



# Kapitalmarkt-Ausblick 2025

## Spurwechsel

Dr. Alexander Krüger

Dr. Bastian Hepperle

2. Dezember 2024

HAUCK  
AUFHÄUSER  
LAMPE



# Auf einen Blick

Dr. Alexander Krüger  
+49 211 4952-187  
alexander.krueger@hal-privatbank.com

USA und Asien gehen beim  
Wirtschaftswachstum voran

US-Zollerhöhungen steigern  
den Inflationsdruck – auch in  
den USA

Inflationsanstieg bremst  
Notenbanken

Staatsanleihen seitwärts,  
USD fest, Aktien aufwärts

## Spurwechsel – global wird es ruppiger

Mit dem für Anfang 2025 anstehenden US-Regierungswechsel bleibt die aktuelle Fahrtrichtung America First in den USA bestehen. Auf dieser dürfte es aber zu einem politischen Spurwechsel kommen. Hierzu wird wohl vor allem die vom gewählten US-Präsidenten bevorzugte Fahrstilvariante mit Zollerhöhungen beitragen. Aufgrund dessen rechnen wir damit, dass neue Unfälle auftreten werden, etwa bei den internationalen Handelsbeziehungen. Da andere Länder auf höhere Zölle antworten dürften, zeichnet sich für die Weltwirtschaft noch mehr Protektionismus ab. Die Vorteile der internationalen Arbeitsteilung, die insbesondere auch für Kostenersparnisse sorgen, nehmen damit immer weiter ab. Gewinner gibt es bei diesem Rennen nicht.

In diesem Umfeld trauen wir der Weltwirtschaft für 2025 ein Wachstum von 3,1 % zu. Vorn marschieren die USA und Asien inklusive Indien. China wird sein BIP-Wachstum aufgrund staatlicher Stützmaßnahmen nahezu halten. Aufwärts geht es auch im Euroraum, wegen mangelnder Europe-First-Orientierung allerdings nur verhalten. Für Deutschland bleiben wir negativ gestimmt. Eine neue Bundesregierung ist hier besonders gefragt, für eine verlässliche Wirtschaftspolitik zu sorgen. Entsprechende Maßnahmen werden jedoch frühestens ab Herbst 2025 wirken. Für Lateinamerika erwarten wir magere Wachstumstendenzen. Alles in allem wird der weltwirtschaftliche Wachstumspfad spürbar flacher als vor der Corona-Pandemie bleiben.

Mit Blick auf aktuell nicht vollständig erreichte 2,0%-Preisziele, auch in den USA und im Euroraum, liefert die sich für 2025 abzeichnende neue America-First-Variante einen negativen Inflationsimpuls. Besteht seitens der Löhne und struktureller Preistreiber unterschwellig ohnehin ein latenter Druck, sind wir aufgrund drohender US-Zollerhöhungen für Mitte 2025 auf steigende Inflationsraten eingestellt. In den USA dürften dann flott Raten von 3,0 % erreicht werden, im Euroraum von knapp über 2,5 %. Diese werden über 2025 hinaus wohl zunächst bestehen bleiben.

## Leitzinssenkungen laufen Mitte 2025 aus

In einem vorerst zur Preisstabilität neigenden Umfeld wird der geldpolitische Restriktionsgrad wohl weiter fallen. Für Fed und EZB erwarten wir Leitzinssenkungen um 100 bzw. 125 Basispunkte, die bis ins zweite Quartal 2025 reichen. Die obere US-Zinszielspanne läge dann bei 3,75 %, sie wirkte dort noch konjunkturrestriktiv. Der EZB-Einlagesatz stünde bei 2,00 % und damit im neutralen Bereich. Trotz des ansteigenden Inflationsdrucks und wegen der verhaltenen EWU-Konjunktur wird die EZB danach zinsseitig wohl abwarten. Mehr US-Inflation bei florierender US-Wirtschaft spricht für eine Zinserhöhung der Fed auf 4,00 % im vierten Quartal 2025.

Wegen abebbender Impulse der Geldpolitik und der Belastung durch US-Staatsschulden rechnen wir für erstklassige 10-jährige Staatsanleihen mit einem durchwachsenen Jahr 2025. Für sie sieht es im ersten Halbjahr besser aus als im zweiten. Die Treasury-Rendite erwarten wir auf Jahressicht bei 4,50 %. EUR-USD sehen wir wegen der wohl strengeren America-First-Politik und abseits größerer Sorgen um die US-Schuldentragfähigkeit um 1,03. Für Aktienmärkte sind wir positiv gestimmt, unser DAX-Ziel für Ende 2025 beträgt 21.500 Punkte. Wir bevorzugen US-Aktien gegenüber ihren europäischen Pendanten und sehen für Aktien ein höheres Potenzial als für Anleihen. Von der weltweit steigenden (Staats-)Verschuldung gehen beachtliche Finanzmarktrisiken aus. Hinzu kommt, dass der aktuelle Risk-on-Modus vieler Investoren ganzjährig kaum halten wird – auch bei unverändertem Makrobild.

# Inhaltsverzeichnis

AUF EINEN BLICK	2
PROGNOSEN	4
MAKROÖKONOMISCHE TRENDS	5
DEUTSCHLAND: LÄHMUNG ÜBERWINDEN	7
EURORAUM: UNTER DER US-FUCHTEL	9
INTERNATIONAL	11
USA: Flottes Wachstum und Trumpflation	11
INTERNATIONAL / EUROPA	13
China: Strukturschwächen bremsen	13
Großbritannien: Hoffen auf bessere Zeiten	13
GELDPOLITIK: LEITZINSEN VORERST ABWÄRTS	15
STAATSANLEIHEN: ZUNEHMENDE BELASTUNG	16
WÄHRUNGEN: ANHALTENDE USD-STÄRKE	18
ASSET ALLOKATION: AUF ZU NEUEN UFERN	20
EXKURS: AKTIVES VERSUS PASSIVES INVESTIEREN	23
IHRE ANSPRECHPARTNER	25
ABKÜRZUNGEN	26
ERKLÄRUNGEN	27
WICHTIGE HINWEISE	29

# Prognosen

Wachstum und Inflation % zum Vorjahr	Bruttoinlandsprodukt				Verbraucherpreise			
	2023	2024P	2025P	2026P	2023	2024P	2025P	2026P
Welt	3,3	3,1	3,1	3,0				
Euroraum*	0,5	0,7	1,0	1,0	5,4	2,4	2,3	2,1
Deutschland**	-0,3	-0,2	0,6	1,2	5,9	2,2	2,4	2,3
Frankreich	1,1	1,1	1,1	1,0	5,7	2,3	2,0	1,9
Italien	0,8	0,5	0,7	0,8	5,9	1,1	1,9	2,4
Spanien	2,7	3,1	2,2	1,9	3,4	2,9	2,0	2,3
Großbritannien	0,3	0,9	1,3	1,5	7,3	2,5	2,6	2,6
Schweiz	0,7	1,3	1,3	1,2	2,1	1,1	0,5	1,2
USA	2,9	2,8	2,4	2,5	4,1	2,9	2,5	2,8
China	5,2	4,7	4,5	4,3	0,2	0,4	1,2	2,0
Japan	1,7	-0,3	1,2	1,0	3,3	2,6	2,0	1,3
Indien	7,7	6,0	6,6	6,2	5,7	5,0	4,8	5,0

Quelle: LSEG Datastream. 2024P/25P/26P: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe

\* Verbraucherpreise: HVPI \*\* Bruttoinlandsprodukt: Preis- und saisonbereinigt, Arbeitstageeffekt berücksichtigt; Verbraucherpreise: Nationaler Index

Zinsen und Renditen (%)	29.11.2024	Q1 2025	Q2 2025	Q3 2025	Q4 2025
<b>USA</b>					
Federal Funds Rate (oberer Zielspannenwert)	4,75	4,00	3,75	3,75	4,00
2-jährige Treasury	4,21	3,70	3,70	3,90	3,80
10-jährige Treasury	4,20	4,10	4,00	4,25	4,50
<b>Euroraum</b>					
Hauptrefinanzierungssatz	3,40	2,65	2,15	2,15	2,15
Einlagesatz	3,25	2,50	2,00	2,00	2,00
2-jährige Bundesanleihe	1,96	2,00	1,90	1,80	1,90
10-jährige Bundesanleihe	2,09	2,20	2,20	2,30	2,50
<b>Großbritannien</b>					
Bank Rate	4,75	4,50	4,25	4,00	4,00
2-jährige Gilt	4,24	4,00	3,80	3,80	3,80
10-jährige Gilt	4,25	4,20	4,00	4,10	4,40
<b>Schweiz</b>					
SNB-Leitzins	1,00	0,75	0,75	0,75	0,75
2-jährige Eidgenössische	0,16	0,40	0,40	0,40	0,40
10-jährige Eidgenössische	0,21	0,40	0,60	0,70	0,90

Quelle: LSEG Datastream. Quartale: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe; Daten bezogen auf das jeweilige Quartalsende

Währungen	29.11.2024	Q1 2025	Q2 2025	Q3 2025	Q4 2025
EUR-USD	1,06	1,05	1,03	1,02	1,02
EUR-GBP	0,83	0,85	0,84	0,83	0,82
EUR-CHF	0,93	0,95	0,94	0,92	0,92
EUR-PLN	4,30	4,20	4,25	4,30	4,30

Quelle: LSEG Datastream. Quartale: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe; Daten bezogen auf das jeweilige Quartalsende

Aktien	29.11.2024	Q2 2025	Q4 2025
DAX (Index)	19.626	20.200	21.500

Quelle: LSEG Datastream. Quartale: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe; Daten bezogen auf das jeweilige Quartalsende

# Makroökonomische Trends

Dr. Alexander Krüger  
+49 211 4952-187  
alexander.krueger@hal-privatbank.com

Weltwirtschaft: Wer kann noch mit wem?

Protektionismus im Trend steigend

Phase mit weitgehender Preisstabilität ist nur Intermezzo

Höhere US-Zölle heben die Inflation perspektivisch an

2025: Risiken resultieren vor allem aus globaler Verschuldungslage

## Weltwirtschaft: Neue Handelspartner gesucht

Der sentix Konjunkturumfrage von November 2024 zufolge deuten die Signale weltwirtschaftlich einen leichten Aufschwung an. Über dem Durchschnitt liegen unter anderem die Schwergewichte Asien und USA. Für Lateinamerika wird eine Stabilisierung angezeigt, für den Euroraum ein Abschwung. Das festigt unsere Prognose: Wir erwarten einen verhalten freundlichen Wachstumsstart ins Jahr 2025. Der weltweit deutliche Inflationsrückgang und die von uns für führende Notenbanken erwarteten Leitzinssenkungen sprechen für positive Impulse, die zyklische Schwächen lindern dürften. Mit einem Durchstarten der Weltwirtschaft rechnen wir aber nicht. Wir führen dies vor allem auf die hohe Politisierung der internationalen Wirtschaftsbeziehungen zurück, die seitens der neuen US-Regierung wohl schon ab Ende Januar weiter zunehmen wird. Von ihr ausgehend liegt eine Art zollpolitischer Feldzug nahe. Auch wegen des Ukraine-Konflikts werden strategische Handelsallianzen aus unserer Sicht daher weiter ausgebaut, wie etwa das Treffen der BRICS-Staaten im vergangenen Oktober und das jüngste APEC-Treffen gezeigt haben. Dabei scheint es auch um eine neue multipolare Weltordnung ohne die USA zu gehen. Dämpfende Wachstumseffekte werden zudem wohl von geopolitischen Unsicherheiten ausgehen. Hier blicken wir etwa auf die Ukraine und den Nahen Osten. Alles in allem trauen wir der Weltwirtschaft für 2025 ein Wachstum von 3,1 % zu. Mit diesem besteht ein solider Abstand zum Rezessionsbereich, der höhere Vor-Corona-Trend bleibt unerreicht.

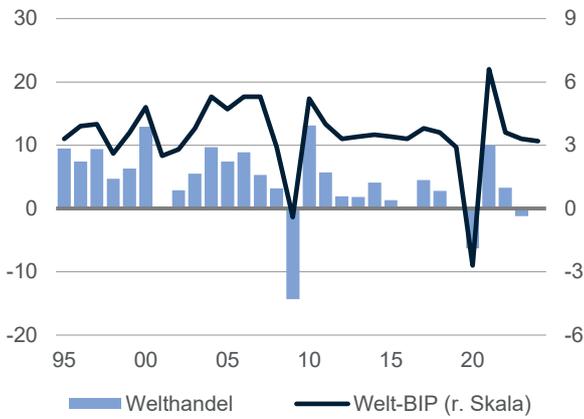
## Neuer Inflationsschub

Die vor allem vom Ukraine-Krieg verstärkte Inflationswelle ist durch. Mittlerweile liegen Inflationsraten oft nur noch wenig über 2,0%-Preiszielen führender Notenbanken. Diese Disinflationphase wird auch wegen des von uns für 2025 angenommenen durchschnittlichen Brent-Rohölpreises von 80 US-\$ erhalten bleiben. Wir rechnen aber damit, dass der neue US-Präsident Donald Trump nicht nur drohen, sondern Zölle vor allem gegenüber China rasch anheben wird. Im Zuge von Gegenreaktionen dürfte es global somit zu einem neuen Inflationsimpuls kommen, da Nachfrage auf heimische Produkte umgelenkt wird und Unternehmen kaum zu Margenverzicht bereit sein dürften. Strukturell ist der globale Inflationsblick wegen der Dekarbonisierung, der Deglobalisierung und des demografischen Wandels unseres Erachtens unerschwellig ohnehin aufwärts gerichtet. In diesem Umfeld werden Preisziele von 2,0 % ganzjährig wohl oft übertroffen, im zweiten Halbjahr 2025 klarer als im ersten. Für einen Inflationsanstieg á la 2022 braucht es exogenen Antrieb.

