsequenterweise haben wir insbesondere das Kursziel in Übersee unterjährig nach oben revidiert.

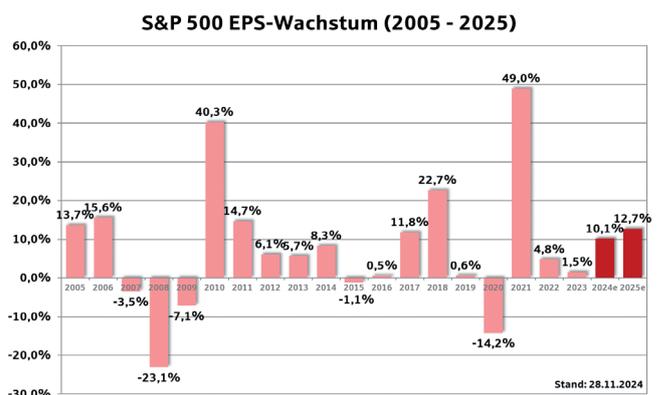
Die Vorschau auf das Börsenjahr 2025 fällt aus unserer Sicht alles andere als trivial aus. Wie auch? Das Gros der wegweisenden Determinanten kennt logischerweise keinen kalendarischen Neuanfang, sondern wird in großen Teilen eben auch die Investitionsentscheidungen zu Beginn des neuen Turnus bestimmen. Fest steht, dass die im Sommer 2024 eingeläutete Zinswende der wichtigsten Notenbanken in den nächsten Monaten eine Fortsetzung erfahren wird - grundsätzlich ein Positivum für Dividendenpapiere. Die Richtung besitzt ein hohes Maß an Sicherheit, die Ausprägung und Taktung weniger. Das weltwirtschaftliche Konjunkturmilieu kann getrost als solide bezeichnet werden, mehr aber auch nicht. Ferner sind die schwelenden geo-politischen Unsicherheiten per se nur schwerlich kalkulierbar. Diese Gesichtspunkte stehen zudem in mittelbarer Verbindung zu der erneuten Inthronisierung von Donald Trump als US-Präsident. Die seriöse Einordnung seiner politischen Vorhaben berührt viele Facetten auf dem Weg zu einer veritablen Prognose. Gilt das Mantra „America First“ also auch (weiterhin) für die Anlageklasse Aktien?

Zur Beantwortung dieser Frage kommt der Einschätzung der Ertragsperspektiven eine essentielle Bedeutung zu. Mit einer längeren statistischen Sicht bleibt die Entwicklung der Unternehmensgewinne der wichtigste singuläre Einflussfaktor für die Notierungen der börsengehandelten Gesellschaften. Auskömmlichere

Profite bilden das Fundament für die Wertsteigerung einer Aktie. Exemplarisch zeichnet die deutlich bessere operative Entwicklung der US-Konzerne gegenüber den europäischen Vertretern seit geraumer Zeit für die andauernde Outperformance der Wall Street verantwortlich.



Bestätigung findet diese Beobachtung auch im laufenden, noch nicht abgeschlossenen Geschäftsjahr. Während die aggregierten Resultate der US-amerikanischen Unternehmungen umrahmt von einer freundlicheren heimischen Konjunktur und mit den potenten Technologieheroen an der Spitze knapp prozentual zweistellig zulegen sollten, dürften die Nettogewinne auf dem alten Kontinent im mittleren einstelligen Prozentbereich abschmelzen. Ursächlich für die Erosion hierzulande sind unter anderem der schwächelnde Absatzmarkt China sowie strukturelle Probleme in jahrelang erfolgsverwöhnten Branchen wie der Automobilindustrie - mit entsprechend negativen Effekten für deren Zulieferer.

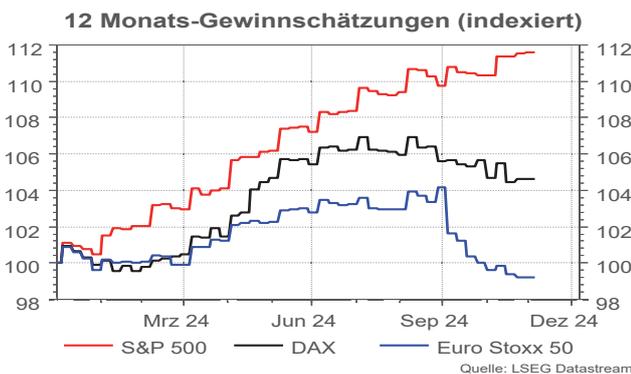


Quelle: Refinitiv

Wie fallen nun die Indikationen für die Unternehmensgewinne 2025 aus?

Das Rahmenwerk für die Modellierung der Erfolgsrechnungen umfasst gegenwärtig viele Unsicherheitsfaktoren - ob nun konjunktureller oder politischer Natur. Auf der Erlösseite dürften die Zuwächse in der anstehenden Berichtsperiode allerorten nicht in den Himmel wachsen, gleichzeitig sollten die Rückenwinde regional erneut sehr ungleichmäßig verteilt sein. Sprich eine wirtschaftsfreundliche Politik in den Vereinigten Staaten und eine ungebrochene Nachfrage nach den High-Tech-Produkten alimentieren die Umsätze der Amerikaner, wohingegen größere Absatzanteile in Europa und China eher bremsend wirken könnten. Die heterogenen Aussichten sollten sich auch weiter unten in den Gewinn- und Verlustrechnungen bemerkbar machen. Vieles spricht zum wiederholten Male für eine größere Ertragskraft der Konzerne jenseits des Atlantiks. Trotz bereits rekordhoher Margen bevorzugen umfangreiche Aktienrückkaufprogramme und etwaige günstige Steuereffekte die Nettoergebnisse pro Aktie der US-Gesellschaften.

Eine eindeutige Sprache sprechen in diesem Zusammenhang die Analystenschätzungen für die Überschüsse der kommenden zwölf Monate - die von uns bevorzugte Größe für die Bewertungsmodelle. Demnach tendieren die zusammengefassten Erwartungen an die S&P-Unternehmen stabil gen Norden, wohingegen die Annahmen vor allem für die europäischen Schwergewichte bereits seit dem Spätsommer 2024 unter den bekannten Belastungsfaktoren mehrheitlich gen Süden zeigen.



Damit scheinen die ungleichen Voraussetzungen von den Experten bereits ganz gut abgebildet. Wir sehen den projizierten Gewinnanstieg der amerikanischen Konzerne in Höhe von rund 13 Prozent in 2025 als erreichbar an. Bei den europäischen Vertretern wären wir in Bezug auf die Unternehmensgewinne kurzfristig weiter eher vorsichtig, im Jahresverlauf könnte die Zuversicht in dieser Disziplin mit einer konstruktiveren

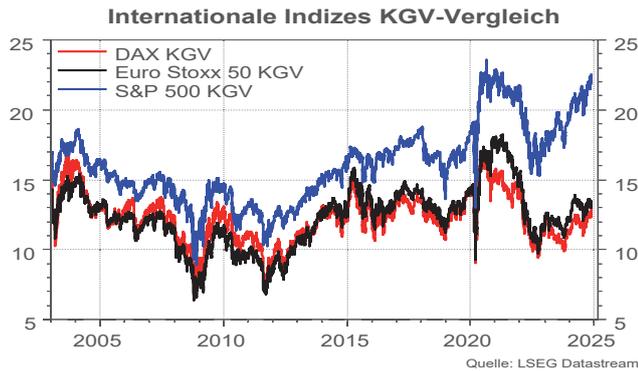
Sicht auf 2026 aber zunehmen. In diesem Kontext sollten dann auch die hiesigen konjunkturellen Frühindikatoren mehr Optimismus versprühen.



Nicht minder wichtig für die Kurszielbestimmung ist ferner die Anpassung der Diskontierungssätze an das erwartete Zinsumfeld. Höhere Zinsannahmen führen ceteris paribus in der Konsequenz zu niedrigeren Barwerten und damit Kurszielen - et vice versa. Wir mussten bei dieser Übung keine größeren Veränderungen vornehmen und haben unter anderem für den risikolosen Zinssatz unsere Prognosen für die Renditen der 10-jährigen Staatsanleihen von Deutschland und den USA implementiert.

Des Weiteren erscheint es bei der Wertermittlung nach wie vor überaus sinnvoll, auf eine Kombination aus Multiplikatoren- und Diskontierungsverfahren abzustellen. Ausgehend von zuletzt wieder abbröckelnden Gewinnsschätzungen bei gleichzeitig per Saldo steigenden Indexständen sind die konventionellen Bewertungsmaßstäbe in Europa im Kalenderjahr 2024 weiter vorgerückt. In New York basiert der Kursanstieg vornehmlich auf einer Ausweitung der Multiplikatoren, wobei die Gewinnsschätzungen ebenfalls einen positiven Beitrag leisteten.

Das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) für den DAX liegt aktuell bei 12,5 und damit fast exakt auf dem historischen Durchschnittswert der vergangenen Jahrzehnte. Aufgrund des zyklischen Charakters der Indexgesamtheit wäre unseres Erachtens eine Rückkehr zu einer überdurchschnittlichen Bewertung in dem beschriebenen Umfeld in nächster Zeit nicht angemessen. Mit Blick auf den US-Leitindex deutet der gegenwärtige Quotient von 22,2 offensichtlich eine ambitionierte Flughöhe an. Das liegt nach unserem Ermessen nicht nur an der sukzessiven Gewichtszunahme traditionell höher bewerteter Technologieriesen, sondern auch an einer großzügigeren Verteilung von Vorschusslorbeeren. Nach dem Motto: Die Gewinne werden schon früher oder später in die Bewertung „hineinwachsen“.



Auf dieser Grundlage und im Bewusstsein der Schar an Einflussfaktoren für die „faire“ Bewertung können wir uns für den DAX ein angemessenes KGV von 12 bis 13 sehr gut vorstellen sowie für den S&P 500 von 21 - das ist sicherlich eine stattliche Prämie für die US-Aktien, aber es liegen auch einige Vorteile auf deren Seite. In der Kombination mit schlussendlich nur leicht anziehenden Gewinnschätzungen ergäbe sich für die heimische Börse ein Kurspotenzial von 20.400 Punkten. Wenn wir die Methodik in Bezug auf den KGV-Multiplikator für den Euro Stoxx 50 anwenden, ließe sich in dieser Einzeldisziplin unter der Annahme ähnlich günstiger Ertragsrevisionen ein Niveau von 5.200 Zählern ableiten bzw. mit dem Blick über den Großen Teich von rund 6.400 Punkten.

Sensitivitätsanalyse DAX-Multiplikator

DAX-Gewinn 2024/25(e)	-20%	-15%	-10%	-5%	Stagnation	5%	10%	15%	20%
DAX-Gewinneinheiten	1.293	1.349	1.410	1.477	1.551	1.629	1.706	1.784	1.861
KGV-Multiplikator									
10,0	12.925	13.487	14.100	14.771	15.510	16.286	17.061	17.837	18.612
11,0	14.218	14.836	15.510	16.249	17.061	17.914	18.767	19.620	20.473
12,0	15.510	16.184	16.920	17.726	18.612	19.543	20.473	21.404	22.334
13,0	16.803	17.533	18.330	19.203	20.163	21.171	22.179	23.187	24.196
14,0	18.095	18.882	19.740	20.680	21.714	22.800	23.885	24.971	26.057
15,0	19.388	20.230	21.150	22.157	23.265	24.428	25.592	26.755	27.918
16,0	20.680	21.579	22.560	23.634	24.816	26.057	27.298	28.538	29.779
17,0	21.973	22.928	23.970	25.111	26.367	27.685	29.004	30.322	31.640
18,0	23.265	24.277	25.380	26.589	27.918	29.314	30.710	32.106	33.502

Quelle: eigene Berechnungen

Abgerundet wird die Herleitung unserer Kursziele über ein Diskontierungsmodell (Constant Growth Model; Annahmen für Europa: langfristige Gewinnwachstumsrate von 1,0 %, erwartete Eigenkapitalrendite von 8,0 %, risikofreier Zins von 2,5 %, politische Aktienrisikoprämie für Europa von 0,50 %, Betafaktor von 1,0). Hieraus errechnet sich beispielhaft ein Level von ebenfalls 20.400 Punkten und für den Euro Stoxx 50 von 5.100 Zählern.

Darüber hinaus setzen wir im Rahmen der quantitativen Prognosetechnik auf ein in Kooperation mit der Universität Hamburg entwickeltes Modell der multiplen Regressionsanalyse. Ziel ist es, die Wirkung vorlaufender Einflussgrößen auf den DAX quantitativ zu erfassen und auf dieser Grundlage eine mittelfristige

Prognose abzuleiten. Essentielle Input-Variablen bilden der ifo Geschäftsklimaindex, die avisierten Gewinneinheiten sowie die bundesdeutsche Inflationsrate. Sie werden um die Themenkomplexe „Liquidität“ und „Risikoaversion“ angereichert. Mit der Erfahrung der letzten Börsenjahre gibt das Modell insbesondere eine gute Unterstützung, um die Tiefpunkte der Prognosespans auszuloten. Temporäre Übertreibungen des Aktienmarktes nach oben sind damit nur schwerlich zu identifizieren.

Unter Einbeziehung aller Determinanten und Anwendung der vorgestellten Bewertungsmethoden veranschlagen wir für den DAX ein Kursziel von 20.400 Punkten per Jahresende 2025. Dieses Level impliziert ähnlich wie für den Euro Stoxx 50 mit einem Zielwert von 5.150 Zählern eine bescheidene Dynamik auf der aggregierten Ertragssebene. Für den S&P 500 ergibt sich unter der gleichen Verfahrensweise ein Kursziel von 6.400 Punkten, für den MSCI World von 4.000 Zählern.