## Verschuldung: Obacht!

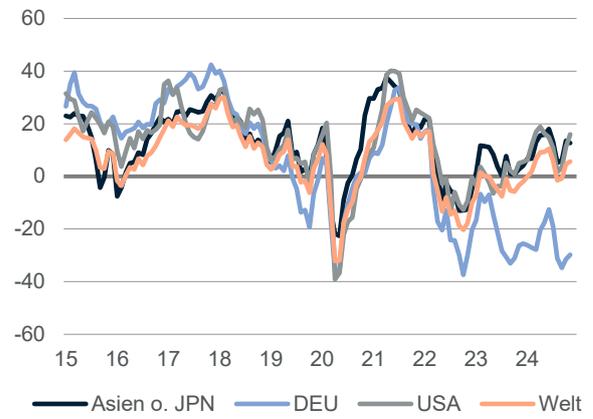
Ein wiederkehrendes Thema ist der Verweis auf Risiken durch die weltweit hohe Verschuldung. Betroffen sind Privathaushalte, Staaten und Unternehmen. In diesen Sektoren sind längst Schuldenstände erreicht, die aus unserer Sicht als ungesund anzusehen sind. Hinsichtlich der Staatsverschuldung sorgen uns vor allem die USA, die seit der Corona-Pandemie eine explodierende Staatsverschuldung aufweisen. Dies ist insofern auch gefährlich, da deren (Staats-)Anleihen als Benchmark an den Finanzmärkten fungieren. Für Spannungen im Euroraum sorgt besonders die zweitgrößte Volkswirtschaft Frankreich. Auch wenn manche Verschuldungsquote zuletzt gesunken ist, besteht kein Grund für Entwarnung: Der massiv entlastende Inflationseffekt besteht nicht mehr. Investoren scheinen der allgemeinen Verschuldungslage hier und da mitunter auch bereits zu misstrauen und Ratings unter Druck zu kommen. Leitzinssenkungen festigten die Schuldentragfähigkeit immerhin etwas.

### Weltwirtschaft ohne Dynamik Wirtschaftsaktivität (Welt, % zum Vorjahr)



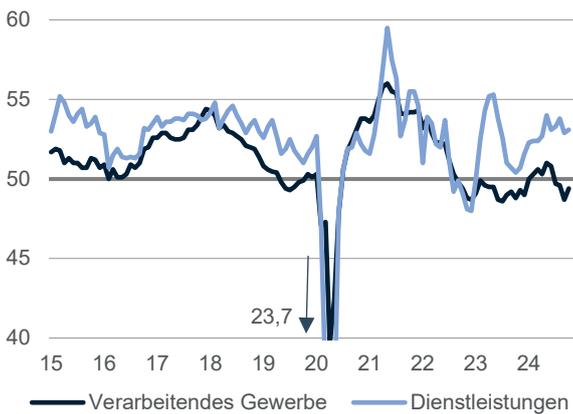
Quelle: LSEG Datastream

### Asien und USA gehen voran sentix Konjunkturumfrage (Index)



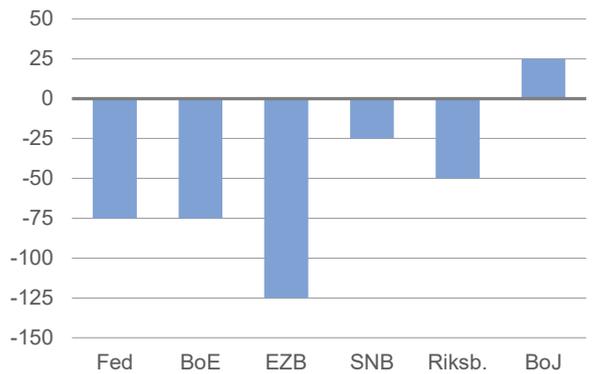
Quelle: LSEG Datastream

### Dienstleistungen solide, Industrie schwach Einkaufsmanager-Befragung (Index)



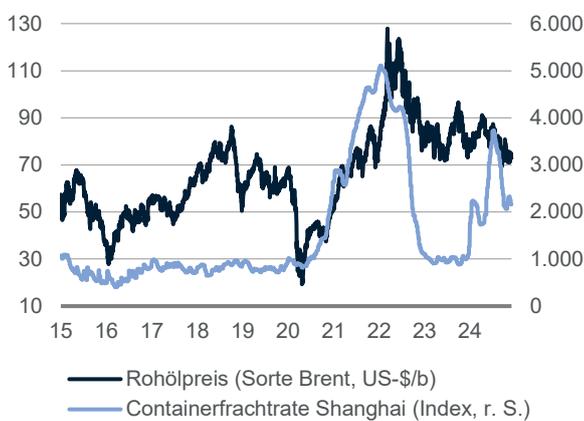
Quelle: Bloomberg

### Japan fällt aus dem Rahmen Leitzins (erwartete Änderung bis Ende 2025, Bp)\*



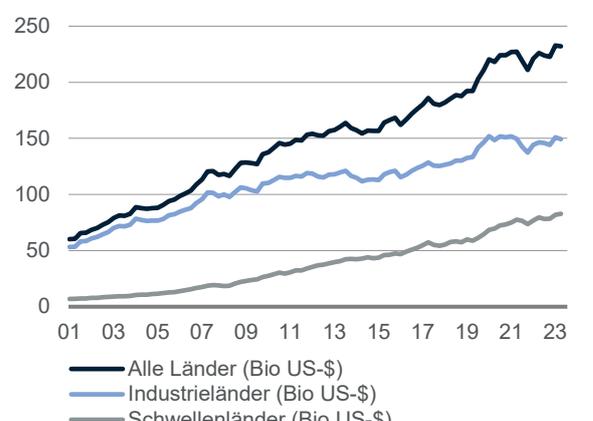
Quelle: LSEG Datastream, Prognose Hauck Aufhäuser Lampe

### Normalisierung dauert noch Rohölpreis und Frachtrate



Quelle: LSEG Datastream

### Weltweite Verschuldung immer höher Verschuldung (alle Sektoren, Bio. US-\$)



Quelle: LSEG Datastream

# Deutschland: Lähmung überwinden

Dr. Alexander Krüger  
+49 211 4952-187  
alexander.krueger@hal-privatbank.com

Konjunkturrell hakt es an vielen Ecken und Enden

Der beständige Wachstumsstillstand dürfte Verbraucher und Unternehmen nachhaltig verunsichern haben

Für 2025 erwarten wir ein BIP-Wachstum von lediglich 0,6 %

Die Wirtschaftsmisere in Deutschland hat auch in diesem Jahr angehalten. Derzeit sieht es so aus, dass das BIP, wie schon 2023, gegenüber dem Vorjahr leicht rückläufig sein wird, jetzt mit 0,2 %. Der Wachstumsstillstand zeigt sich auch beim längerfristigen Vergleich mit dem zyklischen BIP-Hoch vor der Corona-Pandemie, das aktuell nur um 0,1 % übertroffen wird. Andere Länder sind hier oft bedeutend weiter. Auch der anhaltende Produktivitätsrückgang ist wachstumsseitig ein Alarmzeichen.

Ein wirtschaftlicher Aufholprozess wird vorerst wohl weiter auf sich warten lassen. Ursache ist aus unserer Sicht die nur moderat wachsende Weltwirtschaft, die der hierzulande hohen Exportausrichtung zu schaffen macht. Insbesondere wegen der von uns erwarteten Konjunkturabkühlung in China und der wohl strengeren America-First-Politik der USA werden 2025 eher weniger Impulse von wichtigen Handelspartnern ausgehen. Problematisch für die Wirtschaft ist zudem die lohnstückkostenseitig stark gesunkene Wettbewerbsfähigkeit deutscher Unternehmen, die deren Produkte verteuert. Auch dürften Unternehmen vorerst weiter über nachteilige Standortfaktoren klagen – bei Bürokratie, Energiepreisen, Steuern und Arbeitskräften.

Die in Deutschland anstehenden Neuwahlen bieten unseres Erachtens die Chance, dass eine neue Bundesregierung hier für Abhilfe und vor allem für eine verlässliche Wirtschaftspolitik sorgen wird. Hinsichtlich möglicher Koalitionen ist das aber nicht sicher. Maßnahmen werden sich überdies frühestens vor der Sommerpause beschließen lassen, sie dürften ab Herbst wirken. Dann ist das Jahr fast wieder vorbei. Ohnehin geben wir uns nicht der Illusion hin, das Blatt ließe sich bei „richtiger“ Ansprache mal eben wenden. Da Leitzinssenkungen gegen Strukturschwächen zudem nicht helfen und Kredithürden steigen, scheint wirtschaftliche Monotonie die neue Normalität zu sein. Sie wird das Verhalten vieler Wirtschaftsakteure wohl weiter beeinflussen: etwa dürften private Haushalte vorsichtig bleiben und Kapazitäten wegen schwieriger Standortbedingungen von Unternehmen ins Ausland verlagert werden. In diesem Umfeld sehen wir Kurzarbeit und Stellenkürzungen weiter zunehmen.

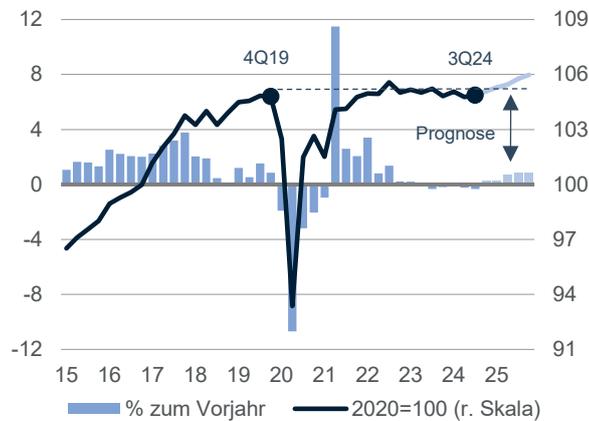
Für 2025 erwarten wir, dass das BIP nur wenig über stagnative Züge hinauskommen wird. Dessen jahresdurchschnittliche Veränderung dürfte 0,6 % betragen. Sie speist sich zu einem Fünftel aus der höheren Ausgangsbasis. Wir rechnen mit geringen, aber positiven Wachstumsbeiträgen der binnenwirtschaftlichen BIP-Komponenten. Dort dürfte der private Verbrauch von abnehmenden Reallohnverlusten profitieren. Zudem haben wir Modernisierungs- und Erhaltungsinvestitionen auf dem Zettel. Den generellen Investitionsstau löst das nicht. Ein negativer Wachstumsbeitrag wird wohl vom Außenhandel resultieren. Von der US-Zollpolitik gehen klare Konjunkturrisiken aus. Klimaschutzinvestitionen bleiben wichtig. Drängender ist für uns neben Bildung und Infrastruktur aber, dass sich Deutschland für etwaige Militärkonflikte wappnet und dafür Mittel aus Klimavorhaben umlenkt. Auch höhere Schulden kommen in Betracht, Spardiktat und Schuldenbremse sind deutlich zu lockern. In einer Währungsunion macht es unserer Einschätzung nach ohnehin wenig Sinn, beides vorzuhalten, wenn andere Mitgliedstaaten beständig gegen Haushaltsregeln verstoßen.

Prognosen für Deutschland	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Bruttoinlandsprodukt (real, % zum Vorjahr)	1,4	-0,3	-0,2	0,6	1,2
Verbraucherpreise (% zum Vorjahr)	6,9	5,9	2,2	2,4	2,3
Arbeitslosenquote (% , Jahresende)	5,5	5,8	6,1	6,4	6,3

Quelle: LSEG Datastream. 2024P/25P/26P: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe

### Überleben statt leben

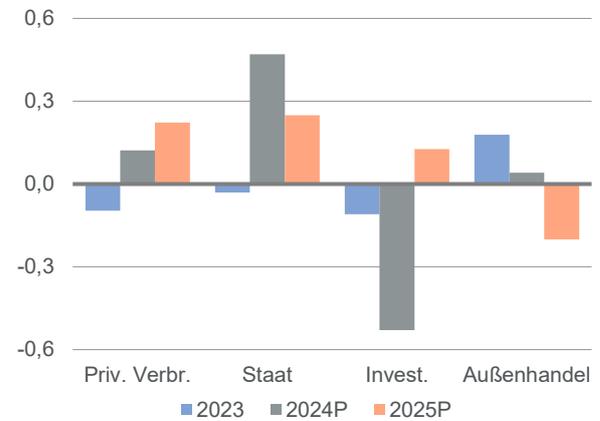
Bruttoinlandsprodukt (DEU, real)



Quelle: LSEG Datastream  
10/2024–12/2025: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe

### 2025: Die Binnennachfrage macht's

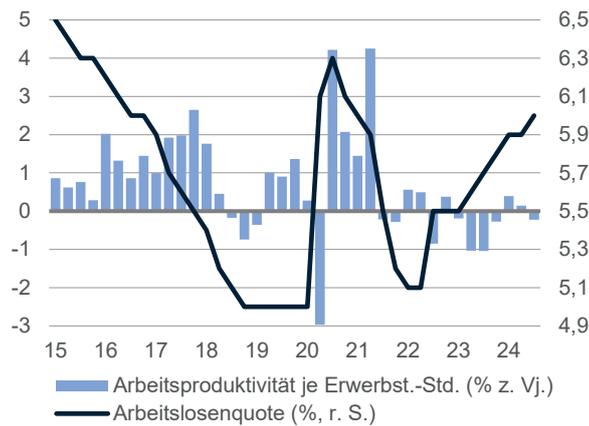
Bruttoinlandsprodukt (DEU, real, Beitrag, %-Punkte)



Quelle: LSEG Datastream  
2024P/25P: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe

### Bedenkliche Entwicklung der Produktivität

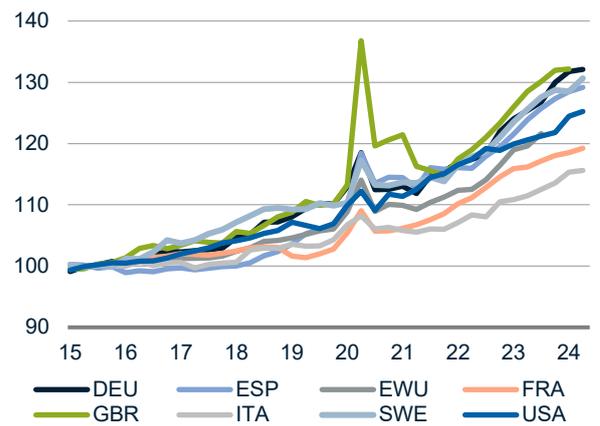
Produktivität und Arbeitsmarkt (DEU)



Quelle: LSEG Datastream

### Wettbewerbsfähigkeit fällt zurück

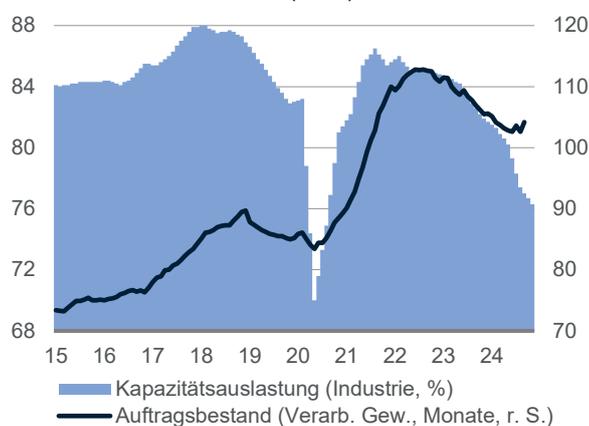
Lohnstückkosten (OECD, 2015=100)



Quelle: LSEG Datastream

### Kapazitätsabbau in vollem Gang

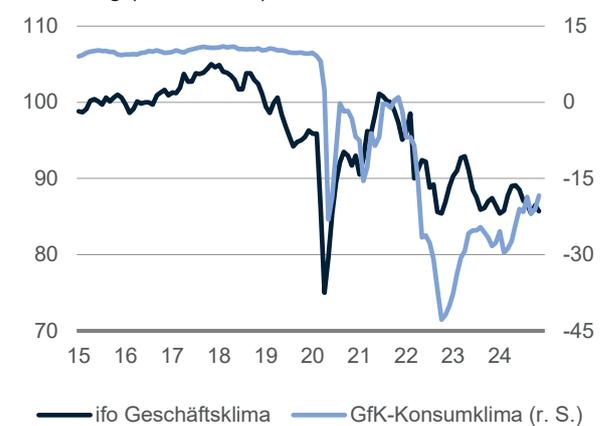
Produzierendes Gewerbe (DEU)



Quelle: LSEG Datastream

### Es kann nur besser werden

Stimmung (DEU, Index)



Quelle: LSEG Datastream



# Euroraum: Unter der US-Fuchtel

Dr. Alexander Krüger  
+49 211 4952-187  
alexander.krueger@hal-privatbank.com

Der Euroraum wird um einen Verschuldungsanstieg kaum herumkommen, ...

... EU-Fiskalpakt hin oder her

Deutschland bremst die Konjunktur im Euroraum

Inflationsrate eher etwas über 2,0 %

Der Euroraum steht unseres Erachtens vor einem schweren Jahr. In diesem werden es wohl die politischen Herausforderungen sein, die zu bewältigen sind. In erster Linie betrifft das den Umgang mit dem neuen US-Präsidenten Donald Trump, dessen strenge America-First-Politik und seine im Raum stehenden Zollerhöhungen klare Dämpfer für die EWU-Wirtschaft bedeuten. Dies ist aus unserer Sicht auch deshalb problematisch, weil hier politische Welten aufeinanderprallen: der Pragmatismus von Trump und die mit Konzepten oft uneinheitlich auftretende EU. Auf die veränderten Politikverhältnisse in Washington sehen wir die EU jedenfalls nur unzureichend vorbereitet. Grundsätzlich bestehen damit neue Negativwirkungen auf die EWU-Wirtschaft. Diese resultieren zudem auch daraus, dass Trump den militärischen Schutz vor Russland seitens der USA aufzukündigen droht.

Einen Trump für Europa, der Probleme anpackt und die Autorität hat, diese durchzusetzen, lässt die föderale EU-Struktur nicht zu. Wir erwarten deshalb eine anhaltend reaktive EU, die sich bemüht, Baustellen zu schließen, ohne mit eigenen Überzeugungen zu punkten. Dies dürfte sich vor allem im Umgang mit der schwierigeren Sicherheitslage zeigen, deren Verbesserung kostspielig ist. Da die Mittel hierfür nicht vom Himmel fallen, könnten sie aus anderen Ausgabeposten und geplanten Klimaschutzprojekten umgeleitet sowie die Staatsverschuldung erhöht werden. Von letzterer ginge dann zwar ein Wachstumsimpuls aus. Strengere Finanzierungsbedingungen aufgrund höherer Risiken für die Schuldentragfähigkeit verringerten diesen aber wohl. Den EWU-Fiskalpakt sehen wir jedenfalls als „überholt“ an: angesichts der ungünstigeren Sicherheitslage kann die Konsolidierung der Staatsfinanzen für die Mitgliedstaaten nur hinten anstehen. Dabei wäre wohl auch die deutsche Schuldenbremse auszusetzen, neue Schattenhaushalte dürften entstehen. Letztlich liefe das Ganze auf einen EWU-Defizitanstieg und Verteilungskonflikte hinaus.

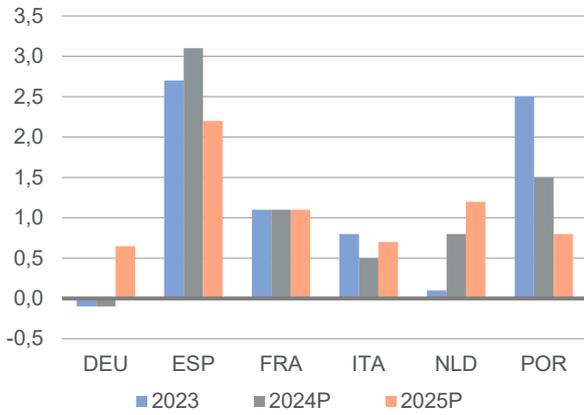
Trotz dieser Rahmenbedingungen trauen wir dem Euroraum moderat steigende Stimmungsindikatoren zu. Zollerhöhungen werden margen- und wechselkursseitig wohl erst einmal zu einem Großteil aufgefangen werden. Auch dürfte die Hoffnung bestehen, dass Deutschland wieder Handlungsfähigkeit zeigt und als größte EWU-Wirtschaft vorangeht. Impulse erwarten wir zudem vom breit abgestützten BIP-Wachstum in Spanien, aber auch aus Frankreich und Italien. Der von uns für 2025 erwartete EWU-BIP-Anstieg von 1,0 % fällt dennoch in die Kategorie „verhalten“, da Deutschland wohl weitgehend im Konjunkturtal verharren wird und die EWU bremst. Wegen der Ausgangsbasis ist die Rate bereits zu einem Drittel vorgegeben.

Für 2025 erwarten wir ein Inflationsumfeld, das annähernd der 2,0-%-Preisstabilität entspricht. Für Preisdruck sorgen unseres Erachtens die Dienstleistungspreise, die sich von hohem Niveau aus nur langsam zurückbilden dürften. Preisdruck besteht daneben durch das hohe Lohnwachstum, das Produktivitätsvorgaben massiv übertrifft. Und vor allem dürften es höhere US-Zölle sein, die auch die EU erfassen und ihrerseits zu Preissteigerungen beitragen. Unter diesen Vorzeichen dürfte die Inflationsrate meist zwischen 2,0 und 2,5 % und nur ausnahmsweise darüber liegen.

Prognosen für den Euroraum	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Bruttoinlandsprodukt (% zum Vorjahr)	3,6	0,5	0,7	1,0	1,0
Verbraucherpreise (% zum Vorjahr)	8,4	5,4	2,4	2,3	2,1
Arbeitslosenquote (% , Jahresende)	6,7	6,5	6,3	6,2	6,0

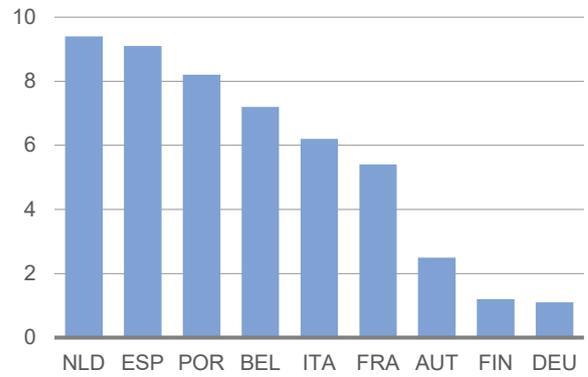
Quelle: LSEG Datastream. 2024P/25P/26P: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe

### Starke Wachstumsdivergenzen I Bruttoinlandsprodukt (EWU, real, % zum Vorjahr)



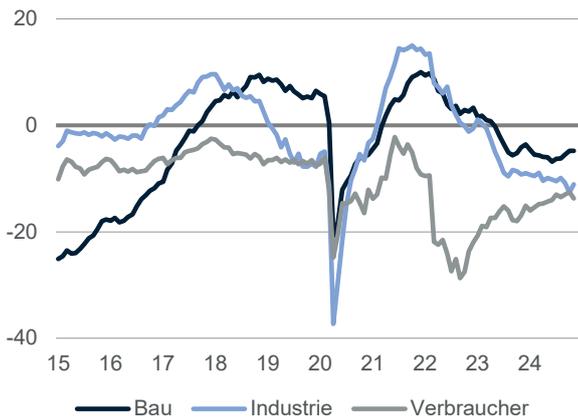
Quelle: LSEG Datastream  
2024/25: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe

### Starke Wachstumsdivergenzen II BIP (EWU, real, Ende 2025, % zyklisches Hoch 2019)



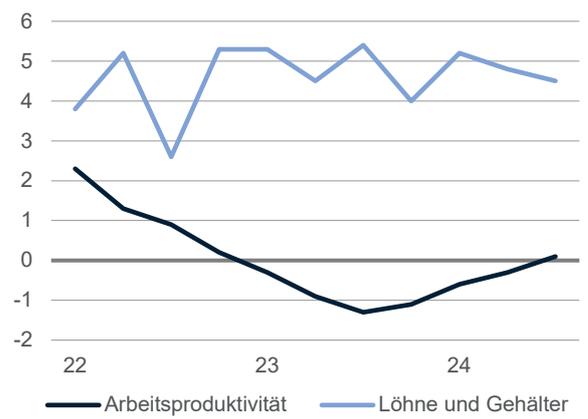
Quelle: LSEG Datastream  
Ende 2025: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe

### Stimmung hat Aufwärtspotenzial Vertrauensindikatoren (EWU, Saldo)



Quelle: LSEG Datastream

### Ungesunde Scherenöffnung Entlohnung und Produktivität (EWU, % zum Vorjahr)



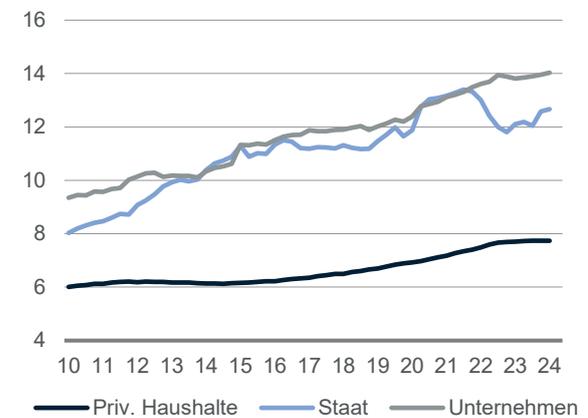
Quelle: LSEG Datastream

### Für 2,0%-Preisstabilität reicht es nicht Verbraucherpreise (EWU, HVPI, % zum Vorjahr)



Quelle: LSEG Datastream  
12/2024–12/2025: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe

### Im Trend aufwärts Verschuldung (EWU, Bio. €)



Quelle: LSEG Datastream

# International

Dr. Bastian Hepperle  
+49 211 4952-615  
bastian.hepperle@hal-privatbank.com

Höhere US-Zölle kommen rasch,  
Steuersenkungen folgen später

Unter Trump wohl mehr Inflation –  
und keine 2,0 %-Preisstabilität

Staatsverschuldung galoppiert  
davon

## USA: Flottes Wachstum und Trumpflation

Unter der Regierung von Donald Trump und dem von Republikanern kontrollierten Kongress werden die USA im nächsten Jahr einen noch wirtschaftsfreundlicheren Kurs steuern. Wir stellen uns auf umfangreiche Änderungen in der Steuergesetzgebung, in der Außenhandels-, Immigrations- und Klimaschutzpolitik sowie weitere Deregulierungen im Finanz- und Energiesektor ein. Noch fehlen die Details, welche Vorhaben vorrangig und in welchem Ausmaß umgesetzt werden. Für unsere Prognosen haben wir daher folgende Setzungen vorgenommen:

- Zollerhöhungen werden per Präsidialerlass schnell umgesetzt. Das angedrohte Erhöhungspotenzial von mindestens 10 % auf alle US-Importe bzw. bis zu 60 % auf Einfuhren aus China dürfte nicht sofort ausgeschöpft werden, um Handelspartner noch zu Zugeständnissen zu bewegen. Die von Zollerhöhungen ausgehenden Impulse auf Konjunktur und Inflation dürften sich frühestens ab Mitte 2025 zeigen. Das Risiko einer schärferen Konfrontation mit China ist groß.
- Es benötigt Zeit, bis Steuersenkungen den Gesetzgebungsprozess durchlaufen. Durch Blockaden im Senat (Filibuster) kann es zu Verzögerungen kommen. Die bis Ende 2025 befristeten Steuer- und Abschreibungserleichterungen aus dem Tax Cuts & Jobs Act von 2017 dürften jedenfalls größtenteils verlängert werden. Damit entfällt der sonst für Anfang 2026 drohende konjunkturelle Bremseffekt. In unserer bisherigen BIP-Prognose für 2026 hatten wir das bereits berücksichtigt. Die Absenkung der Körperschaftssteuer von 21 auf 15 % trägt zu höheren Unternehmensgewinnen, mehr Investitionen und Arbeitsplätzen bei. Insofern ist das ein echter Wachstumsimpuls, der aber frühestens ab Mitte 2025 wirken dürfte.
- Eine schärfere Einwanderungspolitik wirkt negativ auf das Arbeitskräfteangebot und ist damit inflationstreibend. Wir veranschlagen den davon ausgehenden Impuls zusammen mit dem Zolleffekt auf etwa einen halben Prozentpunkt, um den die Inflationsrate 2025 höher ausfallen wird als bisher von uns angesetzt.

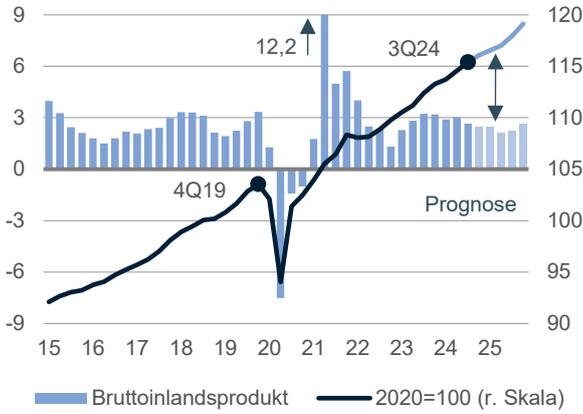
In Abwägung aller Wachstumsimpulse sehen wir unsere BIP-Prognose für 2025 von bisher 2,4 % nun auf noch festeren Füßen stehen. Auch 2026 dürfte die Wachstumsrate mit 2,5 % mehr als einen halben Prozentpunkt über der Potenzialrate liegen. Die von einer Verteuerung der Einfuhren und Substitutionseffekten hin zu teureren heimischen Produkten ausgehenden Inflationseffekten dürften ab Mitte 2025 sichtbar werden. Unsere Inflationsprognose für 2025 haben wir deshalb von 1,9 auf 2,5 % deutlich erhöht. In diesem Umfeld dürfte die US-Notenbank ihren Zinssenkungszyklus spätestens zur Jahresmitte beenden (siehe Seite 15).