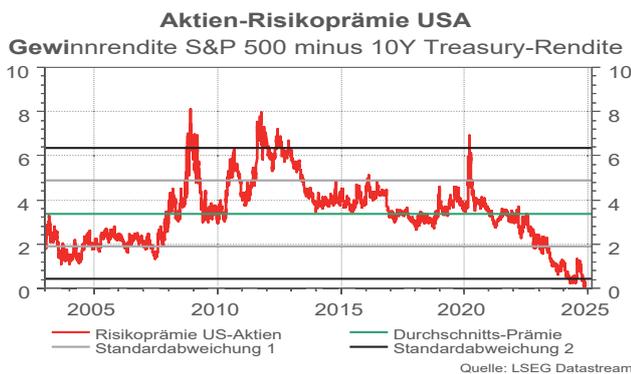
Die Ableitung der Prognoseränder referenziert auf der Unterseite neben der erwähnten Regressionsanalyse einerseits auf in der Vergangenheit beobachtete markttechnische Untertreibungen ausgehend von dem mittelfristigen Trend in Form der vielbeachteten 200-Tage-Durchschnittslinie. Andererseits unterstellen wir in einem negativen Szenario mögliche Abwärtsrevisionen bei den Gewinnschätzungen aufgrund eines ungünstigeren konjunkturellen Umfeldes in Höhe von 10 Prozent. Mit dieser Herangehensweise rechnen wir unter anderem für den heimischen Leitindex mit einem Rückschlagpotenzial auf bis zu 17.000 Punkte. Unter Berücksichtigung der gleichen Einflussfaktoren - ein bestimmtes Maß an markttechnischer Übertreibung plus potenzieller Aufwärtsrevisionen bei den marktweiten Ertragsprognosen - lässt sich auf der Oberseite ein Spielraum bis auf 21.100 Zähler ermitteln.

Fazit:

Trotz der härteren Konkurrenz um Investitionsbudgets durch festverzinsliche Papiere haben die weltweiten Aktien zwei sehr performante Börsenjahre 2023 und 2024 vorzuweisen. Dabei war diese Wegstrecke von erstaunlich wenigen Rückschlägen gekennzeichnet, wobei einem spontan mehr als eine Handvoll Belastungsfaktoren einfallen, die die Kauflaune nachhaltig hätten abwürgen können.

Der Blick nach vorne fußt bezogen auf die taktgebende Wall Street auf einer ohne Wenn und Aber angespannten Bewertungssituation. Das lässt im Grunde keine andere Interpretation zu, als dass die Marktteilnehmer

bereits viel Positives auf der aktuellen Flughöhe eingepreist haben und begrenzt das Aufwärtspotenzial, welches aus einer zusätzlichen Ausweitung der Multiplikatoren herrührt. Ein sehr eindrucksvolles Beispiel für die hohe Bewertung von US-Aktien gegenüber Staatsanleihen ist derzeit ferner die historisch niedrige Risikoprämie. Diese errechnet sich aus der Differenz der Gewinnrendite des S&P 500 (reziprokes KGV) abzüglich der Rendite der langlaufenden Staatsanleihen und ist für gewöhnlich positiv, da die Aktionäre für das in Kauf genommene (Schwankungs-)Risiko belohnt werden sollten. Letzteres ist in diesen Tagen offenbar keineswegs der Fall.



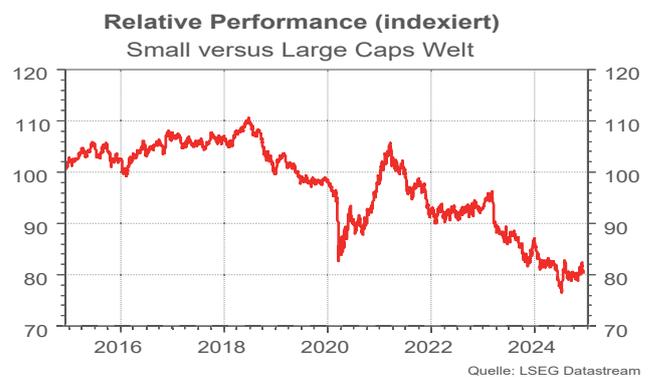
Von daher kommt den Ertragsperspektiven auf beiden Seiten des Atlantiks beim Ausloten von Kursspielräumen erneut eine Schlüsselrolle zu. Diese sehen in Übersee nach wie vor merklich besser aus, werden in der imposanten Bewertungsprämie in Relation zu europäischen Aktien aber inzwischen auch auskömmlich reflektiert. Vor diesem Hintergrund erscheint nach unserer Meinung das Aufwärtspotenzial für die breiten Aktienindizes unterdurchschnittlich. Wahrscheinlich gilt es, nach zwei Premium-Jahren etwas kleinere Brötchen zu backen.

Für das Verlaufsmuster können wir uns grob eine etwas schwächere erste Hälfte im Angesicht eines anhaltenden operativen Stresses bei einigen zyklischen Unternehmen in Europa und eines möglichen Renditeanstieges bei einer gleichzeitig weitgehend ausgereizten Bewertungssituation in den USA vorstellen. Ferner verheißt aus der taktischen Brille der überbordende Optimismus unter den amerikanischen Privatanlegern zum Jahresauftakt im Sinne eines ernstzunehmenden Kontrairndikators für gewöhnlich kurzfristig nichts Gutes für die Notierungen.

Eine Prise mehr konjunktureller Optimismus in der zweiten Jahreshälfte, gerade in Europa, könnte dann weiteres fundamental begründetes Kurspotenzial offenlegen. Im Bewusstsein dessen sollte sich mit dem

Jahresübergang das aktuelle Bild der Präferenzen der Investoren bestätigen. Das Momentum liegt gegenwärtig eindeutig auf Seiten der US-Anlagen und dürfte noch einige Zeit tragen. Später auf der Zeitschiene scheint eine Renaissance der europäischen Titel aber möglich.

Die anfängliche Bevorzugung von US-Titeln sollte ferner mit einer sich abschwächenden positiven Sonderbehandlung der Technologieriesen einhergehen. Über eine breitere Basis an Sektoren, die ihren Teil zum aggregierten Gewinnwachstum beitragen, dürfte auch der potenzielle Kursanstieg auf mehrere Schultern verteilt werden. Die Expansionsraten der KI-Gewinner nehmen alleine basisbedingt unweigerlich ab, während das vermutlich wirtschaftsfreundliche Umfeld in den Vereinigten Staaten auch anderen Branchen in die Karten spielt.



Die antizipierte Marktverbreiterung sollte sodann explizit auch Nebenwerte mit einbeziehen. Diese haben weltweit in den vergangenen Jahren auf der Investorenlandkarte lediglich ein Schattendasein gefristet. Ein Comeback dieses vernachlässigten Aktiensegmentes sollte nach unserem Gusto im Börsenjahr 2025 in den Vordergrund rücken.

Aktienmarktprognosen 2025

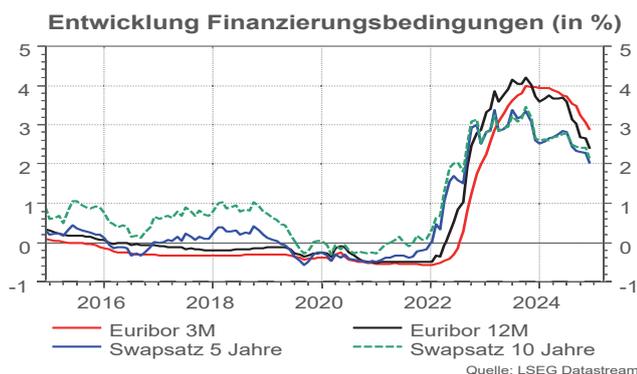
	aktuell	Bandbreite	Jahresende
Deutscher Aktienindex	20.384	17.000 - 21.100	20.400
Euro Stoxx 50 Index	4.977	4.300 - 5.500	5.150
S&P 500 Index	6.090	5.100 - 6.700	6.400
MSCI World Index	3.855	3.300 - 4.200	4.000

Stand 06.12.2024

Prognosen stellen keinen verlässlichen Indikator für die zukünftige Entwicklung dar.

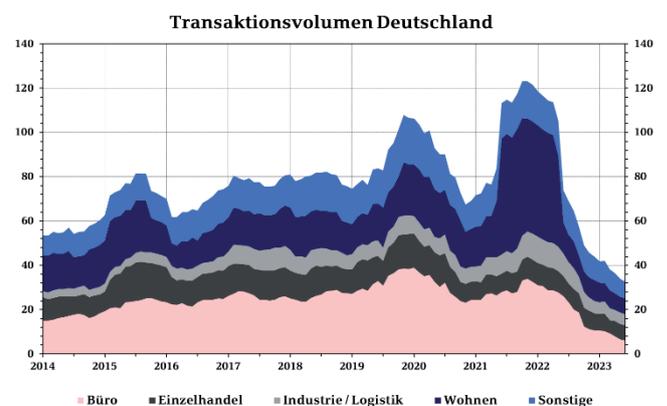
Immobilien: Leichte Zuversicht in einem sich wandelnden Markt

Nach der multifaktoriellen Stresskonstellation der vergangenen Jahre hatte kaum ein Marktteilnehmer mit einem schnellen Aufschwung an den Immobilienmärkten gerechnet. Dass es aber voraussichtlich etwa drei Jahre dauern würde, bis Investoren, Nutzer und Unternehmen wieder eine gewisse Planungssicherheit gewinnen würden, hatten wohl die wenigsten befürchtet. Als entscheidenden Stimulus brauchte es letztendlich die Zinssenkungen der EZB, um das Sentiment zu drehen. So dürfe man den aktuellen Kurs der fünfjährigen Swap-Rates, der mit 2,1 Prozent Ende November den niedrigsten Wert seit mehr als zwei Jahren erreichte, auch dahingehend interpretieren, dass sich die Finanzmärkte auf eine Beibehaltung des eingeschlagenen Weges der Zentralbanken verlassen. Mehr und mehr Akteure schalten daher vom Abwarte- in den Aktivmodus, da Liquidität in Form von Fremdkapital sowie die Verfügbarkeit von Vergleichswerten durch abgeschlossene Transaktionen das Fundament für ein Wiederanspringen des Transaktionsmarkts bilden und langsam wieder in Takt kommen. Allerdings darf dies nicht darüber hinwegtäuschen, dass der Markt die Korrektur immer noch nicht vollständig verarbeitet hat und die Branche in den Krisenmonaten deutlich heterogener geworden ist. Ein plötzlich sich entzündendes Feuerwerk an Transaktionen werden wir daher auch im Jahr 2025 vermutlich nicht sehen, und aus neutraler Sicht kann man sich auch nur einen moderaten Aufschwung wünschen, ohne Übertreibungen und ohne unrealistische Fantasien. Dieser Realismus prägt den neuen Marktzyklus und lässt die ungesunde Dekade des „Nullzinsumfelds“ endgültig hinter sich.



Dies zeigt sich auch beim Blick auf den deutschen Immobilieninvestmentmarkt, der 2024 zwar zum ersten Aufschwungsjahr im neuen Zyklus werden könnte, nach den ersten neun Monaten aber mit 23,4 Mrd. EUR weiterhin rund 50 Prozent unter dem Durchschnitt der vergangenen zehn Jahre liegt. Gerade im Bürosegment

passiert noch sehr wenig, was ein Indikator dafür ist, dass hier noch weiterhin keine Einigkeit über das Preisniveau besteht. Viele Institutionelle müssen erst noch die Bewertungs-, Vermietungs- und ESG-Wunden ihrer Büro-Überallokation lecken, bevor sie sich von der Seitenlinie wieder auf das Spielfeld begeben werden. Internationale Investoren warten auf die nicht kommenden Notverkäufe. Projektentwickler haben die Problemvielfalt von teuren Grundstücken, gestiegenen Bau- und Finanzierungskosten, Regulierung und reduzierten Exits durch Rendite- bzw. Multiplikator-Verschiebungen noch nicht gelöst und kämpfen vielfach weiterhin ums Überleben.

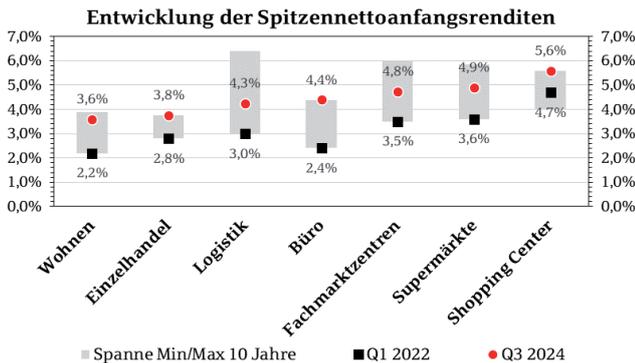


Quelle: Savills (2024)

Die Herausforderungen im Bürosegment dürfen aber nicht Pars pro Toto auf den gesamten Gewerbeimmobilienmarkt übertragen werden. Die Welt der Assetklassen ist deutlich fragmentierter und größer geworden, und was gestern noch als Nische galt, ist heute en vogue. So feiert der Handel dank des Großdeals mit den „Fünf Höfen“ in München über 700 Mio. EUR, verschiedenen Warenhaus-Transaktionen über 1,5 Mrd. EUR und der anhaltend guten Nachfrage nach Fach- und Supermärkten eine Sonderkonjunktur. Die großvolumigen Verkäufe sind jedoch Ausnahmetransaktionen in ansonsten wenig liquiden Marktsegmenten. In aller Munde ist hingegen das aufstrebende Segment der Rechenzentren, welches sich - ausgelöst durch den Boom der führenden KI-Anbieter - einer astronomisch hohen Nutzernachfrage erfreut und daher auch die Erwartungen der Immobiliengemeinde nährt. Der internationale Berufsverband von Immobiliensachverständigen RICS rechnet in seinen Wachstumsprognosen für die kommenden zwölf Monate mit Steigerungen von jeweils ca. 3,5 Prozent sowohl für die Kapitalwerte als auch Mieten - der höchste Wert aller Nutzungsarten. Weiter im Aufwind befinden sich aber auch Hotelimmobilien, da die

Auslastungszahlen und Zimmerpreise weiter gestiegen sind und mittlerweile vielerorts sogar über dem Vor-Corona-Niveau liegen. In den Großstädten etablieren sich zunehmend möblierte Apartments (Microliving), die eine Hybridform zwischen Hotel und Wohnen darstellen, als eine eigenständige Core-Klasse, welche Renditen von bis zu 4,3 Prozent versprechen. Ansonsten lässt sich bei allen derzeit aktiven Käufergruppen weiterhin ein verstärktes Interesse nach Logistik und Wohnimmobilien beobachten.

alle Anlageprodukte in gleicher Weise unter Druck geraten sind. Insbesondere einige jüngere Fonds, die ihr Portfolio vor allem während der letzten Hochphase des vergangenen Immobilienzyklus zu hohen Kaufpreiskriterien erworben haben, zeigen größere Performance-Probleme. Produkte, die ihre Bestände inkrementell über mehrere Jahrzehnte aufgebaut haben, profitieren hingegen von relativ stabilen Einkommensströmen aus den Mieteinnahmen bei gleichzeitig deutlich moderateren Bewertungsniveaus der Immobilien.