Bei aller Unsicherheit, die Pläne von Trump dürften die schon hohe Verschuldung des Zentralstaates weiter kräftig erhöhen. Aus unserer Sicht werden sich die geplanten Steuersenkungen durch deren wachstumsfördernde Wirkung nicht selbst finanzieren – ebenso wenig wie höhere Zölle. Haushaltsseitig bleibt damit viel Druck im Kessel, zumal die ausgesetzte Schuldenobergrenze Anfang 2025 wieder greift und anzuheben ist. Die Schuldentragfähigkeit erhält damit noch mehr Brisanz.

Prognosen für die USA	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Bruttoinlandsprodukt (% zum Vorjahr)	2,5	2,9	2,8	2,4	2,5
Verbraucherpreise (% zum Vorjahr)	8,0	4,1	2,9	2,5	2,8
Arbeitslosenquote (% , Jahresende)	3,5	3,7	4,2	4,3	3,8

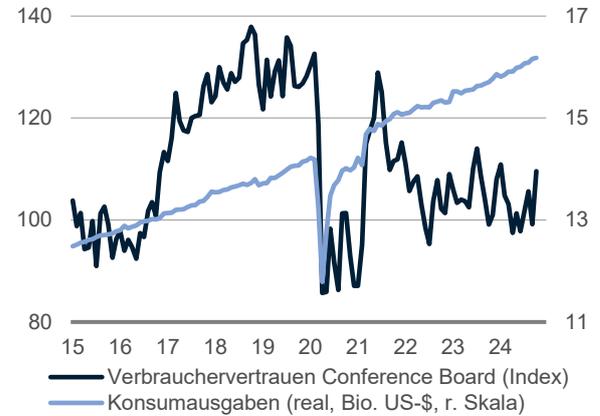
Quelle: LSEG Datastream. 2024P/25P/26P: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe

**Auf zu neuen Gipfeln**  
Bruttoinlandsprodukt (USA, real)



Quelle: LSEG Datastream  
10/2024–12/2025: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe

**Stabiler Konsum**  
Konsum (USA)



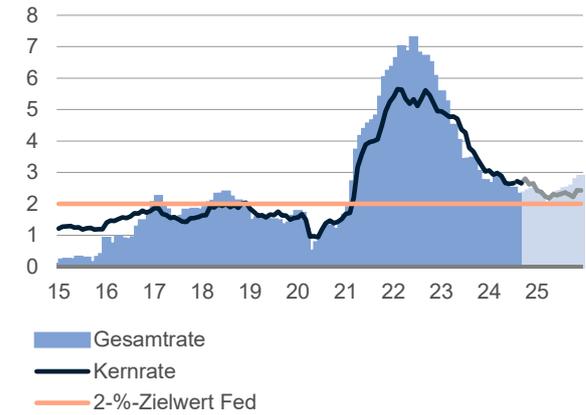
Quelle: LSEG Datastream

**US-Handelsbilanz sorgt für Konfrontation**  
Außenhandel (USA mit China)



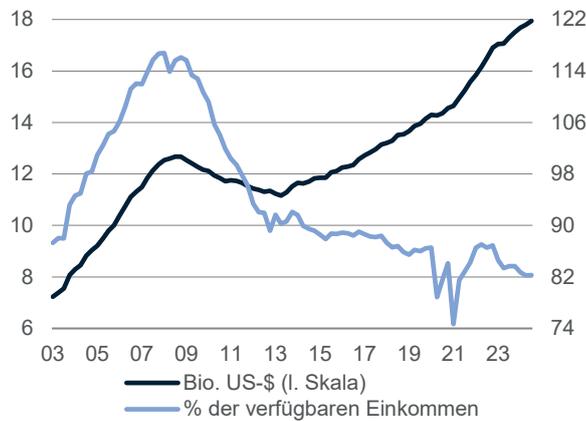
Quelle: LSEG Datastream

**US-Zollpolitik wirkt inflationstreibend**  
PCE-Konsumdeflator (USA, % zum Vorjahr)



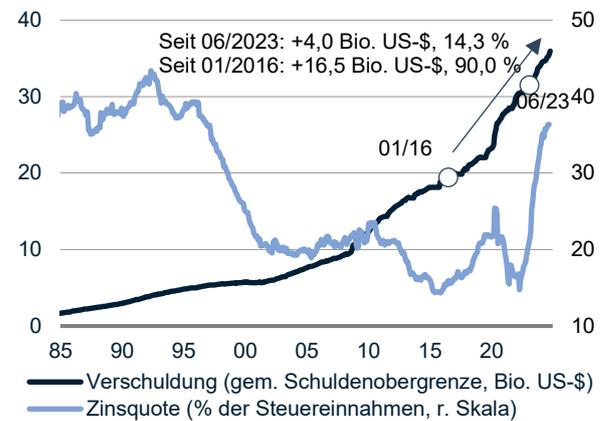
Quelle: LSEG Datastream  
11/2024–12/2025: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe

**Private Verschuldung im Griff**  
Verschuldung (USA, Privathaushalte)



Quelle: LSEG Datastream

**Staatsverschuldung geht steil nach oben**  
Verschuldung und Zinslast (USA, Zentralstaat)



Quelle: LSEG Datastream

# International / Europa

Dr. Bastian Hepperle  
+49 211 4952-615  
bastian.hepperle@hal-privatbank.com

Anhaltende Schwäche der  
Binnenwirtschaft

Ein Kernproblem bleibt  
der Immobiliensektor

Zollstreit mit den USA wird  
für neue Unruhe sorgen

Neue Regierung legt Fehlstart hin

Inflation nur kurzzeitig unter  
2,0%-Zielwert

## China: Strukturschwächen bremsen

Chinas Wirtschaft dürfte auch 2025 in der Wachstumsspur bleiben, jedoch mit etwas weniger Schwung als in diesem Jahr. Trotz vielfacher Bemühungen ist es der Regierung und der Zentralbank bislang nicht gelungen, die Schwäche der Inlandsnachfrage nennenswert abzumildern. Die Exportgeschäfte Chinas waren deshalb zuletzt eine wesentliche Stütze für das BIP-Wachstum. Für das kommende Jahr sind weitere Konjunkturlösungen in Aussicht gestellt worden. Statt die Wirtschaft stärker anzuschieben, zielen diese unserer Einschätzung nach aber darauf ab, Abwärtsrisiken für die Konjunktur zu verringern und das Wachstum zu stabilisieren.

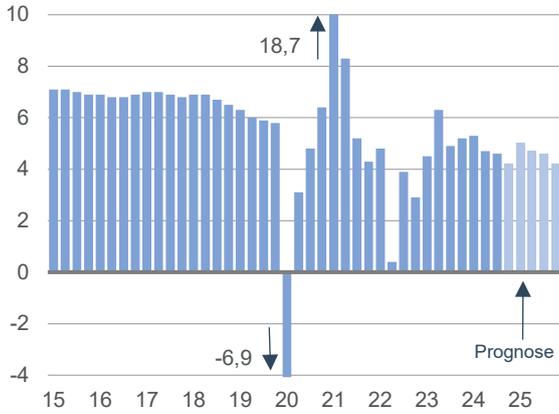
Wirtschaftliche Belastungen resultieren dabei nicht nur aus ungelösten Strukturproblemen wie der hohen Verschuldung der Gebietskörperschaften und dem in den zurückliegenden Jahren stark aufgeblähten Bau- und Immobiliensektor. Leitzinssenkungen, Liquiditätsspritzen und mehr Kredite reichen zur Bewältigung hier allein nicht aus. Notwendig wäre es unseres Erachtens, den Anteil des Immobiliensektors am BIP deutlich zu verringern. Eine solche mehrjährige Schrumpfkur wird von der Politik aber kaum zugelassen werden. Wegen der anstehenden drastischen Zollerhöhungen der USA und der EU-Zölle auf in China hergestellte Elektrofahrzeuge droht ferner auch dem chinesischen Exportsektor erhebliches Ungemach. Ob Retorsion oder eine sich weiter drehende Zollspirale, dem Handelsprotektionismus wird weiter Vorschub geleistet. Darüber hinaus bremsen US-Exportbeschränkungen für strategisch wichtige Güter das Produktivitätswachstum in China. Darunter wird die Investitionsbereitschaft von Unternehmen voraussichtlich weiter leiden. Alles in allem erwarten wir für 2025 einen BIP-Zuwachs von 4,5 %. Im übernächsten Jahr dürfte sich die Wachstumsrate weiter verlangsamen und 4,3 % erreichen.

## Großbritannien: Hoffen auf bessere Zeiten

Die Aufbruchsstimmung, die mit der im Juli 2024 unter Keir Starmer ins Amt gekommenen Labour-Regierung verbunden war, ist rasch verfliegen. Daran hatten ihr phasenweise orientierungslos wirkender Kurs, parteiinterne Streitigkeiten und Meldungen zur schwierigen Lage des Staatshaushalts einen großen Anteil. Die Unzufriedenheit in der Bevölkerung nimmt derzeit zu, Forderungen nach Neuwahlen sind ein Prognoserisiko. Obwohl wichtige Stimmungsindikatoren zuletzt nachgegeben haben und das BIP-Ergebnis für das dritte Quartal 2024 stark enttäuschte, erweisen sich die zentralen Wachstumstreiber wie der private Konsum und die Anlageinvestitionen aber als relativ standfest. Unser Ausblick auf das kommende Jahr bleibt deshalb verhalten zuversichtlich. Der Budgetplan der Regierung für 2025 sieht zwar Steuererhöhungen vor. Per saldo dürften die ebenso in Aussicht gestellten Mehrausgaben aber noch leicht wachstumsfördernd wirken, trotz ihres auch inflationstreibenden Impulses. Aufgrund der stärker vom Dienstleistungssektor getragenen Wirtschaft wird Großbritannien von US-Zollerhöhungen wohl weniger stark betroffen sein als der Euroraum. Alles in allem rechnen wir für 2025 mit einem BIP-Zuwachs von 1,3 %.

Die Inflationsrate lag im September 2024 erstmals seit drei Jahren wieder unter dem 2,0%-Ziel der BoE. Jüngst hat sie den Zielwert aber wieder übersprungen. Von dort bleibt unser Blick aufwärtsgerichtet. Das Lohnwachstum als wichtiger Inflationstreiber dürfte noch etwas nachlassen. Dafür gehen von der Fiskalpolitik unserer Einschätzung nach leicht preissteigernde Effekte aus. Wir erwarten, dass die Inflationsrate 2025 ganzjährig und teilweise deutlich über dem Preisziel liegen wird.

### Abschied vom 5,0%-Wachstumsziel Bruttoinlandsprodukt (CHN, real, % zum Vorjahr)



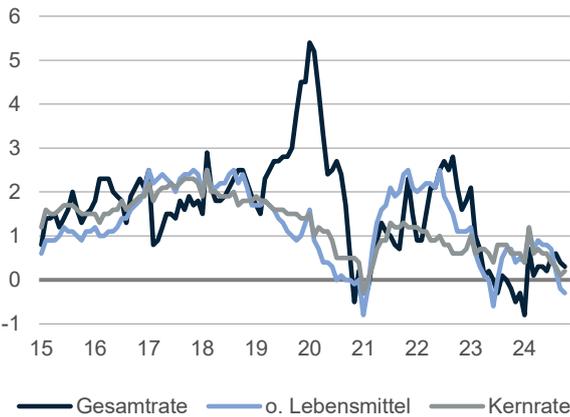
Quelle: LSEG Datastream  
Okt 2024–Dez 2025 Prognose Hauck Aufhäuser Lampe

### Konsumgutscheine beleben Umsatz Wirtschaftsaktivität (CHN, % zum Vorjahr)



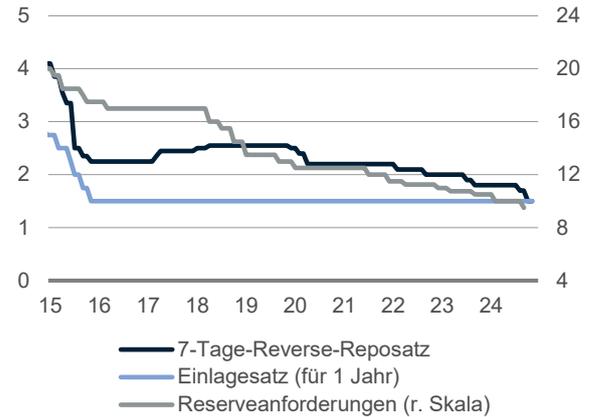
Quelle: LSEG Datastream

### Inflationsdruck Fehlanzeige Verbraucherpreise (CHN, % zum Vorjahr)



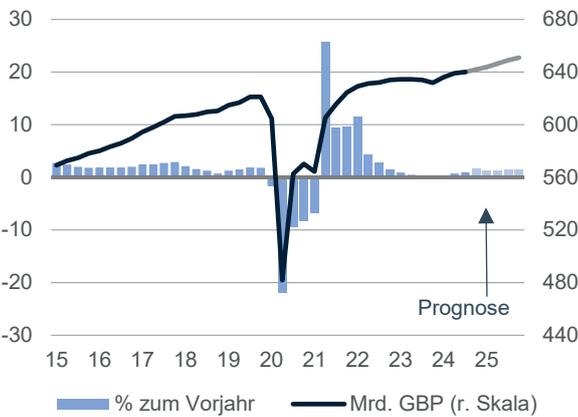
Quelle: LSEG Datastream

### Auf der Zinstreppe vorsichtig abwärts Geldpolitische Instrumente (CHN, %)



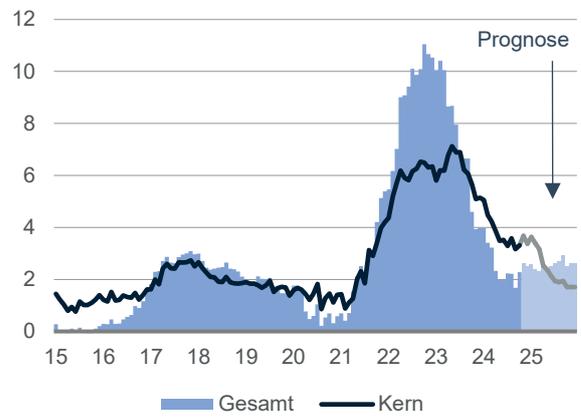
Quelle: LSEG Datastream

### Zuversicht ist da Bruttoinlandsprodukt (GBR, real)



Quelle: LSEG Datastream  
Okt 2024–Dez 2025 Prognose Hauck Aufhäuser Lampe

### Kerninflationrate fällt demnächst Verbraucherpreise (GBR, % zum Vorjahr)



Quelle: LSEG Datastream  
Nov 2024–Dez 2025 Prognose Hauck Aufhäuser Lampe

# Geldpolitik: Leitzinsen vorerst abwärts

Dr. Alexander Krüger  
+49 211 4952-187  
alexander.krueger@hal-privatbank.com

Inflationsentspannung senkt Bedarf an restriktiver Geldpolitik

Leitzinssenkungen der Fed gehen weiter, ...

... US-Zollpolitik rückt Zinserhöhung für Ende 2025 aber in den Blick

EZB senkt Einlagesatz bis Juni 2025 auf 2,00 %

Langsame Zinssenkungen der Bank of England erwartet

Bank of Japan bleibt bei Kosmetik

Wegen Preisrisiken sind Zinssenkungspausen nicht aus der Welt

Die Inflationslage hat sich 2024 weltweit nachhaltig entspannt. Hier und da bestehen zwar noch Schönheitsfehler, weil etwa Dienstleistungspreise hoch sind. Aus dem Flirt führender Notenbanken mit 2,0-%-Preiszielen ist mancherorts sogar vorübergehend mehr geworden. Für die Geldpolitik besteht unseres Erachtens damit ein klares Signal, dass eine restriktive Ausrichtung nicht mehr nötig ist. Auch wenn wir meinen, dass sich eine beständige und punktgenaue Preiszielerfüllung allgemein kaum einstellen wird (vgl. Seite 5), so winkt zunächst aber eine Phase mit Quasi-Preisstabilität. In dieser ragen Inflationsraten nicht über 2,5 % hinaus. Leitzinsen haben damit das Potenzial, weiter zu sinken. Ihre derzeit bremsende Wirkung auf die Wirtschaft nimmt somit noch ab oder entfällt. Letzteres ist bei Erreichen des neutralen Leitzinsbereichs der Fall, der von Land zu Land verschieden ist. Im Euroraum reicht er wohl von 1,75 bis 2,75 %, für die USA von 2,25 bis 3,25 %. Ein Vorstoß in den expansiven Bereich dürfte nur erfolgen, wenn Konjunktoren stärker als von uns erwartet nachlassen. Alles in allem werden sich Leitzinssenkungen wohl in erster Linie auf das erste Halbjahr 2025 konzentrieren. Wir erwarten:

- **Fed:** Der Inflationsausblick erlaubt der Notenbank aus unserer Sicht eine weniger restriktive Ausrichtung. Für die Zeit bis Mai 2025 rechnen wir mit vier kleinen Zinsschritten und einer dann oberen Zielspanne von 3,75 %. Gleichzeitig wird der Liquiditätsentzug von 60 Mrd. US-\$ pro Monat wohl reduziert oder aufgegeben, damit die Bilanzverkürzung nicht ein Rausfallen des effektiven Tagesgeldsatzes aus dieser Spanne verursacht. Ansonsten wäre die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik nicht gegeben. Im Wege höherer Zölle und einem voraussichtlichen Verbraucherpreisanstieg auf rund 3,0 % bereits Mitte 2025 dürfte die Fed zinsseitig dann stillhalten. Hierfür spricht auch die ausufernde US-Staatsverschuldung. Da die Taktzahl der Wirtschaft aus unserer Sicht hochbleiben wird, steigt der Leitzins wegen der höheren Inflationsrate im vierten Quartal wohl auf 4,00 %.
- **EZB:** Ein preisstabiles Umfeld ist nahezu erreicht. Da vorerst mindestens Quasi-Preisstabilität in Aussicht steht, hat die Notenbank angekündigt, ihren Fokus stärker auf die Konjunktur zu legen. Letztere wird voraussichtlich eher gemächlich unterwegs sein. Den Einlagesatz dürfte die EZB bis Juni 2025 daher auf 2,00 % senken. Dort wirkte er konjunkturneutral. Wegen der preistreibenden Wirkung von US-Zöllen rechnen wir für den weiteren Jahresverlauf mit einer abwartenden Haltung. Je stärker Zölle die EWU-Konjunktur allerdings bremsen, desto mehr kann die EZB auch ein tieferes Zinsniveau für angemessen halten. Die fehlende Harmonie von Lohn- und Produktivitätswachstum dürfte sie daran nicht hindern.
- **Bank of England:** Bei einer solide zunehmenden Wirtschaftsleistung in Großbritannien und einer erhöhten Inflationsrate wird die Notenbank ihren aktuell noch restriktiven Kurs voraussichtlich schrittweise weiter verringern. Wir rechnen mit quartalsweisen Zinssenkungen, die im August 2025 bei 4,00 % enden.
- **Bank of Japan:** Gegen den allgemeinen Trend wird es wohl wenige Mini-Zinserhöhungen geben. Strukturschwächen in Japan bremsen die BoJ.

Angesichts der aus unserer Sicht bestehenden Inflationsrisiken haben wir für 2025 im Blick, dass Leitzinsen eventuell weniger als in unserem Basisszenario sinken. Wir schauen hier vor allem auf einen durch Protektionismus, Demografie, Dekarbonisierung und Staatsverschuldung unterschwellig bestehenden und möglicherweise höher als von uns prognostiziert ausfallenden Preisdruck. Ist die Quasi-Preisstabilität gefährdet, sind regionale Zinssenkungen eine probate Notenbankreaktion.

# Staatsanleihen: Zunehmende Belastung

Dr. Alexander Krüger  
+49 211 4952-187  
alexander.krueger@hal-privatbank.com

Positive Impulse werden weniger

Rückkehr inflationärer Effekte belastet ebenso ...

... wie die steigende (US-)Staatsverschuldung

Liquiditätsentzug schwächt sich ab, bleibt aber erhalten

2025: 10-jährige Renditen im ersten Halbjahr niedriger als im zweiten

Renditestrukturkurven wieder in normaler Haltung

Der 2025er-Ausblick für erstklassige 10-jährige Staatsanleihen ist unseres Erachtens durchwachsen. In aktuellen Renditen sind die von uns für Fed und EZB bis zum Frühsommer 2025 erwarteten Leitzinssenkungen um 100 bzw. 125 Basispunkte bereits weitgehend gepreist. Aus Sicht der Marktakteure dürften beide hier nun zu liefern haben. Von der Geldpolitik werden positive Impulse daher nur noch dann ausgehen, wenn es mehr Zinssenkungen gibt. Sie wird die Sonne über dem Staatsanleihemarkt also allenfalls nur noch wenig höher stehen lassen. Gleichzeitig sehen wir Wolken aufziehen, die auf mittlere Sicht für Verdunklungstendenzen sprechen:

- **Inflation:** Die von uns erwarteten US-Zollerhöhungen rücken das Inflationsthema wieder auf die Agenda. Besteht unseren Prognosen zufolge in den USA und im Euroraum im ersten Halbjahr 2025 noch (Quasi-)Preisstabilität, dürften sich höhere Zölle vor allem in der zweiten Jahreshälfte stärker inflationstreibend bemerkbar machen. Für die USA rechnen wir mit Raten bei 3,0 %, für den Euroraum bei 2,5 % und leicht darüber. Mit Leitzinssenkungen dürfte also spätestens zur Jahresmitte Schluss sein und die Fed den Leitzins später sogar erhöhen.
- **Staatsverschuldung:** Die US-Verschuldung befindet sich in einem steilen Aufwärtstrend. Dieser dürfte trotz Anfang 2025 wiedereingetzter Schuldengrenze erhalten bleiben. Ebenso rechnen wir für den Euroraum mit einem eher laxen Umgang mit Staatsschulden – Schattenhaushalte kommen hier wohl noch hinzu. Letztlich dürfte der Staatsanleihemarkt also einige Emissionen zu verarbeiten haben. Die davon ausgehende Belastung gesellt sich wohl zu langsam steigenden Risikoprämien aufgrund von Sorgen um die Schuldentragfähigkeit.
- **Bilanzverkürzung:** Von ihrem Hochpunkt aus haben Fed und EZB ihren Wertpapierbestand bislang um 1,9 Bio. US-\$ bzw. 0,6 Bio. € verringert. Dadurch werden Staatsanleihen unerschwinglich belastet – ein Effekt, der noch etwas zunehmen wird. Mit dem von uns für 2025 erwarteten Ende der US-Bilanzschrumpfung wird Liquidität dann nicht weiter entzogen. Die Belastung bleibt aber bestehen.

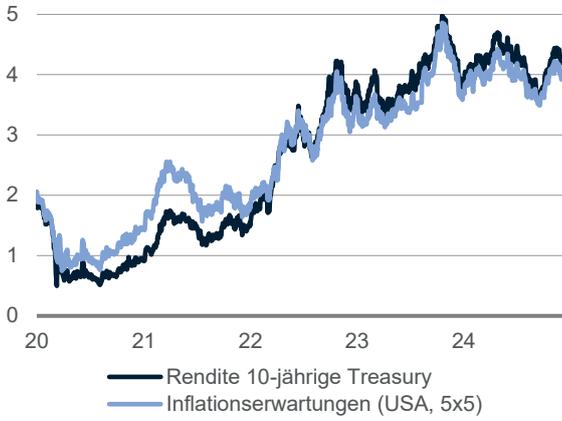
Insofern erwarten wir, dass US-Treasuries und Bundesanleihen im ersten Halbjahr 2025 von Leitzinssenkungen führender Notenbanken unterstützt werden. Wegen des von der Staatsverschuldung ausgehenden Drucks trägt dies jedoch nur leicht. Mit der zollbedingten Rückkehr des Inflationsthemas im zweiten Halbjahr und dann meist abwartender Notenbanken dreht sich das Blatt aber wohl: die Rendite der 10-jährigen Treasury dürfte in einem Jahr etwas höher notieren als heute. Da geldpolitische Impulse mehr am kurzen Ende der Renditestrukturkurve wirken und das lange Ende von höheren Inflationserwartungen und der US-Staatsverschuldung belastet wird, dürften normale Renditestrukturen wieder zurückkehren. Unter Risikoaspekten änderte sich dies wohl dann, sollten bei Staatsanleihen wegen einer anhaltend restriktiven Leitzinspolitik der Fed vermehrt Wachstumsrisiken „gespielt“ werden. Renditeseitige Aufwärtsrisiken sehen wir für Bundesanleihen, da Investoren steigende Standortinvestitionen der neuen Bundesregierung antizipieren dürften. Sie werden wohl die Frage stellen, wie die Schuldentragfähigkeit in einem Stagnationsumfeld gewährleistet werden kann. EWU-Peripherie-Spreads dürften kaum enger werden.

Renditeprognosen	29.11.2024	Q1 2025	Q2 2025	Q3 2025	Q4 2025
10-jährige Treasury (%)	4,20	4,10	4,00	4,25	4,50
10-jährige Bundesanleihe (%)	2,09	2,20	2,20	2,30	2,50
Treasury-Bund-Spread (Basispunkte)	211	190	180	195	200

Quelle: LSEG Datastream. Quartale: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe; Daten bezogen auf das jeweilige Quartalsende

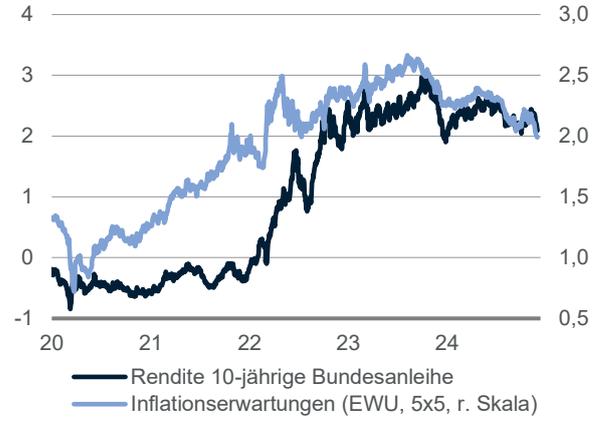


### Inflationserwartungen takten Treasuries ... Staatsanleihe und Inflationserwartungen (%)



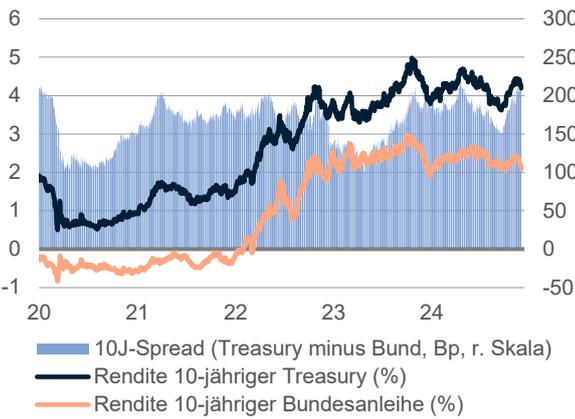
Quelle: LSEG Datastream

### ... und Bundesanleihen Staatsanleihe und Inflationserwartungen (%)



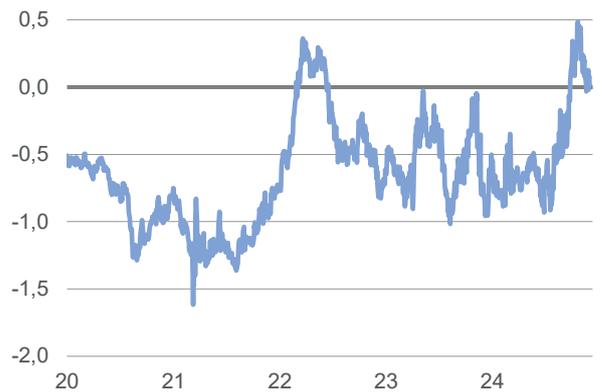
Quelle: LSEG Datastream

### Hoher Spread – das bleibt auch so Staatsanleihen



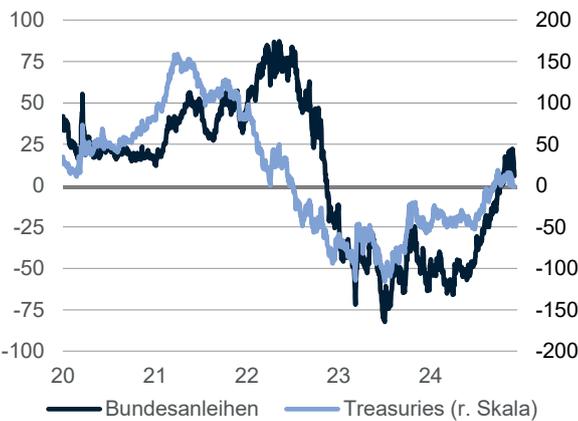
Quelle: LSEG Datastream

### Risikoprämie erwacht Laufzeitenprämie (Treasury, 10 Jahre, %)



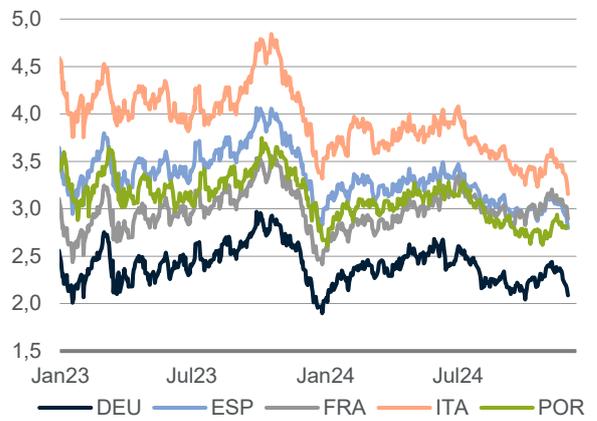
Quelle: LSEG Datastream

### Die Normalität ist zurück Renditestrukturkurve (10J–2J, Bp)



Quelle: LSEG Datastream

### Frankreich „jagt“ Italien, Portugal „glänzt“ 10J-Staatsanleihspreid zu Bundesanleihen (Bp)



Quelle: LSEG Datastream

# Währungen: Anhaltende USD-Stärke

Dr. Bastian Hepperle  
+49 211 4952-615  
bastian.hepperle@hal-privatbank.com

## EUR–USD: America-First drückt Wechselkurs

In diesem Jahr hatten wir wiederholt erklärt, dass sich USD bei einem Wahlsieg von Donald Trump spürbar festigen wird. Mit dem Rückgang von EUR–USD auf rund 1,05 ist dieser Spurwechsel nun erfolgt. Hinter dieser Entwicklung sehen wir auch die überraschend klaren Mehrheiten im US-Kongress. Unsere EUR–USD-Prognose haben wir deshalb gesenkt, sie beruht auf den nachstehenden Erwartungen.