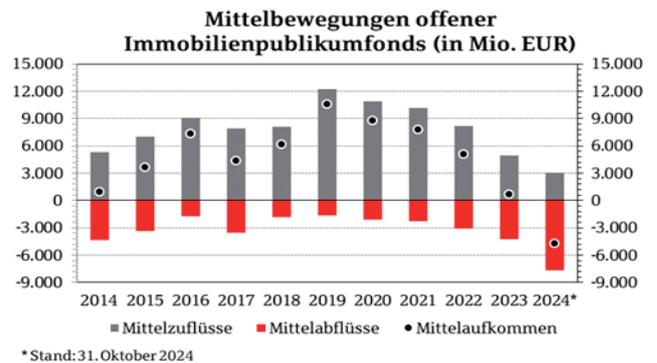


Quelle: BNPPRE (2024); Savills (2024)

OIFs vor richtungsweisendem Jahr

Auch für Offene Immobilienpublikumsfonds (OIFs), auf die in Deutschland Ende September ein Fondsvermögen von rund 125,7 Mrd. EUR entfiel, werden die nächsten zwölf Monate von besonderer Bedeutung sein, da sich die Nachrichtenlage gegen Ende des letzten Jahres durch prominente Insolvenzen und Warnungen vor einzelnen Immobilienfonds sehr deutlich verschlechtert hatte. Entsprechende Rückgaben werden aufgrund der regulatorischen Kündigungsfrist zu einem großen Teil mit einer Verzögerung von zwölf Monaten wirksam und stehen daher noch aus.

Bereits seit August 2023 sind die Abflüsse erstmals seit 2015 größer als die Zuflüsse - insgesamt summieren sich die Nettomittelabflüsse bislang auf 4,7 Mrd. EUR. Die geringen Neugelder in die entsprechenden Publikumsfonds dürften weiterhin im Wesentlichen auf Sparpläne und automatische Wiederanlagen zurückzuführen sein. Durch die Zinswende im Sommer 2022 hat sich die relative Attraktivität von OIFs im Vergleich zu festverzinslichen Anlagen stark vermindert. Diese sollte sich mit Blick auf weitere Leitzinssenkungen der EZB und die weitestgehend abgeschlossenen Abschreibungen auf Immobilienwerte perspektivisch jedoch wieder verbessern. Die große Bandbreite der Jahresperformance der einzelnen Fonds von aktuell -20,2 Prozent bis +2,7 Prozent zeigt zudem, dass nicht



Quelle: Deutsche Bundesbank (2024)

Fazit - Erholung mit Schwellen und Wellen

Insgesamt führt das unsichere real- und finanzwirtschaftliche Umfeld jedoch dazu, dass der aktuell stattfindende Aufschwung am Immobilieninvestmentmarkt zart und fragil bleibt. Bei den Renditen kann derweil in der Spitze seit Jahresbeginn eine Stabilisierung verzeichnet werden. Je nach Assetklasse und Mietentwicklung dürften die Multiplikatoren um ein Drittel und die Preise um 25 Prozent seit dem Frühjahr 2022 nachgegeben haben. Die 5 Prozent-Marke gilt bei der Renditeerwartung bei vielen institutionellen Investoren wieder als alter und neuer Maßstab für Core-Immobilien. Für die Entwicklung der Spitzenrenditen ist dabei besonders der Blick auf die Risikoprämie als Differenz zwischen Immobilienrendite und der Rendite für langlaufende Staatsanleihen entscheidend. Diese hat sich aktuell wieder deutlich vergrößert und liegt auf Basis der aktuellen Spitzennettoanfangsrendite im Bürosegment bei 220 Basispunkten. Das ist der größte Abstand seit Frühjahr 2022. Die externen Indikatoren zeigen also in die richtige Richtung. Im weiteren Verlauf bleibt somit abzuwarten, wie sich diese Tendenzen auf die Kaufpreisverhandlungen zwischen Käufer und Verkäufer auswirken und ob sich der Angebots-Nachfrage-Abstand weiter schließt.

Privatanleger sollten sich vom gegenwärtigen nachrichtenbasierten Pessimismus nicht übermäßig verunsichern lassen und sich stattdessen die wesentlichen Charakteristika dieser Anlageklasse wie eine lange Lebensdauer, die Standortgebundenheit, stabile Einkommensströme aus Mieteinnahmen und die hohe Individualität der Investitionsobjekte vor Augen führen. Dadurch und weil sie langfristig zumeist einen niedrigen Gleichlauf mit den anderen Assetklassen haben, bilden Immobilien neben Aktien und Anleihen einen wichtigen Bestandteil einer ausgewogenen Vermögensstruktur. OIFs berücksichtigen diese Eigenschaften in einem besonderen Maße, indem sie als Strategie den Aufbau von breiten und über Nutzungsarten, Länder sowie Immobilien- und Konjunkturzyklen diversifizierten Immobilienportfolios verfolgen, womit sich diese Form der Immobilienanlage besonders gut für langfristig orientierte Privatanleger eignet.

Langfristiger Ausblick: Inmitten des Gleichgewichts der Unordnung

Die Welt befindet sich nach wie vor im Umbruch. Das geopolitische Gefüge verändert sich rasch und die Wirtschaft muss sich daran anpassen. Sei es bei den Handelsbeziehungen, der Technologie oder der nationalen Sicherheit. Die Wirtschaft existiert also nicht losgelöst von der Geopolitik.

Der Weg zu einer neuen Weltordnung wird sicher nicht gradlinig verlaufen, und in gewissem Maße zerfällt die Gegenwart, noch bevor sich neue Fixpunkte am Horizont abzeichnen. Die derzeit zu beobachtenden komplexen und tiefgreifenden Umbrüche führen zu einer Phase weitreichender Unsicherheit. Kurzfristig wird eher eine Risikoorientierung im Vordergrund stehen. In Zeiten großer Umbrüche sollten sich aber auch taktische Chancen und strategische Potenziale ergeben.

Multipolare Weltordnung

Die Wahlen in den USA könnten die bereits zu beobachtende Entwicklung hin zu einer multipolaren Weltordnung beschleunigen. Das amerikanische Volk hat sich für die nächsten vier Jahre mehrheitlich für eine national-zentriertere Politik ausgesprochen. Durch einen teilweisen Rückzug der USA von der globalen auf die nationale Sphäre könnte in vielen Bereichen ein Machtvakuum entstehen, das vor allem von China zur Stärkung seiner geopolitischen Interessen ausgefüllt werden dürfte. In der Tat nimmt der geopolitische Einfluss Chinas stetig zu. Die chinesische Politik stellt sich dabei zunehmend als Alternative zum westlichen Modell auf. Der Einfluss Chinas geht bereits heute weit über die BRICS-Staaten und den „globalen Süden“ hinaus. So ist beispielsweise Italien in 2019 auf der Suche nach einer Wachstumsquelle außerhalb der EU als einziges Land der G7 dem chinesischen Projekt der „Neuen Seidenstraße“ beigetreten. Im Zuge der Eskalation im russischen Angriffskrieg und der Haltung Chinas ist Italien jedoch in 2023 unter seiner neuen Regierung wieder ausgetreten. Ein weiteres Beispiel für eine Verschiebung der geostrategischen Interessen ist die regelmäßige Bekundung des NATO-Mitglieds Türkei, den BRICS-Staaten eventuell beitreten zu wollen. An diesen Beispielen zeigt sich, wie schnell in der sich im Umbruch befindlichen Weltordnung neue Linien gezeichnet und wieder zurückgenommen werden können.

Im US-Wahlkampf klang es häufig überspitzt ausgedrückt danach, dass die USA zu einer geschlossenen Wirtschaft werden möchten, die alle anderen über Zölle aussperrt und sich ganz im Sinne von „America First“ nur noch national um die eigenen Belange kümmert.

Allerdings ist es unwahrscheinlich, dass die USA den Kampf um die Hegemonie mit China aufgeben wird. Zu groß wiegen geostrategische Interessen der USA, wie beispielsweise eine Verhinderung der Einflussnahme und der Schaffung wirtschaftlicher Abhängigkeiten von China in Südamerika.

Die Geopolitik der designierten US-Regierung scheint die globale Führungsrolle der USA weniger über die bisherigen Wege sicherstellen zu wollen, sondern vielmehr andere Ansätze zu verfolgen. Mit Blick auf die angekündigten Zölle gegen enge Verbündete wie Kanada oder die EU sowie eine Schwächung internationaler Institutionen könnte die künftige US-Geopolitik darauf abzielen, die Stärkung bzw. die Bildung anderer Machtblöcke zu verhindern. Allerdings könnte ein derartiger Ansatz diese Länder eher in Richtung Chinas und der BRICS-Staaten lenken und so die Position der USA letztendlich schwächen.

Europas Rolle in der neuen Weltordnung wird davon abhängen, ob es gelingt, eine Art von „Vereinigten Staaten von Europa“ zu schaffen, die mit einer Stimme auf der weltpolitischen Bühne sprechen können. Mit Blick auf die aktuellen nationalistischen Tendenzen und die hohe Divergenz der einzelnen Mitgliedsstaaten scheint diese Entwicklung jedoch eher unwahrscheinlich. Zudem stellt sich die Frage, ob sich Europa den „Luxus“ seiner strengen regulatorischen Vorgaben (insbesondere im Hinblick auf ESG-Kriterien) in Zukunft noch wirtschaftlich „leisten“ kann, wenn diese Themen in anderen Machtblöcken keine oder nur eine untergeordnete Rolle spielen.

Europa, Indien und Russland dürften in der neuen Weltordnung Machtblöcke in der zweiten Reihe bleiben.

Fest steht, die Welt ist im Umbruch und die USA und China werden weiterhin versuchen die globale Führungsrolle für sich zu beanspruchen. Auch wenn alte Kooperationen aufgekündigt oder neu definiert werden, können diese prinzipiell durch andere fortschrittliche und kooperative Strukturen ersetzt werden.

Geopolitik und nationale Sicherheit

In einer Welt, in der Wirtschaft und Geopolitik immer enger miteinander verflochten sind, stellt sich die Frage, wie die Politik die nationale Sicherheit, insbesondere bezüglich kritischer Infrastrukturen, schützen kann. Der russische Angriffskrieg in der Ukraine hat die mangelnde Verteidigungsfähigkeit der europäischen

Streitkräfte offenbart. Die europäischen Staaten scheinen mittlerweile jedoch die Notwendigkeit einer schlagkräftigen Armee begriffen zu haben und dürften auch nach dem Ende der kriegerischen Auseinandersetzungen in der Ukraine ihrer im NATO-Vertrag festgelegten Verpflichtung von Militärausgaben in Höhe von 2 Prozent des BIP nachkommen. Aber auch außerhalb der EU dürften die Militärausgaben angesichts zunehmender geopolitischer Spannungen (z. B. Taiwan, Nahostkonflikt) in den nächsten Jahren weltweit weiter ansteigen und zu einer wachsenden Nachfrage nach „klassischen“ Rüstungsgütern führen.

In der gegenwärtigen Umbruchsituation wird die nationale Sicherheit jedoch zunehmend auch durch nicht unmittelbar kriegerische Handlungen bedroht. Diese Entwicklung dürfte sich durch den rasanten technologischen Fortschritt noch verschärfen. Dabei geht es vor allem um hybride Formen der Kriegsführung wie Cyber-Angriffe, Wahlbeeinflussung, Desinformationskampagnen oder die Sabotage kritischer Infrastrukturen (Seekabel, Satelliten). Der komparative geostrategische Vorteil liegt hier vor allem in der Technologie und dürfte auf einen Wettlauf zwischen den USA und China hinauslaufen. Europa dürfte in zunehmendem Maße auf ausländische Technologie angewiesen sein, um seine nationale Sicherheit zu gewährleisten. Auch jenseits der hybriden Kriegsführung werden beispielsweise Hackerangriffe auf der Grundlage von KI und zunehmend leistungsfähigeren Computersystemen zu einer immer größeren Bedrohung für die nationale Sicherheit.

Grüne Transformation bleibt alternativlos

Der hohe Energiebedarf für die Nutzung von KI scheint derzeit schneller voranzuschreiten als der Ausbau und damit die Verfügbarkeit Erneuerbarer Energien. Vor diesem Hintergrund nimmt das Interesse von Politik und Industrie an der Kernenergie in den letzten Jahren wieder zu. So hat dieses Jahr ein großer US-amerikanischer Technologiekonzern zur Abdeckung seiner energieintensiven KI-Anwendungen bereits einen Vertrag mit einem Energieversorger über die Wiederinbetriebnahme eines stillgelegten Kernreaktors abgeschlossen. Ein anderes Unternehmen hat bereits einen Vertrag über den Kauf mehrerer „Mini-Atomkraftwerke“ abgeschlossen, die zwischen 2030 und 2035 in Betrieb gehen sollen.

Ob es tatsächlich zu einer Renaissance der Kernenergie kommt, bleibt abzuwarten. Auf der einen Seite trägt Atomstrom zwar zur Reduzierung des CO₂-Ausstoßes

bei, auf der anderen Seite bleiben die ungelösten Fragen der Endlagerung und die enormen sowie dauerhaften Folgen von Unfällen in Kraftwerken. Erneuerbare Energien dürften daher die Energiequelle der Zukunft bleiben. Aktuelle politische Entwicklungen (Festhalten an fossilen Energieträgern und Kernenergie) sowie wirtschaftliche Aspekte (hohe Transformationskosten bei hoher Staatsverschuldung) könnten das Tempo der grünen Transformation jedoch in den kommenden Jahren etwas verlangsamen.

Demographischer Wandel als Wachstumsbremse

Diesseits und jenseits des Atlantiks erreichen die geburtenstarken Jahrgänge das Rentenalter. Doch auch in vielen asiatischen Ländern wird die Demographie zunehmend zu einem Problem. Die Alterung der Bevölkerung führt rechnerisch zu einer Verlangsamung des Wirtschaftswachstums da das Arbeitskräfteangebot sinkt. Wir gehen jedoch davon aus, dass diese demographischen Faktoren teilweise durch Produktivitätssteigerungen in Form von technologischen Innovationen, z. B. im Bereich KI, kompensiert werden können.

Demographie könnte auch einen nicht unerheblichen Einfluss auf die langfristige Entwicklung und Ausgestaltung der neuen Weltordnung nehmen. Denn die Alterung der Bevölkerung ist vor allem für China zu einem strukturellen Problem geworden. Eine Trendwende ist nicht in Sicht, was den wirtschaftlichen und geopolitischen Ambitionen des Landes zumindest mittel- bis langfristig im Wege stehen könnte.