### America-First stärkt USD

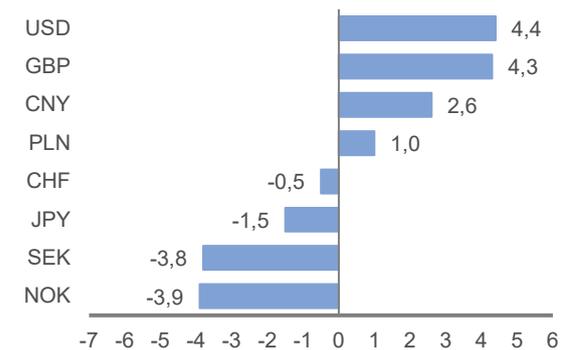
Die Trump-Regierung wird ihren weiten politischen Handlungsspielraum nutzen und eher mehr als weniger ihrer durchaus auch extremen Ankündigungen umsetzen. Im Vergleich zur ersten Trump-Präsidentschaft gilt es sich für Investoren also auf eine noch strengere America-First-Politik einzustellen. Wenn es zur Stärkung der US-Wirtschaft dabei als dienlich angesehen wird, dürfte auch ein Handelskrieg vom Zaun gebrochen und ein Rückzug aus internationalen Abkommen vollzogen werden.

## EUR–USD zuletzt auf Talfahrt Wechselkurs und Renditedifferenz



Quelle: LSEG Datastream

## EUR gegenüber Hauptwährungen schwächer EUR-Wechselkurs (% seit 02.01.2024)\*



Quelle: LSEG Datastream. \* Positiver (Negativer) Wert bedeutet Abschwächung (Festigung) des Euro

### USD: Wirtschaft „sticht“ Staatsverschuldung

Unabhängig davon, ob dieser Kurs auf lange Sicht wirklich erfolgreich ist, verspricht er für Investoren zunächst die Aussicht auf eine florierende US-Wirtschaft. Dazu zählen höhere Unternehmensgewinne ebenso wie zufließendes Risikokapital, von dem Innovationen in den USA profitieren. Europa wird in dieser Hinsicht nicht mithalten können. Etwaige Kollateralschäden, wie die steigende US-Staatsverschuldung, werden das Investorenvertrauen unseres Erachtens kaum erschüttern. Ihr Rückzug aus USD ist deshalb wenig wahrscheinlich. Wegen der Verschuldungsproblematik liegt für uns die Hürde aber hoch, dass EUR-USD die Parität erreicht.

### Der US-Zinsvorsprung gegenüber dem Euroraum bleibt bestehen

Für einen tendenziell festen USD spricht auch unser Leitzinsausblick (siehe Seite 15). Fed und EZB werden im kommenden Jahr ihren jeweiligen Zinssenkungszyklus voraussichtlich beenden. In unserer Prognose bleibt aber ein beachtlicher Zinsvorsprung zugunsten von USD bestehen. Wenn die von uns erwarteten inflationären Impulse der Trump-Politik deutlicher sichtbar werden, wird außerdem wohl die Diskussion um höhere Leitzinsen der Fed an Fahrt aufnehmen. Die EZB dürfte die Leitzinsen hingegen eher weiter senken als von uns erwartet. Alles in allem rechnen wir für 2025 mit einer anhaltenden USD-Stärke. EUR–USD erwarten wir um 1,05 und leicht darunter. Die unterjährige Wechselkursspanne dürfte von 1,00–1,10 reichen.

GBP mit etwas Potenzial gegenüber EUR

## EUR–GBP: Unter 0,85

Mit EUR–GBP ging es 2024 mehr oder weniger nur abwärts. Mitte November erreichte der Wechselkurs ein Zweijahrestief und tendiert seitdem seitwärts. Für 2025 können wir stärkere Impulse für eine Richtungsänderung aktuell nicht ausmachen. Immerhin sieht die BoE wegen der etwas expansiveren Fiskalpolitik gegenwärtig Chancen für ein höheres BIP-Wachstum und Aufwärtsrisiken für die Inflationsrate. Letztere erwarten wir für die kommenden Monate über dem 2,0-%-Zielwert liegend. Ihren noch restriktiven Kurs dürfte sie daher nur langsam zurückfahren – auch im Vergleich zur EZB. Für die zweite Jahreshälfte 2025 sehen wir für GBP deshalb noch etwas Festigungspotenzial. Dieses könnte sich sogar noch steigern, würde die EZB auf ein noch tieferes Leitzinsniveau zusteuern, als wir es derzeit erwarten.

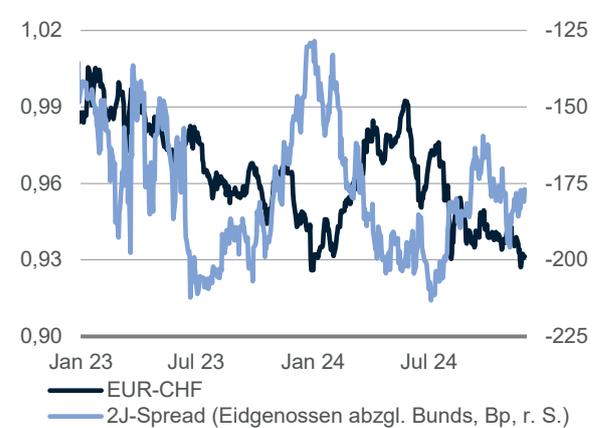
### EUR–GBP abwärts

Wechselkurs und Renditedifferenz



### EUR–CHF immer niedriger

Wechselkurs und Renditedifferenz



CHF als sicherer Hafen gefragt  
Zinsnachteil bleibt für CHF bestehen

## EUR–CHF: Weiterhin klar unter der Parität

EUR–CHF legte 2024 auf niedrigem Niveau eine kleine Berg- und Talfahrt hin. Dort lag der Wechselkurs zuletzt da, von wo die Fahrt begonnen wurde. Für die jüngste CHF-Festigung dürfte erneut von Bedeutung gewesen sein, dass CHF in unsicheren Zeiten, wie im Umfeld der US-Wahlen, als sicherer Hafen gefragt ist. Beruhigt sich die jeweilige Situation, tendiert CHF wieder schwächer. Mit derartigen Kursschwankungen rechnen wir auch für 2025, da geopolitische Unsicherheiten nicht verschwinden und der Wunsch nach Sicherheit immer mal wieder zunehmen dürfte. So einen Fall sehen wir etwa darin, dass sich die USA im Zuge einer strikteren America-First-Politik auf internationaler Bühne künftig ruppiger und in Konflikten weniger mäßigend zeigen. Aus fundamentaler Sicht spricht zudem der von uns prognostizierte leichte BIP-Wachstumsvorteil der Schweiz gegenüber dem Euroraum für einen festeren CHF. Grundsätzlich CHF-positiv wirkt auch, dass für die SNB der Spielraum für weitere Zinssenkungen deutlich begrenzter ist als derjenige für die EZB. Aber trotz des von uns erwarteten größeren Zinssenkungsausmaßes der EZB bleibt der Zinsnachteil von CHF gegenüber EUR bestehen. Dieser steht unseres Erachtens einer stärkeren CHF-Festigung entgegen. EUR–CHF erwarten wir auf Jahressicht bei 0,92.

Währungsprognosen	29.11.2024	Q1 2025	Q2 2025	Q3 2025	Q4 2025
EUR–USD	1,06	1,05	1,03	1,02	1,02
EUR–GBP	0,83	0,85	0,84	0,83	0,82
EUR–CHF	0,93	0,95	0,94	0,92	0,92

Quelle: LSEG Datastream. Quartale: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe; Daten bezogen auf das jeweilige Quartalsende

# Asset Allokation: Auf zu neuen Ufern

Burkhard Allgeier  
Lampe Asset Management  
+49 69 2444878-20  
burkhard.allgeier@lampe-am.de

Fünf Thesen:

1. Leitzinssenkungen gehen weiter

Das Jahr 2024 war an den Kapitalmärkten von sinkenden Leitzinsen und steigenden Aktienkursen geprägt. Die an den Finanzmärkten vielfach befürchtete Rezession in den USA blieb aus. Dagegen kämpfte China gegen die anhaltenden Symptome der Überinvestitionen im Immobiliensektor an. 2024 ist schließlich das Jahr der Künstlichen Intelligenz (KI) gewesen: die Aufwärtsentwicklung der Aktienkurse von Nvidia & Co. war lange Zeit kaum zu bremsen.

Was bringt nun 2025? Im Folgenden stellen wir fünf Thesen für die Kapitalmärkte 2025 auf. *Erstens*: Auch 2025 werden führende Notenbanken ihre Zinszüge weiter lockern. In unserem Basiszenario erwarten wir, dass die Fed und EZB den Leitzins um 100 bzw. 125 Basispunkte senken. Im Falle der Fed ist eine gewisse Vorsicht angebracht: Es kann sein, dass sie ihre Lockerungsmaßnahmen wegen der expansiven US-Fiskalpolitik gegebenenfalls drosseln muss. Je nach Ausmaß treibt dies die Kapitalmarktrenditen nach oben, die Aktienmärkte eher nach unten. Grundsätzlich gilt aber, dass Phasen, in denen die Leitzinsen vor allem wegen rückläufiger Inflationsraten sinken – und nicht wegen erlahmender wirtschaftlicher Dynamik – für Aktienmärkte positiv sind.

2. China bleibt wesentlicher Faktor am Aktienmarkt

*Zweitens*: China gelingt eine Stabilisierung der heimischen Nachfrage. Falls dem so ist, würde dies den gesamten „China-Komplex“ beleben – hierzu zählen wir europäische Luxus- und Konsumgüterhersteller, aber auch Unternehmen aus der klassischen Industrie, die einen nennenswerten Anteil ihrer Umsätze in China erzielen. Die Aktienportfolien sollten daher bei Bedarf danach ausgerichtet werden können. Auf die kurze Sicht erwarten unsere Volkswirte aber keine Wachstumsbeschleunigung in China, obwohl sie von neuen stimulierenden Maßnahmen ausgehen.

3. Handelskonflikte sorgen für Volatilität

*Drittens*: Eng damit verbunden ist die Frage, wie die Handels- und Zollpolitik zwischen den großen Blöcken USA, Europa und China ausgestaltet wird. Stark im US-Export tätige Unternehmen in den betroffenen Regionen dürften unter neuen tarifären Handelshemmnissen leiden. Für die Aktienkurse ist das eine Belastung, sofern ein Unternehmen nicht über eine monopolähnliche Marktstellung verfügt. Hingegen könnten europäische Unternehmen sogar an relativer preislicher Wettbewerbsfähigkeit gewinnen, falls sie mit chinesischen Unternehmen konkurrieren, die unter hohen US-Zöllen ächzen. Für absolute Preisvorteile ist der Weg allerdings weit.

4. Technologie-Aktien sind wichtiger Baustein in unseren Portfolien

*Viertens*: Hält der Siegeszug der KI und von Nvidia & Co. an oder werden aus den Gewinnern des Jahres 2024 die Verlierer des Jahres 2025? Unseres Erachtens wird es sich erst im Laufe der Zeit herauschälen, wer die Gewinner hier sein werden. Aber es ist ein wachstumsträchtiges Segment. Daher bleiben Technologie-Aktien ein wichtiger Baustein in unseren Portfolien. Den Begriff Technologie verstehen wir dabei weitgefasst. Hierunter fallen beispielweise Unternehmen, die Datenzentren entwickeln und betreiben, aber auch solche, die entsprechende Bauteile aller Art designen und produzieren, und schließlich solche, die Softwareanwendungen, Betriebssysteme oder Hardwareprodukte offerieren. Da es sich oftmals um US-Werte handelt, unterstützt diese Einschätzung die relative Attraktivität des US-Aktienmarktes im Vergleich zum Rest der Welt. Aber: Die Jahre 2022–24 haben gezeigt, dass Tech-Werte ein besonders schwankungsfreudiges Segment des Aktienmarktes sind. Höhere Zinsen und Renditen schmerzen, Enttäuschungen von (zu) hohen Gewinnerwartungen ebenso.

5. Ende des Ukraine-Kriegs wäre ein europäisches Konjunkturprogramm

Schließlich könnten sich *fünftens* die Anzeichen verdichten, dass der Ukraine-Krieg unter Mitwirkung der US-Regierung irgendeine Form der Beendigung findet. Der ukrainische Wiederaufbau wäre das neue Investmentthema an den Märkten: nicht nur wäre eine Friedensdividende zu erwarten, die die Aktienmärkte anschieben würde. Darüber hinaus würde eine Beendigung des Konfliktes einem kleinen europäischen Konjunkturprogramm gleichkommen, bei dem Unternehmen aus den zyklischen Sektoren, namentlich aus dem Grundstoff-, Bau- oder Transportbereich, die wohl größten Profiteure wären.