Zwischen altem und neuem Wachstum

Analoge Geschäftsmodelle werden immer stärker durch die Digitalisierung, Automatisierung und Künstliche Intelligenz in Frage gestellt. Letztere ist wahrscheinlich eine der größten technologischen Errungenschaften der Menschheit. Wie bei jeder neuen Zukunftstechnologie ist der disruptive Charakter, der unweigerlich alle Bereiche der Zivilisation durchdringen wird, aus heutiger Sicht schwer abzuschätzen, dürfte aber enorm sein und mit vielen Chancen und Risiken einhergehen. Erst wenn neue Technologien wie Künstliche Intelligenz oder Quantencomputer in der Lage sind, das Produktionspotenzial deutlich zu steigern, ist mit einer Rückkehr zu einem höheren globalen Wirtschaftswachstum zu rechnen. Allerdings zeichnet sich in vielen Bereichen bereits heute eine deutliche Präferenz für staatliche Regulierung von KI ab, was die potenziellen Effizienzgewinne zumindest kurz- bis mittelfristig schmälern könnte.

Das Wachstum aus alten Technologien und Märkten, wie beispielsweise der klassischen Automobilindustrie, neigt sich dem Ende zu. Nicht die Ingenieursleistung, sondern die informationstechnische Vernetzung rückt in den Vordergrund. Wie „smart und convenient“ ist das Fahrzeug, wie gut funktioniert das autonome Fahren und ähnliche Fragen dürften die Kaufentscheidungen prägen. Daher müssen sich traditionelle Industrieländer zur Wahrung ihres Wohlstands in diesem geänderten Umfeld im Grunde neu erfinden. Nicht zuletzt vor diesem Hintergrund dürfte die Industriepolitik in den kommenden Jahren wieder stärker in den Vordergrund rücken und sich insbesondere in Form von Steuervergünstigungen, staatlichen Subventionen und der Schaffung günstigerer Standortbedingungen (z. B. Infrastruktur) niederschlagen. Subventionen, insbesondere im Exportsektor, dürften zu Gegenreaktionen (vor allem Zöllen) der Handelspartner führen. Darüber hinaus ist zu erwarten, dass Subventionen ebenso wie Steuererleichterungen und die Verbesserung von Standortbedingungen den Staatshaushalt belasten und zu einer höheren Staatsverschuldung führen. Dennoch dürfte die Industriepolitik gerade für Europa Chancen bieten, um Unternehmen („European Champions“) zu schaffen, die mit den Großunternehmen aus den USA und China konkurrieren können.

Ein weiteres „D“: Die De-Demokratisierung

Die Regierungsform der parlamentarischen Demokratie wird es in den kommenden Jahren immer schwerer haben. Die zunehmende Komplexität der Welt erhöht den Wunsch nach einfachen Antworten und bietet dadurch einen Nährboden für Populismus, Nationalismus und die Entstehung oder Festigung autokratischer Regierungsformen. Waren es 2003 noch 11 Länder, die sich auf dem Weg von der Demokratie zur Autokratie befanden, so sind es 2023 bereits 42 Länder gewesen. Diese Entwicklung könnte gerade die Führungsrolle von China in der neuen globalen Weltordnung stärken. Denn das chinesische Systemmodell ist für die autokratischen Eliten vieler Schwellenländer grundsätzlich viel attraktiver als das westliche. Ihre Herrschaft wird nicht in Frage gestellt, eine aufgeklärte Zivilgesellschaft, eine korruptionsresistente Verwaltung und Rechtsstaatlichkeit werden nicht gefordert. Einen wichtigen Einfluss auf die Annäherung autokratischer Staaten an China dürften auch selbst auferlegte Regeln und Vorgaben (z. B. über ESG-Kriterien) westlicher Regierungen haben, die den Handel mit diesen Ländern einschränken oder unterbinden. Ein wichtiges Beispiel ist das neue EU-Lieferkettengesetz. Obwohl es sich um ei-

nen hehren Ansatz handelt, könnte es genau das Gegenteil von dem bewirken, was es soll. Denn wenn diese Regeln nicht global gelten, kann ein Rückzug der EU aus den betroffenen Märkten dazu führen, dass diese Länder ihre Handelsströme nach China oder Russland umlenken und sich die Produktionsbedingungen nicht verbessern oder sogar weiter verschlechtern. Für westliche Unternehmen dürfte die Umsetzung der Vorgaben zudem zu höheren administrativen Kosten und steigenden Importpreisen führen. Denn Lieferketten müssen unter Umständen neu aufgebaut werden und die Nachfrage nach nachweislich regelkonform produzierten Produkten oder geförderten Rohstoffen dürfte steigen. Dies könnte die internationale Wettbewerbsfähigkeit von europäischen Unternehmen beeinträchtigen und sich negativ auf das Wirtschaftswachstum auswirken.

Die neuen Regeln der Globalisierung

Die Welt entwickelt sich zunehmend weg von der Hyperglobalisierung hin zur nationalen Sphäre. Die Abkehr von einer stark international arbeitsteiligen, globalisierten Welt, die häufig mit den Begriffen „Friend-Shoring“ und „Home-Shoring“ umschrieben wird, bedeutet, dass wieder mehr Produktion vor Ort stattfinden wird, z. B. in den USA und in Europa. Dies dürfte zu höheren Produktionskosten führen und dadurch inflationär wirken.

Vor dem Hintergrund der Deglobalisierung dürfte auch Protektionismus in den kommenden Jahren deutlich zunehmen. Dies hat viele unterschiedliche Gründe. Mit Blick auf das sich ständig ändernde geopolitische Gefüge ist ein zentrales Motiv die Diversifizierung von Lieferketten und eine Reduzierung der Abhängigkeit bei Importen von Schlüsselgütern. Da die nationale Sicherheit auf vielen unterschiedlichen Ebenen gefährdet ist, könnten Staaten vermehrt dazu übergehen, den Transfer von kritischen Technologien und Produkten zu verbieten.

Das aktuelle geopolitische System der multilateralen Regeln könnte zunehmend durch bilaterale Verhandlungen ersetzt werden. Dies hätte zur Folge, dass die USA und China mit deutlich mehr Verhandlungsmacht auftreten und dadurch ihre globale Machtposition weiter ausbauen können.

Insgesamt dürfte die Deglobalisierung zu deutlichen Wohlstandsverlusten führen, die letztlich innenpolitisch aufgefangen werden müssen. Am Ende des Tages ist Globalisierung kein Nullsummenspiel. Zudem dürfte mit der Deglobalisierung tendenziell auch „mehr Staat“ einhergehen.

Bald ein weiteres „D“: De-Dollarisierung?

Der Dollar ist nach wie vor die globale Leitwährung. Dies spiegelt jedoch nicht unbedingt eine absolute, sondern eher eine relative Stärke des US-Dollars wider, die er im direkten Vergleich zu anderen großen Währungen wie dem Euro aufweist. Trotz der derzeitigen Dominanz des Greenbacks ist dies unter langfristigen Aspekten zu diskutieren. Ein wesentlicher Grund dürfte die Schuldenproblematik und die zunehmend protektionistischen Tendenzen der designierten US-Regierung sein. Darüber hinaus ist bereits jetzt eine Diversifikation der Reserven von vielen Zentralbanken weg vom US-Dollar hin zu Gold zu beobachten. Diese Entwicklung betrifft vor allem Zentralbanken im globalen Süden und trägt eine nicht unwesentliche geopolitische Komponente, nämlich den Schutz vor möglichen Sanktionen durch den Westen, insbesondere dem Einfrieren von Vermögenswerten. Gerade bei einer Verschlechterung der politischen Beziehungen zu Staaten, die traditionell hohe Bestände an US-Treasuries halten, könnten diese das Tempo der bereits zu beobachtenden Diversifizierung von Reserven beschleunigen, was letztendlich den US-Dollar schwächen könnte. Auch die wachsende Bedeutung von Kryptowährungen könnte für einen signifikanten Nachfragerückgang nach der US-Währung sorgen.

Staatsschulden dürften weiter zunehmen

Die letzten Jahre waren durch einen deutlichen globalen Anstieg der Staatsverschuldung gekennzeichnet. Wir gehen davon aus, dass sich dieser Trend auch ohne große Konjunktur-, Stimulus- oder Rettungspakete fortsetzen wird. Die Gründe dafür sind vielfältig. Der Umbau der Volkswirtschaften hin zu nachhaltiger Produktion und nachhaltigem Konsum (insbesondere im Hinblick auf den Klimawandel) ist mit hohen Kosten verbunden. Hohe Abschreibungen und der Umbau des Kapitalstocks dürften zumindest unmittelbar kein Wachstum generieren. Gleiches gilt für die Kosten der bereits erwähnten Erhöhung der Verteidigungsausgaben (geopolitische Risiken). Staatsverschuldung könnte in den kommenden Jahren zu steigenden Inflationsraten beitragen und zu steigenden Renditen von Staatsanleihen führen.

Fazit: Der Weg von der alten in die neue Welt ist gekennzeichnet vom Gleichgewicht der Unordnung. In der Wirtschaft und der Gesellschaft werden neue Gleichgewichte entstehen, die sich zunächst aufgrund vieler Schocks aus unterschiedlichsten Quellen wieder auflösen werden. Rendite-Risiko-Zusammenhänge

werden komplexer. Jedoch können sich aus den aktuellen Umbrüchen taktische Opportunitäten (z. B. „Trumponomics“) und langfristige strategische Potenziale in Zusammenhang mit den 5Ds ergeben.

5Ds: Strukturelle Trends in der Anlage

Die Anlage in Finanzinstrumenten kann zu einem teilweisen oder vollständigen Verlust des eingesetzten Kapitals führen.

Unter den 5Ds fassen wir langfristige Trends zusammen, die von einem strukturellen Wachstum geprägt sind und daher Teil der strategischen Allokation sein sollten. Hierzu zählen wir:

- die wesentlich durch KI geprägte **Digitalisierung**,
- die **De-** bzw. **Reglobalisierung**,
- eine alternde Weltbevölkerung (**Demographie**),
- die für die Energiewende nötige **Dekarbonisierung**,
- das Schutzbedürfnis von Demokratien (**Defence**).

Die Anlagemöglichkeiten, die in Zusammenhang mit den 5Ds stehen, weisen neben Chancen auch Risiken wie etwa Kursschwankungen auf.

Digitalisierung

In den vergangenen zwei Jahren dürfte kein anderes Thema als das der Künstlichen Intelligenz (KI) eine derart hohe Aufmerksamkeit am Aktienmarkt erfahren haben. ChatGPT hat einem breiten Publikum weite Anwendungsfelder der „Generativen KI“ aufgezeigt. Die automatisierte Erstellung neuer und kreativer Inhalte stellt Produktivitätssteigerungen und damit Wettbewerbsvorteile in Aussicht, sodass Unternehmen Investitionen in erheblichem Umfang vorantreiben müssen, um Schritt zu halten. Laut einer Studie von McKinsey & Company aus dem Jahr 2024 wird der globale Markt für Halbleiter - das „Rüstzeug“ - von 600 Mrd. US-Dollar Umsatz im Jahr 2021 auf ca. 1 Bio. US-Dollar im Jahr 2030 anwachsen.

Bei KI handelt es sich um eine Basistechnologie, die sich meist nicht klar von anderen digitalen Segmenten abgrenzen lässt. Im Rahmen der Anlage empfehlen wir daher die Umsetzung in Form von Technologiefonds, die auch weitere digitale Wachstumstrends umfassen. Hierzu zählen unter anderem auch die etablierten Bereiche des Cloud Computing und des E-Commerce. Eine künftig größere Bedeutung dürften das autonome Fahren und das Metaverse einnehmen.

Den Trend zur Automatisierung bzw. Industrie 4.0 erachten wir als ein eigenständiges Anlagethema, für das spezialisierte Investmentfonds bereitstehen. Auch hier fließen KI-Anwendungen ein - diese fördern die Effektivität von Prozessen schließlich in besonderem Maße. Das Anlagethema wird zudem durch die Verlagerung von globalen Lieferketten (De- bzw. Re-globalisierung), den zunehmenden Fachkräftemangel infolge einer al-

ternden Weltbevölkerung (Demographie) und ökologische Vorteile im Falle einer Produktion in der Nähe der Absatzmärkte (Dekarbonisierung) begünstigt.

Darüber hinaus raten wir zu einer Beimischung von Aktien aus dem Segment der IT-Sicherheit. Die stetige digitale Transformation lässt die Wirtschaft immer anfälliger für Datendiebstahl, Spionage und Sabotage werden. Laut dem Branchenverband Bitkom entstand vergangenes Jahr allein in Deutschland ein Schaden durch Angriffe auf die IT in Höhe von 267 Mrd. EUR. Aufgrund des kleineren Anlageuniversums sollte das Thema der digitalen Sicherheit unseres Erachtens in Form von Exchange Traded Funds (ETFs) abgebildet werden.

Deglobalisierung

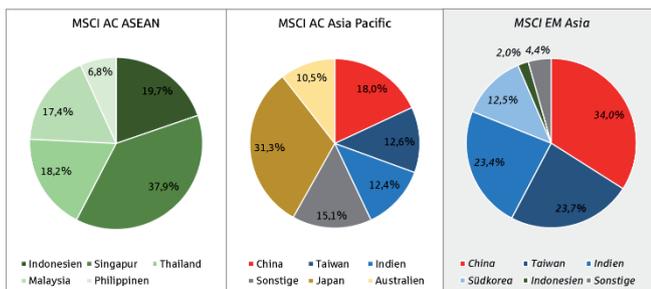
Der Welthandel wird zunehmend durch Handelshemmnisse zum Schutz nationaler Interessen eingeschränkt. Die Außenwirtschaftspolitik, die die neue Trump-Administration in den USA in Aussicht stellt, unterstreicht diese Entwicklung. Während kein Handelspartner ungeschoren davonkommen dürfte, drohen chinesischen Waren überdurchschnittlich hohe Zölle. Lieferengpässe während der Corona-Pandemie hatten zudem eine ausgeprägte Abhängigkeit westlicher Unternehmen von China zutage treten lassen. Vor diesem Hintergrund sollten sich Bestrebungen, die Lieferketten aus dem Reich der Mitte in andere Länder zu verlagern (Reshoring), fortsetzen.

Im Rahmen der Anlage sehen wir daher weniger Raum für die Allokation von chinesischen Aktien vor - nicht zuletzt auch wegen der noch nicht in Gang kommenden Konsumlaune und des sich in der Konsolidierung befindenden Immobilienmarktes. Ein vollständiges Streichen chinesischer Aktien aus dem Anlageuniversum halten wir angesichts deren hoher Bedeutung im Segment der Schwellenländer indes für überzogen.