Sieg der Republikaner macht 15 % Gewinnwachstum möglich – Investoren hoffen sogar auf mehr

Die Aktienmärkte dürften 2025, wie schon im Vorjahr, von der positiven Gewinndynamik in den USA angetrieben werden. Nach im Vorjahresvergleich rund 9 % Gewinnwachstum für die im S&P 500 gelisteten Unternehmen im Jahr 2024, erwarten die (von Factset) befragten Analysten für das Jahr 2025 sogar ein Wachstum von 15 %. Wir erachten diese Prognose als ambitioniert, aber erreichbar, falls die US-Unternehmenssteuern in der Tat gesenkt werden. Zudem sind drei weitere Faktoren für die Gewinnprognose relevant:

Unsicherheit bezüglich der Gewinne groß

1. **Politikimpuls:** Die US-Konjunktur wird voraussichtlich im kommenden Jahr von Steuersenkungen und Deregulierungen zusätzlich angeschoben. Massive Ausgaben- und Subventionskürzungen würden jedoch die Gewinnzuwächse kurzfristig schmälern.
2. **Zinspolitik:** Die erwarteten Zinssenkungen durch die US-Notenbank könnten die Finanzierungskosten für Unternehmen senken und somit Gewinnmargen verbessern. Allerdings sehen sich einige Unternehmen, deren in der Niedrigzinsphase abgeschlossene Finanzierungen nun auslaufen, mit merklich höheren Zinskosten konfrontiert.
3. **Technologische Innovationen:** Fortschritte in der Technologie, insbesondere im Bereich der KI und der digitalen Transformation, werden voraussichtlich die Effizienz und Produktivität der Unternehmen erhöhen und somit zu höheren Gewinnen führen.

US-Markt preist eine perfekte Aktien-Welt ein

Für die kommenden Monate rechnen wir damit, dass die jüngsten Revisionen der US-Gewinnschätzungen nach unten enden werden. Insbesondere für den S&P 500 sowie den Nasdaq Composite ist in unseren Augen jedoch nicht zu erwarten, dass die Bewertungsseite die Kurse unterstützt. Die hohen Bewertungen, also die Kurse im Verhältnis zu den Gewinnen, reflektieren bereits enorme Zukunftshoffnungen und somit in gewissem Umfang steigende Gewinnschätzungen durch das Gros der Analysten. Aufgrund der soliden Gewinne dürfte der S&P 500 am Ende des ersten Halbjahres 2025 bei etwa 6.700 Punkten notieren.

Europa mit Herausforderungen

In Europa ist die Lage herausfordernder. Die Binnenkonjunktur ist mau und viele Konzerne haben im zu Ende gehenden Jahr 2024 unter der schwachen Nachfrage aus China gelitten. Basierend auf den BIP-Prognosen unserer Volkswirte schätzen wir für die im STOXX Europe 600 gelisteten Unternehmen, dass sie ihre Gewinne im Jahr 2025 um 6–8 % gegenüber 2024 steigern können. Dazu tragen ein höheres Umsatzwachstum ebenso bei wie höhere Gewinnmargen. Optimistisch stimmt uns, dass viele negative Faktoren unseres Erachtens bereits in den Kursen enthalten sind. So geht der Bewertungsabschlag europäischer Aktien im Vergleich zu ihren amerikanischen Pendanten wohl über das fundamental gerechtfertigte Niveau hinaus. Bis Mitte 2025 erwarten wir für den STOXX Europe 600 im Basisszenario einen Ertrag von rund 7 %. Für den 31. Dezember 2025 prognostizieren wir ein Niveau von 570 Indexpunkten, das einem Anstieg von 12 % entsprechen würde. Den DAX40 sehen wir zum Jahresende bei 21.500 Punkten.

Kurse: US-Markt enteilt  
Aktienindex (01.11.2019=100)



Quelle: Bloomberg

Bewertung: Hoher Abschlag für Europa  
Kurs-Gewinn-Verhältnis



Quelle: Bloomberg

Anleihen profitieren von  
EZB-Zinssenkungen

### Gold und Renditen im Schlepptau der Notenbanken

Das europäische Rentenmarktsegment dürfte 2025 zunächst tendenziell von Kurssteigerungen profitieren, denn für die kommenden Monate erwarten wir sinkende Renditen für Bundesanleihen. Die Renditekurven von US-Treasuries und Bundesanleihen dürften bei sinkenden Leitzinsen steiler werden; die Renditen am kurzen Ende sollten hierbei stärker fallen als am längeren. Die ertragsstärksten Laufzeiten sind aus unserer Sicht dabei zwar jene über zehn Jahre. Der Ertragsverzicht bei Fälligkeiten zwischen fünf und zehn Jahren ist jedoch im Basisszenario gering.

Innerhalb des Rentenuniversums sind Pfandbriefe (Covered Bonds) unser bevorzugtes Vehikel. Unternehmensanleihen zeigen nur noch geringe Risikoaufschläge (Credit Spreads) und kompensieren unseres Erachtens nicht adäquat für konjunkturell etwaig unruhigere Zeiten, mögliche Bonitätsverschlechterungen und höhere Spreads.

Der Goldpreis hat sich seit Ende 2015 bis vor kurzem nahezu verdreifacht – von 1.000 auf 2.800 USD/Unze. Etwas fallende reale Renditen sollten für sich genommen unserer Einschätzung nach dem Goldpreis Rückenwind verleihen. Weitere Impulse könnten die Zentralbanken liefern. Sie sind dabei, ihre Goldreserven kräftiger aufzustocken. Den Weg für noch höhere Notierungen von Gold halten wir gleichwohl für begrenzt. Unsere Preisspanne für 2025 liegt zwischen 2.500 bis äußerst 3.000 USD/Unze.

US-Aktien das Maß der Dinge

### Asset Allokation: ein schmaler Grat

Vor dem Hintergrund des hier Beschriebenen sollten globale Aktien im kommenden Jahr globale Renten in der Wertentwicklung hinter sich lassen. Wir steuern daher unsere Aktienquoten unter taktischen Gesichtspunkten zunächst über den strategischen Quoten. In den Aktienportfolien halten wir das Gewicht von US-Aktien höher als in der Benchmark. Europäische Titel und Schwellenländermärkte sind vorerst untergewichtet. Regional sprechen vor allem die Gewinnperspektiven und die technologische Vorherrschaft der US-Konzerne dafür, US-Titel zu Jahresbeginn zu bevorzugen. Sollte der Krieg in der Ukraine beigelegt oder Anzeichen einer besser als von uns erwarteten Konjunktorentwicklung in China sichtbar werden, dürfte das Pendel zu europäischen Werten ausschlagen. Gold bleibt für uns ein wichtiger Stabilitätsanker.

# Exkurs: Aktives versus passives Investieren

Robin Beugels  
 +49 221 139319-7025  
 robin.beugels@hal-privatbank.com

## Extreme Trends – Fluch und Segen für Anleger

In den vergangenen Jahren haben die Höhenflüge einiger weniger Aktien zu einer extremen Marktkapitalisierung dieser Unternehmen geführt und damit gleichzeitig zu einer hohen Konzentration in den großen Aktienmarktindizes. Insbesondere in den USA dominieren Tech-Giganten wie Apple, Microsoft, Amazon, Alphabet und Nvidia, die zusammen mehr als ein Viertel des S&P 500 ausmachen. Im Deutschen Leitindex DAX kommen allein Siemens und SAP auf einen Anteil von zusammen 25 %. Auf Europäischer Ebene finden sich im Stoxx Europe 600 zwar auch einige Großunternehmen wie Novo-Nordisk, ASML, LVMH oder Nestlé, allerdings bei weitem nicht in der hohen Konzentration wie im US-Leitindex. In den vergangenen Jahren war es für aktive Anlagemanager daher schwieriger denn je, die Marktindizes und damit auch passive, rein den Index abbildende Anlageinstrumente zu schlagen. Viele konnten mit den Vergleichsmaßstäben, den sogenannten Benchmarks, nicht ganz Schritt halten. Einer der Hauptgründe dafür ist, dass kaum ein Manager die mittlerweile extrem hohen Gewichtungen einzelner Unternehmen wegen der damit verbundenen Klumpenrisiken in den Portfolios abgebildet hat. Oftmals werden die Gewichtungsunterschiede deutlich reduziert oder sogar eine Gleichgewichtung der Einzelwerte vorgenommen. Die nachfolgenden Charts zeigen die historische Entwicklung des gängigen, auf Marktkapitalisierung basierenden S&P 500 Index im Vergleich mit dem gleichgewichteten S&P 500 Index für verschiedene Zeiträume.

Höhere Marktkonzentration  
 S&P 500 (USA, Januar 1995=100)



Quelle: Bloomberg

Geringere Marktkonzentration  
 S&P 500 (USA, Januar 2004=100)



Quelle: Bloomberg

## Extreme Trends bergen Risiken

Deutlich zu erkennen ist, dass Phasen zunehmender Marktkonzentration lange anhalten können, wie von Mitte der 1990er-Jahre bis zum Platzen der Dot-Com-Blase im Jahr 2000 (linker Chart). In diesem Zeitraum schneidet der auf Marktkapitalisierung basierende S&P 500 Index deutlich besser ab. Gleichzeitig gibt es auch ausgeprägte Phasen, in denen der gleichgewichtete Index eine bessere Wertentwicklung aufzeigt (rechter Chart). Zurückzuführen ist dies dann auf eine ausgewogenere Entwicklung der vielen im Index enthaltenen Unternehmen. In den vergangenen Jahren erleben wir wieder, dass nur wenige Indexschergewichte den Großteil zur Wertentwicklung der Indizes beitragen. Die Historie zeigt, dass sich insbesondere Extremphasen wie Ende der 1990er-Jahre durch schnelle und starke gegenläufige

Entwicklungen regelmäßig normalisieren. Aktueller denn je ist daher die immer währende Diskussion über die Vor- und Nachteile aktiver und passiver Anlagestrategien und welche die richtige für die kommenden Jahre ist.

### Aktiv oder Passiv?

Aktives Investieren gibt Flexibilität

Beim aktiven Investieren zielen Manager von Fonds oder individuellen Einzelaktien-Portfolien darauf ab, die Markttrendite der großen Indizes durch eine gezielte Auswahl von Aktien, Branchen oder Regionen zu übertreffen. Da sie nicht an einen Index gebunden sind, können sie also in der Zusammenstellung ihrer Portfolien deutlich von den Indizes abweichen. Zu den wesentlichen Vorteilen für aktive Manager zählt die Flexibilität, ihre Fonds oder Portfolien an strukturelle Marktveränderungen anzupassen. Auf die aktuell sehr hohe Marktkonzentration und damit verbundenen Risiken können zum Beispiel überbewertete Titel oder Sektoren gemieden oder zumindest geringer gewichtet werden. Zudem kann der Manager gezielt in kleinere Unternehmen oder weniger beachtete Branchen investieren. So können in einem von Technologieunternehmen dominierten Markt beispielsweise bewusst zyklischere Werte oder auch Unternehmen aus defensiveren Sektoren wie dem Gesundheitsbereich stärker beigemischt werden, um die Risiken besser zu diversifizieren. Nachteilig können sich allerdings die in der Regel etwas höheren Kosten der aktiven Verwaltung von Fonds oder individueller Portfolien in Form von Management- oder auch Transaktionsgebühren auswirken. Auch hängt der Erfolg maßgeblich von einem disziplinierten, professionellen Investmentprozess und der Kompetenz und Erfahrung des Managers oder Anlegers ab.

Passives Investieren reduziert Fehlerquellen

Passive Anlageinstrumente, wie etwa börsengehandelte Indexfonds (ETF) verfolgen das Ziel, einen Index (zum Beispiel den S&P 500 oder den MSCI World) so exakt wie möglich nachzubilden und damit die Markttrendite zu erreichen. Der Hauptfokus liegt dabei auf hoher Kosteneffizienz und geringer Abweichung zum entsprechenden Index. Da passives Investieren keine aktive Analyse und Entscheidungen erfordert und somit Fehlerquellen reduziert werden, liegen weitere Vorteile in der Umsetzungseffizienz, eine marktadäquate Wertentwicklung zu erzielen. Zudem kann über passive Anlageinstrumente, die ganze Märkte abbilden, ein höherer Diversifikationsgrad über oftmals hunderte von Unternehmen erzielt werden, als dies bei der Investition in Einzelaktien möglich ist. In der aktuellen Situation führen jedoch extreme Gewichtungskonzentrationen in den Indizes auch zu erhöhten Klumpenrisiken in den entsprechenden Anlageinstrumenten. Auf einen starken Rückgang von Indexschergewichten kann also nicht reagiert werden. Es werden somit keine risikoreduzierenden Anpassungen vorgenommen, auch nicht, wenn Unternehmen möglicherweise bereits stark überbewertet sind.

### Die Mischung macht's

Kein Entweder-Oder

In der Diskussion zwischen den Anhängern des passiven Ansatzes und denen, die das aktive Management bevorzugen, gibt es kein eindeutiges Fazit. Zwar zeigen Statistiken, dass langfristig nur ein geringer Anteil der aktiven Manager die jeweiligen Märkte schlägt. Bei dieser Betrachtung wird allerdings oftmals nur die Wertentwicklung betrachtet und die Risikoseite in der Analyse vernachlässigt. Es kommt bei der Auswahl unseres Erachtens neben der rein statistischen Auswertung auch auf die individuellen Anlageziele, Risikobereitschaft und Einschätzung der Marktsituation an. Zudem können die verschiedenen Ansätze in der Portfoliosteuerung zu unterschiedlichen Zwecken genutzt werden. Aus diesem Grund liegt für uns die Antwort nicht in einer Entweder-Oder-Entscheidung, sondern in einer zielgerichteten Kombination beider Ansätze.