Demgegenüber sind die relativen Gewinner aus dem Reshoring zu identifizieren, die gleichzeitig die negativen Folgen aus der anstehenden US-Zollpolitik noch vergleichsweise gut abfedern dürften. Diese sehen wir allesamt in Asien und im pazifischen Raum, darunter die ASEAN-Staaten, Taiwan, Südkorea, Japan und Indien. Wir gehen bei der Allokation von asiatischen Aktien daher in zwei Schritten vor:

- Wir empfehlen Investmentfonds, die in Aktien der ASEAN-Länder - zu denen China nicht zählt - anlegen. Der IWF projiziert für die ASEAN-5 (Indonesien, Malaysia, die Philippinen, Singapur und Thailand) ein Wachstum von 4,5 Prozent im kommenden Jahr.
- Zusätzlich orientieren wir uns an der Benchmark MSCI All Countries Asia Pacific. Das höchste Gewicht im Index entfällt auf Japan, das wir u. a. aufgrund des hohen Automatisierungsgrads und der fairen Bewertung als attraktiv erachten. Die Herinnahme des Lands der aufgehenden Sonne ruft den gewünschten Effekt hervor, dass der Anteil von China im Vergleich zum traditionelleren MSCI Emerging Markets Asia Index systematisch reduziert wird. Neben Taiwan, Indien und Südkorea findet zudem Australien Berücksichtigung. Mangels passender ETF-Alternativen raten wir auch hier zu aktiven Fonds.

Weniger China durch ASEAN- und Pazifik-Benchmark



Quelle: MSCI (Stand: Oktober 2024)

Durch die beiden Schritte senken wir den Anteil von China auf ein aus unserer Sicht angemessenes Maß in der Allokation von asiatischen Aktien. Die ASEAN-5 und Japan werden dagegen akzentuiert.

Demographie

Die Alterung der Weltbevölkerung lässt den Bedarf an innovativen medizinischen Behandlungen weiter zunehmen, da die Krankheitskosten mit fortschreitender Lebenszeit sprunghaft ansteigen. Im Kontext der Anlage empfehlen wir Investmentfonds, die sich auf Innovationstreiber im Gesundheitssegment spezialisieren.

Hierzu zählen wir den Sektor der Biotechnologie. Ein hoher Forschungsbedarf bei gleichzeitig aussichtsreichen Absatzmärkten besteht unter anderem in den Bereichen der Seltenen Erkrankungen, der Stoffwechselerkrankungen sowie der Onkologie.

Laut Schätzungen der US-Beratungsgesellschaft IQVIA betragen die durch Patentabläufe bedrohten Jahresumsätze von großen Pharmaunternehmen aus den füh-

renden zehn Industrienationen voraussichtlich ca. 190 Mrd. USD in den Jahren 2024 bis 2028. Margenträchtiger Ersatz kann durch Übernahmen (M&A) kleinerer Biotechnologieunternehmen beschafft werden - diese betreiben über 70 Prozent der klinischen Entwicklung. „Big Pharma“ verfügt dabei über hohe Liquiditätsreserven für die erforderliche M&A-Aktivität.

Im Hinblick auf das kommende Anlagejahr rechnen wir indes mit einer erhöhten Volatilität im Biotechnologiesektor. Die Ankündigung von Donald Trump nach dem Sieg der Präsidentschaftswahl, den bekennenden Impfgegner Robert F. Kennedy zum neuen Gesundheitsminister ernennen zu wollen, hat nicht nur Pharma-, sondern auch Biotechnologieaktien unter Druck gesetzt. Ein vorrangiges Ziel von Kennedy ist die Schaffung von Transparenz bei Nebenwirkungen von Impfstoffen. Die Immunologie ist in den von uns favorisierten Investmentfonds ein nur gering gewichteter Forschungsbereich.

Von der Fed wird die Biotech-Branche in 2025 einen voraussichtlich schwächer als bislang erwarteten Rückenwind erhalten. Die Währungshüter werden sich vermutlich wegen der wieder etwas zunehmenden Inflationsgefahren mit Zinssenkungen zurückhalten, auf die der Sektor in der Regel besonders positiv reagiert.

Langfristig halten wir ein hohes Gesundheitsniveau für einen unumstößlichen Wohlfaktor, bei dem kein Weg an der Innovationskraft des Biopharma-Segments vorbeiführt.

Als geringer exponiert gegenüber möglichen politischen Eingriffen der designierten US-Regierung sowie als etwas weniger zinssensitiv schätzen wir das Segment der Medizintechnik ein. Die Wertentwicklung blieb infolge der Corona-Pandemie und aufgeschobener Behandlungen hinter dem allgemeinen globalen Aktienmarkt zurück.

Auf Medizintechnik-Unternehmen ausgerichtete Fonds spiegeln dabei eine günstige Ausgangslage wider. Der Ausblick ist unter anderem wegen des wiedererlangten Operationsvolumens auf Vor-Corona-Niveau, der Preissetzungsmacht der Anbieter und einer sogar leicht niedrigeren Bewertung als im S&P 500 konstruktiv. Langfristig partizipieren Anleger auch in diesem Teilsegment des Gesundheitssektors von innovativen Produkten mit hohen Margen - etwa im Hinblick auf die robotergestützte Chirurgie, den minimalinvasiven Herzklappenersatz und die zunehmende Bedeutung digitalisierter Anwendungen einschließlich der Vorteile generativer KI.

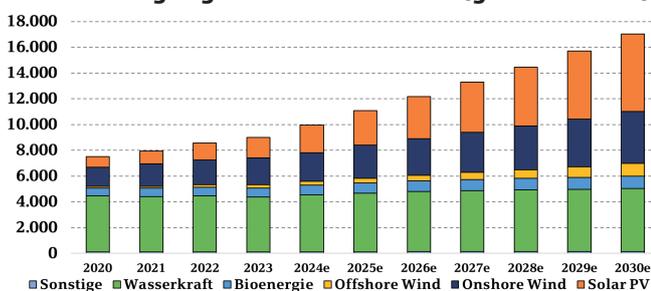
Dekarbonisierung

Das Erfordernis, die globale Erwärmung zu begrenzen, scheint gegenwärtig immer weiter an den Rand der allgemeinen Aufmerksamkeit gerückt zu werden. Die Energiewende wird in Europa seit dem Angriffskrieg Russlands auf die Ukraine eher im Sinne der Energieversorgung priorisiert. Mit Donald Trump zieht ein Leugner des Klimawandels ins Weiße Haus ein. Obwohl die Kraftanstrengung zur Dekarbonisierung erhöht werden müsste, lässt der im US-Wahlkampf verwendete Slogan „Drill, Baby, Drill“ ausgerechnet im Land mit den zweithöchsten CO₂-Emissionen weltweit nach China das Gegenteil erwarten.

Die Weltklimakonferenz in Baku gab zudem einmal mehr Anlass zur Befürchtung, dass die globale Staatengemeinschaft Einigungen nur im Schnecken-tempo erreicht: Im Vordergrund standen mit der Entlastung von Entwicklungsländern bei der Bewältigung der Klimakrise etwa finanzielle Aspekte mit kompromissbehafteten Beschlüssen. Vereinbarungen für weitere Schritte zur Dekarbonisierung wurden dagegen vertagt.

Trotz dieser ernüchternden Ausgangslage am aktuellen Rand der Geschehnisse schätzen wir einzelne Anlagethemen in Zusammenhang mit der Energiewende als vielversprechend ein.

Stromerzeugung durch Erneuerbare (global in TWh)



Quelle: IEA (2024, Renewable Energy Progress Tracker)

Wir bevorzugen Direktinvestments in Erneuerbare Energien in Form von European Long-Term Investment Funds (ELTIFs) bzw. offenen Infrastruktur-Sondervermögen. Der Hintergrund ist, dass die Elektrifizierung im Bereich der Mobilität weiter voranschreitet. Zuwächse in der Stromerzeugung sind vor allem in der Solar- und Windenergie zu erwarten.

Darüber hinaus dürfte der Strombedarf von Seiten der Digitalisierung zunehmen. Gemäß einer Studie von McKinsey & Company (2024) wird die Stromnachfrage durch Datacenter in Europa um voraussichtlich 85 TWh zwischen 2023 und 2030 ansteigen, was einem Zuwachs von ca. 13 Prozent p. a. in diesem Segment

entspricht. Treiber dieser Entwicklung: Künstliche Intelligenz.

Ebenfalls Anteil an der Strategie zur Dekarbonisierung nehmen bestimmte Industrie- und Spezialmetalle wie Kupfer, Aluminium und Lithium, die für einen Umstieg von fossilen Brennstoffen zu Erneuerbaren Energien unerlässlich sind und deren Nachfrage daher strukturell steigen sollte. Diese Rohstoffe bilden wir in der Allokation durch Aktien von Minenbetreibern ab. Da die Erzförderung in besonderem Maße von Nachhaltigkeitsaspekten betroffen ist (u. a. CO₂-Emissionen, Abfälle und Abwasser, Sicherheit am Arbeitsplatz), empfehlen wir, bei der Anlage in Aktien von Minengesellschaften Investmentfonds, die Nachhaltigkeitskriterien berücksichtigen.

Defence

Geldanlagen mit Nachhaltigkeitsmerkmalen knüpfen häufig daran, bestimmte Segmente wie Tabak und Kohlekraft aus dem Investment-Spektrum auszuschließen. Als zu vermeidende „Sin Stocks“ galten bislang auch Aktien von Rüstungsunternehmen. Seit Beginn des Russland-Ukraine-Kriegs drängt sich jedoch die Frage auf, warum Unternehmen, die Leistungen für die Verteidigung wehrhafter Demokratien erbringen, überhaupt bestraft werden müssen. Denn durch die zwangsweise Nicht-Beachtung von Rüstungsaktien bei nachhaltigen Anlegern steigen die Kapitalkosten.

Im Verlauf des Jahres 2024 hat der europäische Gesetzgeber für eine spürbare Entschärfung gesorgt. Demnach sollen nur noch geächtete Waffen im Rahmen von Investments mit Nachhaltigkeitsmerkmalen ausgeschlossen werden. Hierzu zählen Hersteller von Antipersonenminen, Streumunition, chemischen und biologischen Waffen, Brand- und Uranmunition sowie Nuklearwaffen außerhalb des Atomwaffensperrvertrags.

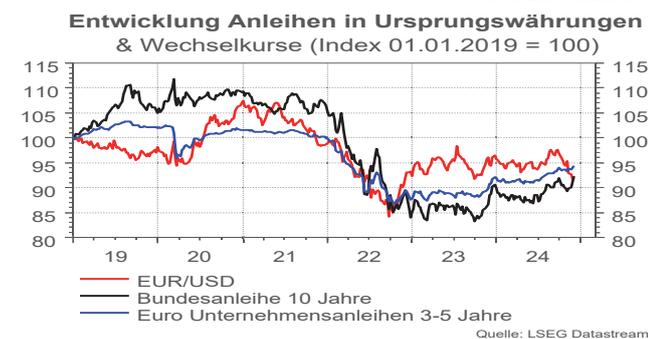
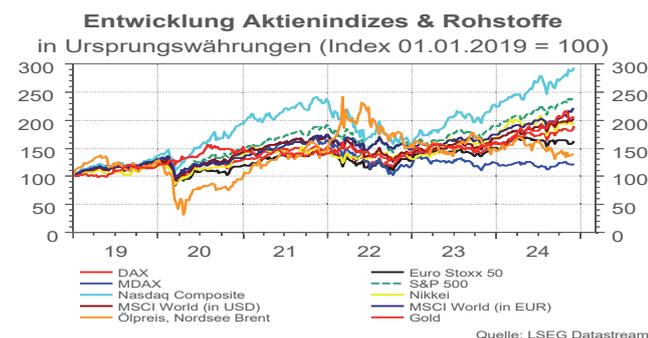
Wir haben die sich an die Zeitenwende angepasste Regulatorik zum Anlass genommen, um die Anlage im Segment der Rüstungsaktien zu empfehlen. Zwecks Diversifikation und mangels aktiver Alternativen empfehlen wir die Umsetzung über ETFs. Wichtig ist uns hierbei, dass tatsächlich nicht in Erzeuger von umstrittenen Waffen investiert wird. Fundamental erwarten wir einen anhaltenden strukturellen Rückenwind aus dem zunehmenden Investitionsdruck in Verteidigung. Hierzu trägt auch das Ziel im NATO-Bündnis bei, dass mindestens zwei Prozent des Bruttoinlandsprodukts auf Verteidigungsausgaben entfallen sollten.

Anlagestrategie: Mut zur robusten Aufstellung

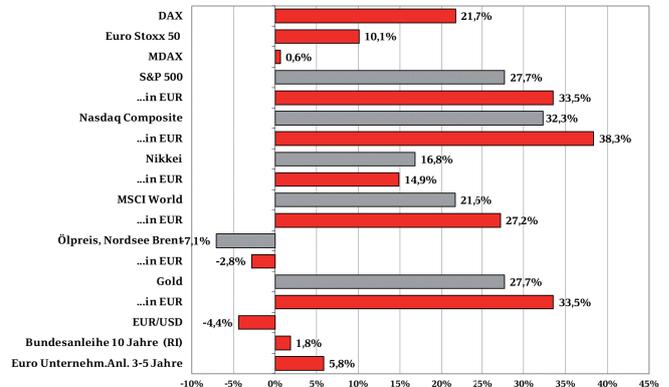
Die Anlage in Finanzinstrumenten kann zu einem teilweisen oder vollständigen Verlust des eingesetzten Kapitals führen.

Nach dem bereits herausragenden Kapitalmarktjahr 2023 scheint sich auch das Jahr 2024 eine Auszeichnung mit Prädikatsabschluss zu verdienen. Den international geprägten Aktienindizes mit deutlich zweistelligen Zuwachsraten konnte der DAX zwar nicht vollumfänglich folgen, aber auch hier liegt der Zuwachs bei mehr als dem Doppelten der durchschnittlichen historischen Rendite. Dies auch für 2025 und in den Folgejahren fortzuschreiben, erscheint deutlich zu ambitioniert und geht auch nicht mit den erwarteten Steigerungen bei den Unternehmensgewinnen einher. Auch bei Anleihen mittlerer Laufzeit sorgte ein weitgehend unverändertes Zinsniveau für stabile Kurse und den entsprechenden laufenden Erträgen aus den Kupons. Die stark nachgefragten Unternehmensanleihen profitierten zusätzlich von Kursgewinnen, was sich in einem geringeren Zinsabstand zu Staatsanleihen zeigt. Somit hat sich die relative Attraktivität von Unternehmensanleihen zu Staatsanleihen verschlechtert. Die goldgeränderte Entwicklung des gleichnamigen Edelmetalls zeigt einmal mehr, wie stark Sicherheit und die Neupositionierung von unterschiedlichen Zentralbanken im Fokus stehen. Inwieweit der US-Dollar mittelfristig seine zentrale Rolle als Leitwährung behauptet, kann nur die Zukunft beantworten. Auf die kurzfristige Perspektive abgestellt, war es jedenfalls gut, im US-Dollar engagiert zu sein und wird es wohl erstmal bleiben.

Überblick Wertentwicklung 5 Jahre



Überblick Wertentwicklung 01.01. - 06.12.2024



Quelle: LSEG Datastream

Auf den ersten Blick mag es schon zu Verwunderung führen, dass diese Wertsteigerungen trotz der allseits bekannten schwierigen Rahmenbedingungen möglich waren. Eine „ertragreiche Fahrt in ungeordneten Zeiten“ war die Annahme unseres Ausblicks für 2024, allerdings weichen unsere durchaus schon optimistischen Prognosen von den dann erreichten deutlich höheren Kursständen ab. Klar ist auch, dass diese Bürde der hohen Kursstände bei den prominenten Aktienindizes als aktuelle Ausgangsbasis zumindest mal anspruchsvoll für den Start in das neue Börsenjahr ist.

Alles ist teuer? Es wäre aber zu einfach, die Märkte unisono als teuer oder sogar zu teuer zu bezeichnen. Um hier nur zwei Beispiele aufzugreifen: 1. Ja, US-Aktien sind auf Indexebene historisch teuer. Dies gilt aber nicht für alle amerikanischen Werte und die als teuer zu bezeichnen sind, weisen auch extrem hohe Wachstumsraten auf, was in Teilen die Bewertung rechtfertigen könnte. 2. Unternehmensanleihen besitzen im Vergleich zu Staatsanleihen nur geringe Aufschläge. Damit sind sie zwar relativ teuer, absolut rentieren sie aber spürbar oberhalb der erwarteten Preissteigerungsrate und schaffen somit reale Zuwächse.

Mut zur robusten Aufstellung

Der Titel dieser Publikation soll im günstigsten Fall in vier Worten die Anlagestrategie zusammenfassen. Nicht nur, aber gerade an dieser Stelle wollen wir erklären, welche Motive und Empfehlungen wir aussprechen wollen.

Wir alle erleben mehr oder weniger täglich, welchen grundsätzlichen Veränderungen und Herausforderungen wir auf der geopolitischen, gesellschaftlichen, aber eben auch auf der wirtschaftlichen Seite ausgesetzt sind. Ob es die fürchterlichen Kriege in der Ukraine und im Nahen Osten sind, der allgemeine Zerfall der alten Ordnung und deren Institutionen mit der „America first“-Politik des neuen US-Präsidenten oder die Ohnmacht in Europa mit dem Scheitern von Regierungen und dem Hang zu nationalistischen Staaten. Auf der anderen Seite müssen die alten Industrien und Technologien herbe Rückschläge hinnehmen und werden scheinbar uneinholbar von den Unternehmen der Digitalisierung und Künstlichen Intelligenz abgehängt. Eine Bewertung der hier nur auszugsweise genannten Trends vorzunehmen, dürfte für sich genommen bereits zu einer Überforderung führen. Sobald wir den Versuch machen, sie jetzt aber in eine konkrete und fixe Strategie zu überführen, wird dies mit großer Wahrscheinlichkeit scheitern. Vielmehr wissen wir, dass wir uns in einer Übergangsphase hin zu einer neuen Ordnung befinden. Der Weg und in Teilen das Ergebnis bleiben offen. Da wir mit dieser Ungewissheit leben müssen, sollten wir dies mutig anerkennen.

Streuung, Streuung, Streuung: Es mag simpel klingen, aber die größte Robustheit erhalten wir durch eine große Streuung mit vielen Anlageklassen und wiederum einer breiten Streuung innerhalb der Anlageklassen. In der konkreten Umsetzung heißt dies allerdings nicht, unüberlegt und wahllos bestimmte Anlagen aufzunehmen, nur um die Vielfalt zu erhöhen. Dies wäre deutlich zu kurz gesprungen. Hier gilt unverändert, dass sich jede einzelne Anlage betriebswirtschaftlich behaupten muss und möglichst in geringer Abhängigkeit zu den bereits berücksichtigten stehen sollte. Als ein Beispiel der Erweiterung sind hier illiquide oder weniger liquide Anlagen in Infrastruktur, Private Equity, oder auch Rohstoffe/Gold zu nennen.

Ausgewogenheit bei Aktien: Die in Teilen marktbeherrschende Stellung der großen US-Technologieunternehmen hat dazu geführt, dass die Anteile im Weltaktienindex sowohl bezogen auf einzelne Gesellschaften als auch auf die USA so markant sind, dass von Ausgewogenheit und breiter Streuung nicht mehr wirklich gesprochen werden kann. Wir glauben, dass es angebracht sein könnte, und dies hat nichts mit den fantastischen Geschäftsmodellen dieser Unternehmen zu tun, hier im Zuge einer aktiven Entscheidung dieses mögliche Übergewicht in Richtung unserer Vermögensstruktur anzupassen. Dies geht allerdings einher mit der mutigen Entscheidung, sich partiell gegen die

unbenommen großen Anlageerfolge dieser Unternehmen zu stellen. Oder noch etwas abgeschwächer ausgedrückt: Auch neben diesen Aktien finden sich interessante Geschäftsmodelle.

Auch wenn der Siegeszug von replizierenden Indizes in Form von Exchange Traded Funds (ETF) sicherlich weitergeht und diese häufig auch gut einsetzbar sind, die möglicherweise erwartete Streuung ist eben nicht mehr oder nur noch stark abgeschwächt gegeben. Hier können aktives Management oder gleichgewichtete Indizes einen Beitrag leisten.

Die 5Ds

Bei einer oberflächlichen Recherche von Trendthemen könnte man zu dem Schluss kommen, die 3, 4, oder auch 5Ds haben ihren Zenit überschritten bzw. sind obsolet geworden. Wir glauben dies nicht, vielleicht sind sie sogar aktueller denn je. Mit den 5Ds wird der Versuch unternommen, die prägenden Themen der Zukunft pragmatisch darzustellen. Sicherlich ist dies weder umfassend noch sollte unterstellt werden, dass die Intensität und Ausgestaltung der einzelnen Ds, insbesondere bezogen auf die Kapitalmärkte, sich im Zeitablauf nicht verändern. Woran könnte nun die Popularität gelitten haben? Hier ist sicherlich die **Dekarbonisierung** nicht ganz unschuldig. Haben wir uns noch vor drei Jahren förmlich überschlagen, alles zu tun, um dem fortschreitenden Klimawandel Einhalt zu gebieten, scheint mit den durchaus kritischen Faktoren der Kosten und der Geschwindigkeit der Umsetzung sowie politisch motivierten Gegenpositionen ein Stillstand eingetreten zu sein. Mittelfristig ist an den wissenschaftlichen Aussagen und der Notwendigkeit einer CO₂-Reduzierung allerdings kein Abstrich zu machen. Unbenommen bleibt auch, dass die fossilen Energieträger endlich sind und wir nur sehr begrenzt über diese verfügen.

Ganz anders die **Digitalisierung**. Der enorme Schub durch die Künstliche Intelligenz - und das nicht nur an den Kurstafeln der Börse - wird mittlerweile auf breiter Front, also nicht nur bei den direkt involvierten Technologieunternehmen, als der nächste Produktivitätssprung schlechthin angesehen.

Die **Deglobalisierung** oder besser Reglobalisierung: Die Globalisierung mit dem Schaffen von Wachstum und Wohlfahrtsgewinnen für alle Beteiligten ist auf dem Rückzug. Vielleicht sollte man aber lieber sagen, sie findet unter neuen Rahmenbedingungen statt und dies ist leider nicht mehr der weitgehend freie Handel. Es wird politischer mit Zöllen, Handelsbeschränkungen

und der Einbeziehung von Risiken und Abhängigkeiten. Verlieren werden alle, die Profiteure von gestern am stärksten, aber es wird auch neue Gewinner geben.

Dass die **Demographie** einen enormen Einfluss auf Wachstum, Produktivität sowie Ausrichtung und Struktur von Staaten hat, ist unbestritten, wird aber vielfach nicht gebührend berücksichtigt, da der Prozess zwar sicher, aber eben nicht ad hoc eintritt. Alleine dieser Faktor ist dafür verantwortlich, dass das Trendwachstum Deutschlands nur noch bei 0,5 Prozent verortet wird. Auf der anderen Seite stehen Länder mit einem Medianalter von unter 30 Jahren.

Ohne die Verteidigung unserer Werte der freiheitlich demokratischen Grundordnung ist weder unser gesellschaftliches noch wirtschaftliches System fortzuführen. Insofern ist spätestens mit der Zeitenwende der Faktor **Defence** essentiell.

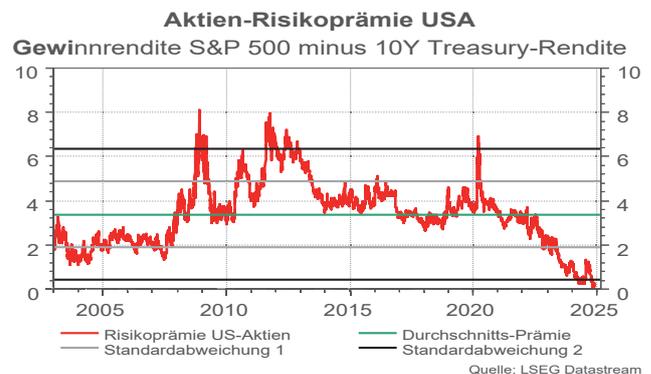
Wir bestätigen somit alle 5Ds, weisen jedoch darauf hin, dass es sich hier um strategische Trends handelt, die insbesondere auf längere Sicht ihre Wirkung entfalten sollten. Es ist somit durchaus davon auszugehen, dass es zu zwischenzeitlichen Abstufungen und Neuausrichtungen kommt, ohne den Trend gänzlich in Frage stellen zu müssen.

Umfeld 2025

Neben den immer wichtiger werdenden geopolitischen und Trendthemen spielen natürlich auch die aktuellen volkswirtschaftlichen Daten eine maßgebliche Rolle: Auf die Welt bezogen bleibt das Wachstum moderat, auf der positiven Seite, wenn auch abgeschwächt, stehen weiterhin die USA. Europa wird es mit den beiden kränkelnden Schwergewichten Deutschland und Frankreich schwer haben, für eine positive Überraschung könnte China sorgen. Sehr wichtig hierbei: Es zeichnet sich keine Rezession ab. Die Inflationsraten scheinen für das Erste recht gut verankert zu sein, in den USA angesichts der erwarteten Trump-Politik eher Richtung 3,0 Prozent und in Europa mit dem schwachen Wachstum gen 2,0 Prozent. Damit sollte die Inflation vorerst beherrschbar bleiben. Die Leitzinsen sollten in Europa etwas stärker als in den USA zurückgeführt werden. Bei den längeren Laufzeiten sehen wir leichte Zinssteigerungen und damit im Ergebnis eine flache, aber nicht mehr inverse Zinsstrukturkurve. Die Unternehmen verdienen weiterhin Geld, Gewinnsteigerungen sind in der Breite angesichts des moderaten Wachstums nur begrenzt zu erwarten. Alles in allem - aus dieser Perspektive - ein fast normales Umfeld, was ja nicht das Schlechteste ist.

Liquidität: Liquidität hat unbenommen den Vorteil der jederzeitigen Verfügbarkeit und ist somit im Bereich der Taktik ideal einsetzbar. Da die Strategie in der Vermögensstruktur angesichts der enormen Herausforderungen aus der Geopolitik an Gewicht zunimmt, verliert Liquidität an Bedeutung. Durch die erwarteten Leitzinssenkungen der EZB wird sich die erzielbare Rendite abschwächen und Anleihen weisen bei einer fortgesetzten Normalisierung der Zinsstrukturkurve eine höhere Rendite auf. Zudem wirkt Liquidität im Portfolio-kontext weniger diversifizierend als Anleihen (erwartete gegenläufige Entwicklung zwischen Anleihen und Aktien). Alles in allem nimmt damit die Bedeutung von Liquidität ab.

Aktien: Das oben skizzierte Umfeld spricht für sich genommen relativ klar für Aktien, wäre da nicht die auch im historischen Vergleich hohe Bewertung der Anlageklasse.

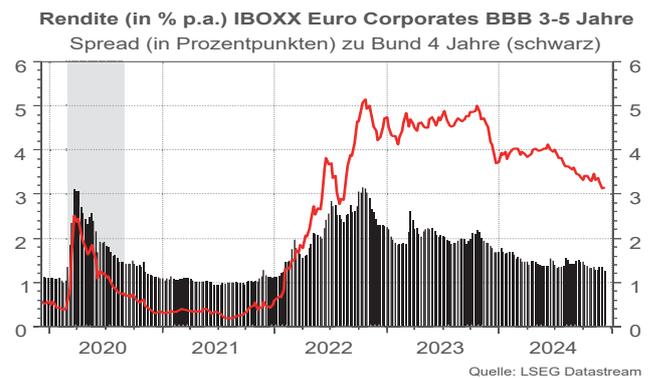


Mit dem Blick auf die Aktienrisikoprämie US-amerikanischer Aktien kann die kurzfristige Perspektive nicht euphorisch ausfallen: Aktien haben im reinen Bewertungsvergleich zu „risikolosen“ US-Staatsanleihen keine entsprechende Prämie, die das Eingehen des Aktien-Risikos rechtfertigt. Nun wissen wir aber: Aktie ist nicht gleich Aktie und ein Teil dieser Herangehensweise relativiert sich durch den starken Bewertungsaufschlag der Technologieunternehmen. Da diese Aufschläge wiederum durch das ausgeprägte Gewinn-Momentum zu rechtfertigen sind, ergibt sich im Ergebnis eine eher neutrale Position mit knappen Vorteilen für die Anleihen. Damit gilt die Empfehlung für die Vermögensstruktur: Aktien gleich bzw. leicht unterzugewichten. Für eher unwahrscheinlich erachten wir eine weitere Bewertungsausweitung zu Gunsten der Aktien. Somit müssen Kursteigerungen durch die Expansion der Unternehmensgewinne kommen. Da die US-Unternehmen hier besser aufgestellt sind als die europäischen Vertreter und die Wachstums-Aktien der Technologie-

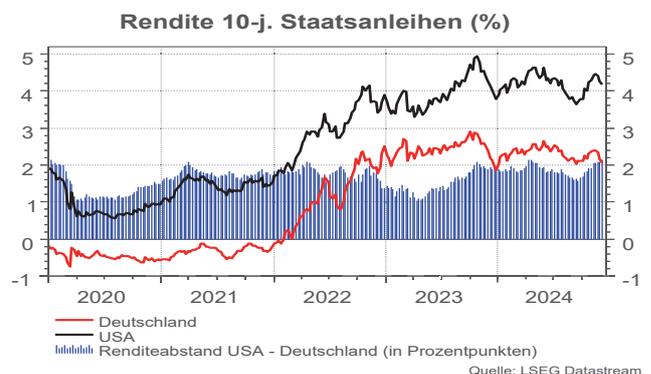
branche besser als die Substanz- oder Dividendenwerte, spricht weiterhin einiges für eine anhaltende Dominanz der USA. Im Ergebnis heißt dies: Wir bleiben bei unserer Strategie der Internationalisierung mit einem Schwerpunkt in den USA. Da wir zumindest für 2025 keine nachhaltigen Impulse für europäische Aktien erwarten, erscheint eine Höhergewichtung Europas in Richtung einer hälftigen Berücksichtigung nicht angebracht. Die in der Tat günstigere Bewertung der Europäer nutzen wir für laufende Erträge/Dividenden. Bei der Abgrenzung zwischen Wachstum und Substanz sind wir bislang mit einer Gleichverteilung recht gut gefahren, wenngleich sich dieses Kriterium etwas überlebt haben könnte. Wichtig erscheint der Hinweis, das Gewicht im derzeit alles dominierenden Technologiesektor nicht zu groß werden zu lassen, auch wenn derzeit das Momentum hier ganz klar den Favoriten setzt. Möglicherweise findet aber in 2025 ein Favoritenwechsel auf einer anderen Ebene statt. Mit dem Ausspruch, dass es dem Markt an Breite fehlt, geht einher, dass es dem Markt auch an Vielfalt bezüglich der Unternehmensgröße fehlt. Bislang galt: Groß ist schön und das hat über die Zeit schon zu einer deutlichen Bewertungsdiskrepanz zwischen großen und kleineren Werten geführt. Wir empfehlen daher als Beimischung internationale Nebenwerte mit einem Schwerpunkt in den USA, da wir dort auch auf eine robuste Binnenwirtschaft treffen. Skeptisch bleiben wir noch für konjunktursensible deutsche oder auch europäische Titel. Auch wenn sich die Finanzierungsseite in Europa positiv darstellt, fehlt es einfach an dynamischer Nachfrage. Ob sich dies in 2026 zum Positiven ändern kann, bleibt vorerst offen. Eine weitere starke Ergänzung sehen wir unverändert in den Themen der 5Ds. An dieser Stelle soll auch auf unser vorgeschlagenes Engagement in Asien hingewiesen werden. Neben der Bestätigung des ASEAN-Investments erscheint uns darüber hinaus der gesamte asiatische Raum mit Japan zunehmend attraktiv. Die „Welt von Morgen“ wird, wie auch immer ausgestaltet, aus dieser Region ein neues Macht- und Kraftzentrum gestalten.

Anleihen: Gut, dass es sie wieder in attraktiver Ausgestaltung gibt. Anleihen sind immer dann interessant, wenn sie nach der erwarteten Inflationsrate noch einen Ertrag generieren, der dann in der Höhe je nach Bonität des Schuldners variiert. Und genau dies dürfte derzeit weitgehend gegeben sein. Da, wie unter den Aktien beschrieben, die relative Attraktivität recht hoch ist, sollte die in der Regel große Anlageklasse Anleihen auch entsprechend Berücksichtigung finden. Sprechen

wir hier von Anleihen, meinen wir zuallererst Euro-Anleihen von Schuldern mit hoher und sehr hoher Bonität. Um einen Mehrertrag zu erwirtschaften, werden regelmäßig Unternehmensanleihen zusätzlich aufgenommen. Der sich ergebende Zinsabstand, auch als Spread bezeichnet, schwankt im Zeitablauf. In Krisenzeiten ist er entsprechend groß und die Risikoprämie ist angesichts der dann existierenden Rahmendaten absolut hoch.



Derzeit ist dieser Zinsabstand schon fast historisch gering. Mit anderen Worten wird das Eingehen dieser Kreditrisiken nur wenig belohnt, die Prämie ist gering. Andererseits ist die Prämie so gering, weil die Kreditwürdigkeit der entsprechenden Unternehmen wiederum als gut eingeschätzt wird. Für uns heißt dies, dass wir Unternehmensanleihen eher untergewichten und den Anteil von Staatsanleihen oder äquivalenten Schuldnern verstärken würden. Als Ergänzung erachten wir weiterhin Nachranganleihen guter Emittenten für lukrativ. Auffällig hoch ist aber ein anderer Spread und zwar der zwischen deutschen und US-Staatsanleihen. Die Gründe hierfür sind bezogen auf die USA schnell aufgezählt: Höhere Inflationserwartungen, höhere Verschuldung, höheres Wachstum und ein höheres Leitzinsniveau. Wir halten diesen Aufschlag von rund 2 Prozentpunkten für sehr attraktiv und würden bonitätsstarke US-Dollar-Anleihen zusätzlich berücksichtigen.



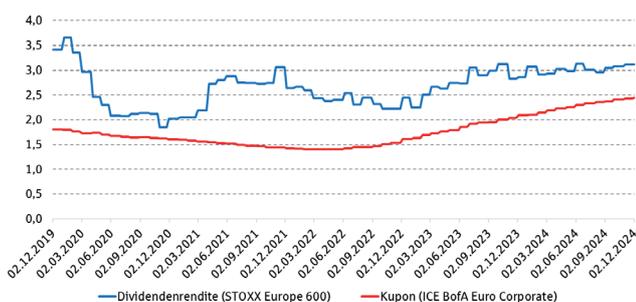
Ausdrücklich muss an dieser Stelle darauf verwiesen werden, dass es sich hier um US-Dollar also um Währungsengagements handelt. Als reiner Euro-Anleger kauft man somit auch die Schwankungen zwischen Euro und US-Dollar, die, so hat es die Vergangenheit gezeigt, erheblich ausfallen können. Noch ausgeprägter ist die Renditedifferenz bei den Schuldverschreibungen der Emerging Markets-Länder. Wir empfehlen hier Anleihen mit vergleichsweise guter Bonität ebenfalls auf US-Dollar lautend.

Was die Laufzeiten angeht, bewegen wir uns für das gesamte Segment Anleihen im mittleren Bereich bei gut 4 Jahren. Angesichts der von uns noch erwarteten leichten Zinssteigerungen bei langen Laufzeiten und der stabilisierenden Funktion von Qualitätsanleihen in Krisenzeiten sollte die empfohlene durchschnittliche Laufzeit von 4 Jahren gut passen.

Für das Jahr 2025 erwarten wir, dass laufende Erträge aufgrund ihrer besseren Planbarkeit einen höheren Stellenwert in der Gesamtperformance einnehmen. Bei Aktien empfehlen wir einen Ausbau über globale und europäische Dividendenfonds. Der STOXX Europe 600 Index verzeichnet per Dezember 2024 beispielsweise eine Dividendenrendite leicht oberhalb von 3 Prozent.

Auch wenn die Renditen bei Anleihen im Verlauf der zweiten Jahreshälfte 2024 gesunken sind, übernehmen vor allem die im Schnitt besseren Bonitäten eine wichtige Diversifikationsfunktion. Sollte es zu einem Kursabbruch vor allem bei höher bewerteten Aktien kommen, dürften gute Kreditqualitäten zur Stabilisierung beitragen. Dem laufenden Ertrag messen wir auch hier eine wieder höhere Bedeutung bei. Anders als die schnell auf Ereignisse am Kapitalmarkt reagierende Anleihen-Rendite passt sich der Kupon - also der laufende Ertrag - nur sukzessiv über neue Emissionen an. Dies zeigt etwa der Verlauf im Unternehmensanleihe-Index, der Investment Grade-Anleihen abbildet: Lag der Kupon im ersten Quartal 2022 noch bei ca. 1,4 Prozent, kletterte dieser zuletzt auf fast 2,5 Prozent.

Laufende Erträge von Aktien und Anleihen (in %)



Quelle: LSEG Datastream, eigene Berechnungen

In diesem Zusammenhang steht auch unser Motto „Mut zur robusten Aufstellung“:

- US-Aktien haben einen festen Platz, dem Reiz einer Überbetonung sollte aber nicht gefolgt werden,
- Dividendenwerte sind weniger wachstumsstark, der laufende Ausschüttungsertrag ist aber vergleichsweise stabil und wird 2025 wichtiger,
- Kupons sind wieder vorzeigbar, Anleihen liefern Erträge und stabilisieren,
- Laufende Erträge sichern den realen Kapitalerhalt.

Währungen

Anders als in den Vorjahren wollen wir uns hier zusätzlich mit dem Thema Fremdwährungen befassen. Grundsätzlich gilt, dass in der Regel Einnahmen und Ausgaben in der Heimatwährung erfolgen. Beim Einsatz von Fremdwährungen kommt es zum Risiko, da der zukünftige Währungskurs nicht bestimmbar ist. Grundsätzlich gilt, dass wir Risiken vermeiden wollen. Zudem wissen wir, dass langfristige Prognosen von Wechselkursen mit erheblichen Unsicherheiten verbunden sind. Allerdings zeigen Untersuchungen, dass die Beimischung von Fremdwährungen einen positiven Einfluss auf die Parameter Risiko und Ertrag von Vermögensstrukturen haben können. Da wir uns geopolitisch in einer durch Ungewissheit auszeichnenden Übergangsphase befinden, suchen wir zusätzliche Anlageklassen, um die Robustheit des Vermögens insgesamt zu erhöhen. Und Fremdwährungen können genau hier punkten, da sie in Form von Anleihen in fremder Währung einfach einzusetzen sind. Die klassische Fremdwährung - weil Weltleitwährung - ist der US-Dollar. Dass sich dies kurzfristig komplett ändert, ist unwahrscheinlich. Sehr wohl gibt es schon heute Anzeichen, dass die einmalige Dominanz des US-Dollar einer neuen Ordnung weichen könnte. Vor diesem Hintergrund erscheint es uns zielführend, weitere Fremdwährungen außerhalb des US-Dollar in der Vermögensstruktur zu etablieren. Zumal in aller Regel bei der von uns empfohlenen internationalen Aufstellung insbesondere bei Aktien erhebliche Anteile auf US-Dollar basieren.

Rohstoffe/Gold

Wir subsumieren Gold und Rohstoffe in einer Anlageklasse. Dies könnte sehr wohl kritisch hinterfragt werden, da die einzelnen Rohstoffe sich bereits sehr unterschiedlich verhalten und Gold - wie auch in 2024 geschehen - häufig einen ganz eigenen Trend beschreibt. Gold lässt sich im Vergleich zu den typischen Rohstoffen sehr gut und auch einfach abbilden, physisch oder als ETC (Exchange Traded Commodity). Rohstoffe sind

in der Regel nur über den Terminmarkt oder indirekt als Aktieninvestment von Unternehmen, die ihren Geschäftszweck in dem jeweiligen Rohstoff haben, zu erwerben. Gold hat die Kurs-Erwartungen in 2024 mehr als übertroffen, unsere Kursziele lagen deutlich unterhalb der jetzigen Stände. Auch wenn die Argumente für Gold weiterhin klar für sich sprechen, bleibt es schwierig, ein belastbares Potenzial für das Edelmetall zu berechnen. Die beiden größten Treiber des Goldpreises liegen in den massiven Käufen von Zentralbanken, um sich unabhängiger vom US-Dollar zu machen, und sind darin begründet, ein Stück alte Sicherheit in dieser von Veränderungen gekennzeichneten Welt zu haben. Möglicherweise sind es auch Verunsicherungen, ob unsere „Papierwährungen“ in einer neuen Weltordnung ihren Status behaupten können. Alles in allem war es gut und wird es wohl auch gut bleiben, Gold zu berücksichtigen. Bei den „richtigen“ Rohstoffen bleiben wir auf mittlere Sicht optimistisch für Metalle, die insbesondere für die Transformation zur Reduzierung von CO₂ gebraucht werden. Da dies aber natürlich nicht ihre einzige Verwendung ist, braucht es für einen Kursimpuls dieser Aktien von Minenbetreibern einen breiten gesamtwirtschaftlichen Wachstumsschub. Dies könnte durch ein entsprechend kräftiges Stimulusprogramm in China gegeben sein, ob sich dies kurzfristig materialisiert, ist schwer zu sagen.

Ergänzungsanlagen

Bei Ergänzungsanlagen, vielfach auch unter der Kategorie Strukturierte Produkte zusammengefasst, ergeben sich wohl die meisten Möglichkeiten, ein bestimmtes Zahlungsprofil zu kreieren. Für uns gilt dabei die Maxime: Es muss verständlich und transparent sein und für den Anleger einen klaren Nutzen bringen. Dabei haben wir uns im Kern auf die Varianten Fixkupon und Aktienindexanleihe festgelegt. Beide sind der Anlageklasse Aktien zuzurechnen und verfügen über eine attraktive Ertragskomponente, die oberhalb von durchschnittlichen Anleihen liegt. Es gilt, die Emittentenqualität des Strukturierten Produktes im Auge zu behalten und eine Chancenabwägung vorzunehmen. Während in der Regel Fixkupon mit einer sehr tiefen Barriere über eine konservative Ausstattung verfügen, eignen sich Aktienanleihen auf Indizes für den automatischen „verbilligten“ Kauf bei einer abwärts gerichteten Börsenentwicklung. Somit sollte bereits bei Kauf des Produktes eine mögliche Rückzahlung in Aktien bzw. Indizes in Form von ETFs einkalkuliert werden. Gerade für Kunden, die höhere Ausschüttungen anstreben, stellen Ergänzungsanlagen eine attraktive Beimischung dar.

Beteiligungen/Spezialinvestments

Beteiligungen fungieren hier als Platzhalter/Sammelbecken für spezielle Investitionen im semiliquiden Bereich. Zu unseren Favoriten zählen Anlagen in den Segmenten:

- Erneuerbare Energien
- Infrastruktur
- Private Equity

In der Anlagestrategie auf die Details dieser Investments einzugehen, würde den Rahmen eindeutig sprengen. Dennoch lassen sich an dieser Stelle Gemeinsamkeiten und Argumente zur Etablierung dieser Kapitalbeteiligungen aufzeigen. In der Regel ist die Liquidität eingeschränkt, ein längerer oder langer Anlagehorizont sollte hier insbesondere auch aufgrund der begrenzten Verfügbarkeit gegeben sein. Die nicht tägliche Börsenbewertung darf nicht darüber hinwegtäuschen, dass der Wert Schwankungen unterliegt. Von einzelnen Projekten raten wir eher ab, da das Risiko durch eine mangelnde Streuung zu groß ist. Das Hinzufügen dieser Investments hat in der Regel einen positiven Einfluss auf die Rendite-Risiko-Struktur des gesamten Vermögens. Dies unterstützt unser Credo, Robustheit durch möglichst viele Anlageklassen zu erzielen. Die größten Effekte sind wohl bei einer Kombination der genannten Anlagen zu erwarten. Während Erneuerbare Energien und Infrastruktur für Ausschüttung und damit kontinuierliche Erträge stehen, zeichnet sich Private Equity in der Regel durch Wertsteigerungen zum Ende des Investments aus. Für alle Beteiligungen gilt - wenn auch stark abgestuft - dass sie eine unternehmerische Komponente haben, so dass weder Rückzahlung, laufende Erträge noch die Rückzahlung des Kapitals als sichere Daten angenommen werden können.

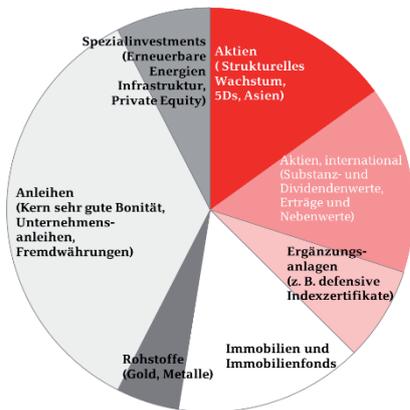
Immobilien

Auch wenn die Anpassungen auf den Immobilienmärkten bereits weit fortgeschritten sind, ist es wohl noch zu früh, von einer beginnenden breiten Erholung zu sprechen. Auch hier würde etwas mehr Konjunkturoptimismus, der sich leider kaum abzeichnet, guttun. Dies gilt umso mehr für die Themen Planungssicherheit und Vereinfachungen in der Regulatorik. Keine spürbaren Impulse erwarten wir dagegen von den Zinsen, da die maßgeblichen langfristigen Kapitalmarktzinssätze entsprechend unserer Annahmen bereits auf einem sehr niedrigen Niveau tendieren. Positiv ist allemal, dass die Phase rückläufiger Preise vorbei sein sollte. Angesichts der wichtigen Eigenschaften dieser Anlageklasse, wie stabile Einkommensströme und

langfristig zumeist ein niedriger Gleichlauf mit den anderen Bestandteilen der Vermögensstruktur, verteidigen Immobilien ihren Platz. Für eine Aufstockung könnte ein sicherlich nicht ganz unwichtiges Jahr 2025 sorgen, wenn die erhoffte und in Teilen auch erwartete Erholung nachhaltig Tritt fasst.

Allokation/Vermögensstrukturierung: In unserem Portfolio mit einer mittleren Risikobereitschaft spiegeln sich die Kernpunkte der Anlagestrategie 2025, **Mut zur robusten Aufstellung**. Neben den Haupt-Anlageklassen Aktien und Anleihen etablieren wir Unternehmerische Beteiligungen, Immobilien, Rohstoffe/Gold, Ergänzungsanlagen in Form von Strukturierten Produkten und lassen die Fremdwährungskomponente nicht außer Acht.

In der Vermögensstruktur wird beispielhaft für einen Kunden mit mittlerer Risikobereitschaft die Aufteilung der Anlagemittel vorgenommen.



Hierbei handelt es sich nicht um individuelle Empfehlungen, sondern um eine Übersicht einer beispielhaften Asset Allokation. Die individuelle Eignung muss im Beratungsgespräch überprüft werden.

Seit der Rückkehr des Zinses wurden die Anleihen wieder in Richtung ihres „natürlichen“ Gewichtes aufgebaut. In Kenntnis der herausragenden Entwicklung der US-Aktien, insbesondere der Technologiebranche, in den Jahren 2023 und 2024 lässt sich im Nachhinein natürlich trefflich über diesen Schritt streiten. Wir sperren uns dieser Thematik nicht, glauben allerdings sowohl für die Vergangenheit als auch für die Zukunft, dass wir gerade für diese Risikoeinstellung unserer Kunden die Stabilität des gesamten Vermögens mindestens genauso stark berücksichtigen müssen wie die Renditekomponente. In der Umsetzung unserer Strategie 2025

verstärken wir unser Bestreben einer robusten Aufstellung noch weiter. Im direkten Abgleich mit dem Vorjahr erhöhen wir den Anteil der Unternehmerischen Beteiligungen und der Fremdwährungen. Letzteres erfolgt zu Lasten der Euro-Unternehmensanleihen innerhalb des Segmentes der Anleihen. Die weiteren Bausteine bestehend aus Ergänzungsanlagen, Immobilien und Rohstoffen/Gold bleiben zum Start unverändert. Im Hinblick auf den Aspekt der Bewertung ergibt sich im Vergleich Aktien zu Anleihen ein Vorteil zu Gunsten der Anleihen. Die historisch geringe Prämie für Aktien rechtfertigt einerseits keine Übergewichtung, andererseits lassen sich die strategischen Themen gezielter mit Aktien abdecken und nicht auszuschließende höhere Inflationsraten auf mittlere Sicht begünstigen auch Aktien. Alles in allem liegt die juristische Aktienquote (mit Beteiligungen, Rohstoffen/Gold, Ergänzungsanlagen) oberhalb des Gewichtes für Anleihen.

Fazit Vermögensstruktur:

Robuste Aufstellung verstärken

- Unternehmerische Beteiligungen erhöhen
- Fremdwährungen ausbauen

Internationalisierung beibehalten/ausbauen

Aktien

- Trendthemen ja, Monokultur Technologie nein
- 5Ds bleiben strategisch erste Wahl
- Stilneutralität
- Nebenwerte als neues Thema
- Asien als Region

Laufende Erträge stärken

- Begünstigt die Robustheit

Branchenüberblick

Branchen	Sektortrends / Rahmenbedingungen 2025
Automobil / -zulieferer	<ul style="list-style-type: none"> • Neue, massive Zollschranken in den USA bedrohen die Branche an vielen Stellen. • Branche leidet nach dem Abbau der durch Lieferkettenstörungen verursachten Engpässe unter massiven Überkapazitäten. Dies gilt auch für den Bereich E-Autos.
Banken / Finanzdienstleister	<ul style="list-style-type: none"> • Branche hat 2024 die Erwartungen häufig übertroffen, positiver Gewinntrend dürfte sich mit steigender Risikovorsorge etwas abschwächen. • Starke Eigenkapitalausstattung und schwaches Wachstum sorgen für hohe Ausschüttungen.
Bau / -zulieferer	<ul style="list-style-type: none"> • Managed Lanes-Betreiber in Nordamerika nutzen ihre Preissetzungsmacht. • Spezialisierte Baustoffkonzerne profitieren von ihrer Positionierung in attraktiven Nischen.
Chemie	<ul style="list-style-type: none"> • Rezessive Stimmung im Angesicht des schwelenden Auftragsmangels. • Hauptabnehmerbranchen wie Autos und Bau schwächeln. • Kapazitäten nicht immer rentabel ausgelastet.
Gesundheit & Pharma	<ul style="list-style-type: none"> • Demographischer Wandel unterstützt längeren Wachstumsausblick. • Hohe Innovationskraft im Bereich Biotechnologie. • Politische Unsicherheit im größten Markt USA.
Grund- und Rohstoffe	<ul style="list-style-type: none"> • Europäische Stahlhersteller in schwierigem Transformationsprozess. • Forstkonzerne profitieren von Restrukturierungen und neuen Niedrigpreisstandorten. • Niedrige Bewertung nach anhaltender Konjunkturschwäche.
Immobilien	<ul style="list-style-type: none"> • Wohnimmobilienmarkt hat bereits ins Positive gedreht. • Verzögerungsmechanismus des Mietspiegels sorgt dafür, dass Mieten 2025 stärker steigen. • Branche extrem zinssensitiv.
Industrie	<ul style="list-style-type: none"> • Ungebrochener Trend zur Digitalisierung/Automatisierung. • Erholung der Frühindikatoren lässt weltweit auf sich warten. • Fiskalische Impulse von hoher Bedeutung.
Konsum	<ul style="list-style-type: none"> • Luxusgüterkonzerne setzen ihre Neubewertung nach dem Ende des Luxusgüterbooms in China fort. • Basisgüterkonzerne mit unterschiedlichem Grad des Fortschritts ihrer Restrukturierung.
Medien	<ul style="list-style-type: none"> • Hoher Anteil an US-Geschäft macht Konzerne attraktiv, keine Zollschranken. • Viele Geschäftsmodelle nutzen KI.
Nahrungsmittel & Getränke	<ul style="list-style-type: none"> • Spirituosenkonzerne im Fokus der Zollstreitigkeiten. • Nahrungsmittelkonzerne mit unterschiedlichem Grad an Repositionierung nach Boomphase. • Brauereikonzerne profitieren von hohen Geschäftsanteilen in Emerging Markets.
Öl & Gas	<ul style="list-style-type: none"> • 2025 drohen erneut Angebotsüberhänge, die für niedrige Ölpreise sorgen. • Niedrige Bewertung kompensiert Risiken.
Technologie	<ul style="list-style-type: none"> • „Künstliche Intelligenz“ bleibt in aller Munde. • Aufbau von Rechenzentren als Triebfeder für die Halbleiterumsätze. • Hohe Bewertung muss mit prosperierenden Profiten unterfüttert werden.
Telekommunikation	<ul style="list-style-type: none"> • Branche wurde wiederentdeckt, zumindest gilt das für die USA und dort schwerpunktmäßig tätige Konzerne. • Hochverschuldete Branche profitiert von sinkenden Zinsen.
Versicherungen	<ul style="list-style-type: none"> • Preiserhöhungen, höhere Zinsen und moderate Schäden haben zu einer Höherbewertung der Branche geführt. • Perspektivisch sollte der positive Rückversicherungszyklus auslaufen, da Ratenniveau hoch.
Versorger	<ul style="list-style-type: none"> • Zinnsensitive Branche. • Regulierte Netzanbieter im Vorteil: Hohes Wachstum bei garantierten Renditen. • Anhaltende Katerstimmung bei Wind- und Solarstromproduzenten nach Boom.

Wichtige Hinweise:

Diese Darstellungen inklusive Einschätzungen wurden von der Hamburger Sparkasse AG nur zum Zwecke der Information des jeweiligen Empfängers erstellt. Die Informationen stellen weder ein Angebot, eine Einladung zur Zeichnung oder zum Erwerb von Finanzinstrumenten noch eine Empfehlung zum Erwerb dar. Die Informationen oder Dokumente sind nicht als Grundlage für irgendeine vertragliche oder anderweitige Verpflichtung gedacht. Sie ersetzen keine (Rechts- und / oder Steuer-) Beratung. Auch die Übersendung dieser Darstellungen stellt keine derartige beschriebene Beratung dar. Alle Angaben wurden sorgfältig recherchiert und zusammengestellt. Die hier abgegebenen Einschätzungen wurden nach bestem Wissen und Gewissen getroffen und stammen aus oder beruhen (teilweise) auf von uns als vertrauenswürdig erachteten, aber von uns nicht überprüfbar, allgemein zugänglichen Quellen. Die enthaltenen Meinungsäußerungen geben die aktuellen Einschätzungen der Hamburger Sparkasse AG zum Zeitpunkt der Erstellung wieder, die sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern können. **Jeder Empfänger sollte eine eigene unabhängige Beurteilung, eine eigene Einschätzung und Entscheidung vornehmen. Insbesondere wird jeder Empfänger aufgefordert, eine unabhängige Prüfung vorzunehmen und/oder sich unabhängig fachlich beraten zu lassen und seine eigenen Schlussfolgerungen im Hinblick auf wirtschaftliche Vorteile und Risiken unter Berücksichtigung der rechtlichen, regulatorischen, finanziellen, steuerlichen und bilanziellen Aspekte zu ziehen.** Sollten Kurse/Preise genannt sein, sind diese freibleibend und dienen nicht als Indikation handelbarer Kurse/Preise.

Bitte beachten Sie: Die frühere Wertentwicklung sowie die prognostizierten Entwicklungen sind keine verlässlichen Indikatoren für die künftige Wertentwicklung. Die Anlage in Finanzinstrumenten kann zu einem teilweisen oder vollständigen Verlust des eingesetzten Kapitals führen. Diese Informationen inklusive Einschätzungen dürfen weder in Auszügen noch als Ganzes ohne schriftliche Genehmigung durch die Hamburger Sparkasse AG vervielfältigt oder an andere Personen weitergegeben werden.

Herausgeber

Hamburger Sparkasse AG
Dammtorstr. 1, 20354 Hamburg
Telefon: (040) 35 78 - 0
Telefax: (040) 35 78 - 934 18
Internet: www.haspa.de

Ersteller

Hamburger Sparkasse AG
Treasury / Marktanalytik
Dammtorstr. 1
20354 Hamburg

Datum der Erstellung

06. Dezember 2024

Grafiken: Hamburger Sparkasse AG / EIKON LSEG Datastream

Dieses Dokument wurde von Treasury / Marktanalytik der Hamburger Sparkasse erstellt. Es ist nur für Informationszwecke gedacht und erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit. Alle in diesem Dokument zum Ausdruck gebrachten Einschätzungen und Meinungen beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig erachten. Die in dieser Unterlage enthaltenen Informationen stellen keine Anlageberatung dar, sondern dienen nur der Unterstützung einer selbständigen Anlageentscheidung. Alle in diesem Dokument zum Ausdruck gebrachten Meinungen können ohne Benachrichtigung geändert werden. Dieses Dokument darf nicht als Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der hierin genannten Wertpapiere verstanden werden. Vervielfältigung nur mit Quellenangabe gestattet.