# Ihre Ansprechpartner



**Dr. Alexander Krüger**  
Chefvolkswirt

+49 211 4952-187  
[alexander.krueger@hal-privatbank.com](mailto:alexander.krueger@hal-privatbank.com)



**Dr. Bastian Hepperle**  
Senior Economist

+49 211 4952-615  
[bastian.hepperle@hal-privatbank.com](mailto:bastian.hepperle@hal-privatbank.com)



**Robin Beugels**  
Chief Investment Officer

+49 221 139319-7025  
[robin.beugels@hal-privatbank.com](mailto:robin.beugels@hal-privatbank.com)



**Burkhard Allgeier**  
Chief Investment Officer  
Lampe Asset Management

+49 69 2444878-20  
[Burkhard.allgeier@lampe-am.de](mailto:Burkhard.allgeier@lampe-am.de)

# Abkürzungen

Abkürzung	Erklärung	Abkürzung	Erklärung
3MD	3-Monatsdurchschnitt (gleitend)	GfK	Gesellschaft für Konsumforschung
2J, 10J	2 Jahre, 10 Jahre	HVPI	Harmonisierter Verbraucherpreisindex
5J 5J / 5x5	Maß für die in fünf Jahren für die darauf folgenden fünf Jahre bestehende Inflationserwartung	ifo	ifo Institut – Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung
%-Punkte	Prozentpunkte	JPY	Japanischer Yen als Währung
APEC	Asiatisch-Pazifische Wirtschaftsgemeinschaft	KGV	Kurs-Gewinn-Verhältnis
b	Barrel	MSCI World	Hier: Weltweiter Aktienindex, umfasst Aktien von rund 1.400 Unternehmen aus 23 Industrieländern
BIP	Bruttoinlandsprodukt	NOK	Norwegische Krone als Währung
BoE	Bank of England (Notenbank von Großbritannien)	O. Lebensmittel	Ohne Lebensmittel
BoJ	Bank of Japan (Notenbank von Japan)	P	Prognose
Bp	Basispunkt(e)	PBoC	People's Bank of China (Notenbank der Volksrepublik China)
BRICS	Brasilien, Russland, Indien, China und Südafrika	PCE	Personal Consumption Expenditures (Konsumausgaben der privaten Haushalte)
CHF	Schweizer Franken	PLN	Polnischer Zloty als Währung
CHN	China	Priv. Verbr.	Privater Verbrauch
CNY	Chinesischer Yuan als Währung	R. Skala / r. S.	Rechte Skala
DAX	Deutscher Aktienindex	S&P 500	Standard & Poor's 500. Aktienindex der 500 größten börsennotierten Unternehmen in USA
DEU, ESP, FRA u. a.	Abkürzungen nach Ländercodeliste DIN ISO 3166	SEK	Schwedische Krone als Währung
EU	Europäische Union	SNB	Schweizerische Nationalbank (Notenbank der Schweiz)
EUR	Euro	STOXX Europe 600	Aktienindex der 600 größten europäischen Unternehmen
EWU	Europäische Währungsunion	USD	US-Dollar als Währung
EZB	Europäische Zentralbank	Verarb. Gew.	Verarbeitendes Gewerbe
Fed	Federal Reserve Bank (US-Notenbank)	Zum Vj./z. Vj.	Zum Vorjahr
GBP	Britisches Pfund		

Quelle: Hauck Aufhäuser Lampe

# Erklärungen

Begriff	Erklärung
America First	Steht für einen Politikstil, bei dem die USA ihre politische und handelspolitische Ausrichtung weg von einer globalen Verantwortung hin zu einer Politik ändert, die die nationalen Interessen und die USA selbst in den Mittelpunkt stellt
Arbeitstageeffekt	Berücksichtigt, ob in einem Jahr mehr oder weniger Arbeitstage zur Verfügung stehen, weil Feiertage etwa auf ein Wochenende fallen. Die Wachstumsrate des BIP wird um diesen Effekt bereinigt
Asset Allocation	Aufteilung des Vermögens auf mehrere Anlageklassen zwecks Renditeoptimierung sowie Streuung des Anlagerisikos
Bank Rate	Hier als Leitzins der Notenbank von Großbritannien
Basiseffekt	Spielt bei Veränderungsraten eine Rolle, meist bezogen auf das Vorjahr. Die Höhe z. B. der Inflationsrate eines bestimmten Jahres hängt nicht nur von der aktuellen monatlichen Preisentwicklung ab, sondern auch von der Höhe der Ausgangsbasis der Vorperiode
Basispunkt	Ein Hundertstel eines Prozentpunktes
Bruttoinlandsprodukt	Gesamtwert aller von einer Volkswirtschaft erstellten Waren und Dienstleistungen, soweit diese nicht als Vorleistungen für die Produktion anderer Waren und Dienstleistungen verwendet werden
Containerfrachtrate	Hier durchschnittliche Containerfrachtrate für die Verschiffung von Containern von Shanghai auf den 13 weltweiten Haupttrouten in US-\$/20-Fuß-Äquivalent-Einheit (TEU)
Deglobalisierung	Strukturelle Entwicklung hin zu einer geringeren internationalen Verflechtung bzw. Arbeitsteilung unter anderem bei Handelsströmen und Direktinvestitionen
Disinflation	Längere Phase mit abnehmendem/geringem Preisniveaustieg
Dekarbonisierung	Umstieg von fossilen auf kohlenstofffreie sowie erneuerbare Energiequellen
Dot-Com Blase	Spekulative Aktienmarktblase, die zwischen 1995 und 2000 auftrat. Sie war geprägt durch eine übermäßige Spekulation auf Basis der Zukunftsfähigkeit und des disruptiven Potenzials des Internets.
Einkaufsmanagerindex	Befragung von Einkaufsmanagern, die einen Überblick hinsichtlich der wirtschaftlichen Lage im Verarbeitenden bzw. Nicht-verarbeitenden Gewerbe (Dienstleistungssektor) gibt. Ein Wert unter (über) 50 Punkten deutet auf eine schrumpfende (zunehmende) Geschäftstätigkeit hin
Einlagesatz	Geldpolitisches Instrument. Er bezieht sich auf die von einer Notenbank gezahlte Verzinsung für Guthaben, die von Geschäftsbanken bei ihr angelegt werden
Emission	Ausgabe von Wertpapieren, z. B. Staatsanleihen
Federal Funds (Target) Rate	Leitzins der US-Notenbank. Hier als oberer Rand des von der US-Notenbank angestrebten Zielkorridors für den Tageszinssatz verstanden, zu dem sich US-Banken untereinander Kredite zur Deckung der Mindestreserveverpflichtungen zur Verfügung stellen
Filibuster	Eine Taktik einer Minderheit in einem Parlament, durch Dauerreden oder die bloße Androhung von Dauerreden eine Beschlussfassung durch die Mehrheit zu verhindern oder zu verzögern
Geldpolitik	Umfasst sämtliche Maßnahmen, die eine Notenbank zur Verwirklichung ihrer Ziele ergreifen kann
Harmonisierter Verbraucherpreisindex	Einheitlicher Maßstab zur Messung der Inflation in den EWU-Mitgliedstaaten
Hauptrefinanzierungssatz	Zinssatz, den Geschäftsbanken zahlen, wenn sie sich Geld von der Europäischen Zentralbank leihen. Der Hauptrefinanzierungssatz ist der wichtigste Zinssatz zur Steuerung des geldpolitischen Kurses
Inflation	Allgemeine und anhaltende Steigerung des Preisniveaus bei Gütern und Dienstleistungen
Inflationsrate	Veränderung der Verbraucherpreise, in der Regel gegenüber Vormonat und Vorjahr berechnet
Kern-Deflator Konsum	Inflationsmaß für die Preise der Konsumausgaben privater Haushalte in den USA (berechnet ohne die Preise für Nahrungsmittel und Energiegüter/-dienstleistungen)
Kurs-Gewinn-Verhältnis	Relation zwischen dem Aktienkurs eines Unternehmens und dem tatsächlichen bzw. vom Konsensus der Analysten geschätzten künftigen Gewinn pro Aktie. Ein wichtiges Bewertungskriterium für Aktien
Leitzins	Zentrales Element, mit dem eine Notenbank ihre Geldpolitik steuert. Es beinhaltet den Spitzenrefinanzierungssatz, den Hauptrefinanzierungssatz und den Einlagesatz

Begriff	Erklärung
Lohnstückkosten	Verhältnis von Arbeitskosten zur Produktivitätsentwicklung
Marktkapitalisierung	Börsenwert eines Unternehmens. Errechnet aus der Anzahl ausstehender Aktien multipliziert mit dem aktuellen Aktienkurs. Bei Indizes: Summe der Börsenwerte der im Index enthaltenen Unternehmen
Markttrendite	Hier als Wertentwicklung eines Aktienmarktindex wie zum Beispiel DAX
Nominal	Berechnet zu laufenden Preisen, nicht preisbereinigt
Notenbank (Zentralbank)	Eine Notenbank ist eine eigenständige Institution, die mit der Durchführung der Geldpolitik betraut ist
Parität	Hier als Austauschverhältnis zwischen zwei Währungen bei einem Wert von 1,0 verstanden
Performance	Wertentwicklung
Potenzialrate, Potenzialwachstum	Veränderung des Produktionspotenzials (siehe auch Produktionspotenzial)
Preis- und saisonbereinigt	Berechnet zu konstanten Preisen eines bestimmten Bezugsjahres. Zudem ist die Datenreihe um regelmäßig wiederkehrende, für bestimmte Monate bzw. Quartale typische (Saison-)Muster bereinigt
Preisstabilität	Hier als Zielwert von Notenbanken verstanden. Für die EZB soll die jährliche Inflationsrate auf mittlere Sicht bei 2 % liegen, gemessen am Harmonisierten Verbraucherpreis-index des Euroraums. Die Fed strebt als Zielwert die Inflationsrate des Deflators der privaten Konsumausgaben von 2,0 % an
Preisziel	Die von einer Notenbank angestrebte Höhe des nationalen Verbraucherpreisanstiegs (auch: der nationalen Inflationsrate)
Produktionspotenzial	Mittel- bis langfristige Wachstumsmöglichkeit einer Volkswirtschaft (bzw. Veränderung des BIP), wenn die gesamtwirtschaftlichen Produktionskapazitäten normal ausgelastet sind
Produktivität	Verhältnis von Output (was herauskommt) zu Input (was wird eingesetzt)
Protektionismus	Handelspolitische Maßnahmen eines Staates, mit denen der Zutritt ausländischer Anbieter zum Inlandsmarkt beeinträchtigt und inländische Anbieter vor ausländischer Konkurrenz geschützt werden
Real	Preisbereinigt, berechnet zu konstanten Preisen eines bestimmten Bezugsjahres
Rendite	Ertrag einer Kapitalanlage. Sie wird für ein Jahr für die Restlaufzeit einer zum Beispiel 10-jährigen Anleihe berechnet und in Prozent ausgedrückt
Renditestrukturkurve	Grafische Darstellung der jeweils geltenden Zinssätze/Renditen für unterschiedliche (Rest-)Laufzeiten einer bestimmten Anlageform (hier zumeist bezogen auf Staatsanleihen)
Rezession	Eine der vier Phasen im Konjunkturzyklus einer Volkswirtschaft, in der wichtige Konjunkturindikatoren sich stark zurückbilden und die gesamtwirtschaftliche Wirtschaftsleistung schrumpft
Risikoprämie von Aktien	Über- oder Unterrendite, die mit dem Risiko einer Aktienanlage einhergehen kann, unterschiedliche Berechnungsmethoden. Gebräuchlich ist die Differenz aus der Gewinnrendite (Gewinn pro Aktie im Verhältnis zum Aktienkurs bzw. Kehrwert vom KGV) und der Rendite für 10-jährige Staatsanleihen
sentix Konjunkturindex	Ein auf Basis einer monatlichen Umfrage unter privaten und institutionellen Anlegern erhobener Frühindikator zur möglichen Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts eines Landes oder einer Region
Spread	Abstand, oft zwischen zwei Zinssätzen, ausgedrückt in Prozentpunkten bzw. Basispunkten
Staatsanleihe/Staatstitel	Schuldverschreibungen des jeweiligen Staates mit unterschiedlichen Laufzeiten. Hierzu zählen u. a. deutsche Bundesanleihen, britische Gilts, US-amerikanische Treasuries und Eurobonds
Stimmungsindikatoren	Überwiegend aus Umfragen berechnet. Hierzu zählen insbesondere die Einschätzungen der Einkaufsmanager und der ifo-Geschäftsklimaindex
US-Treasuries	Vom US-Schatzamt begebene Schuldscheine mit unterschiedlichen Fälligkeiten. Allgemeine Bezeichnung auch für US-amerikanische Staatsanleihen
Verbraucherpreisindex	Messung der durchschnittlichen Preisentwicklung von Waren und Dienstleistungen
Volatilität	Hier: preisliche Schwankungsbreite von Wertpapier- oder Devisenkursen
Wirtschaftsvertrauen	Europaweite Stimmungsumfrage der EU-Kommission bei Unternehmen aus den Branchen Industrie, Dienstleistungen, Einzelhandel, Baugewerbe sowie bei Verbrauchern

Quelle: Hauck Aufhäuser Lampe

# Wichtige Hinweise

## Haftungserklärung

Die Angaben in dieser Studie basieren auf öffentlichen Informationsquellen, die der Verfasser bzw. die Verfasser als zuverlässig erachtet / erachten. Weder die Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG noch ihre verbundenen Unternehmen noch die gesetzlichen Vertreter, Aufsichtsratsmitglieder und Mitarbeiter dieser Unternehmen übernehmen eine Gewähr für die Richtigkeit der Angaben, deren Vollständigkeit und Genauigkeit. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Studie und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Alle in dieser Studie geäußerten Meinungen und Bewertungen geben allein die Einschätzung desjenigen Verfassers / derjenigen Verfasser, der / die diese Studie erstellt hat / haben, zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder, die nicht notwendigerweise den Meinungen und Bewertungen anderer Geschäftsbereiche der Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG oder ihrer verbundenen Unternehmen entsprechen. Alle Meinungen und Bewertungen können jederzeit ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Sie können auch von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Die Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG ist nicht dazu verpflichtet, diese Studie zu aktualisieren, abzuändern oder zu ergänzen oder deren Empfänger auf andere Weise zu informieren, wenn sich ein in dieser Studie genannter Umstand oder eine darin enthaltene Stellungnahme, Schätzung oder Prognose ändert oder unzutreffend wird.

Diese Studie richtet sich ausschließlich an Personen mit Geschäftssitz in der Europäischen Union sowie der Schweiz und Liechtenstein, denen die Bank sie willentlich zur Verfügung gestellt hat. Die Inhalte dienen ausschließlich Informationszwecken und sind weder als Rat oder Empfehlung noch als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten zu verstehen.

Die Erstellung und Verbreitung dieser Studie untersteht dem Recht der Bundesrepublik Deutschland. Ihre Verbreitung in anderen Jurisdiktionen kann durch dort geltende Gesetze oder sonstige rechtliche Bestimmungen beschränkt sein. Personen mit Sitz außerhalb der Bundesrepublik Deutschland, in deren Besitz diese Studie gelangt, müssen sich selbst über etwaige für sie gültige Beschränkungen unterrichten und diese befolgen. Ihnen wird empfohlen, mit den Stellen ihres Landes, die für die Überwachung von Finanzinstrumenten und von Märkten, an denen Finanzinstrumente gehandelt werden, zuständig sind, Kontakt aufzunehmen, um in Erfahrung zu bringen, ob Erwerbsbeschränkungen bezüglich der Finanzinstrumente, auf die sich diese Studie bezieht, für sie bestehen. Diese Studie darf weder vollständig noch teilweise nachgedruckt oder in ein Informationssystem übertragen oder auf irgendeine Weise gespeichert werden, und zwar weder elektronisch, mechanisch, per Fotokopie noch auf andere Weise, außer im Falle der vorherigen schriftlichen Genehmigung durch die Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG.

Herausgeber dieser Studie ist die Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG, Kaiserstraße 24, 60311 Frankfurt am Main, eingetragen im Handelsregister bei dem Amtsgericht Frankfurt unter der Nummer HRB 108617. Die Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG verfügt über eine Erlaubnis zur Erbringung von Bankgeschäften und Finanzdienstleistungen und unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn, Marie-Curie-Straße 24–28, 60439 Frankfurt am Main, Deutschland.

Verantwortlicher Redakteur und Ansprechpartner ist:

Redaktionsschluss: 01.12.2023, 8 Uhr

### **Dr. Alexander Krüger**

Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG  
Economic Research  
Schwannstraße 10  
40476 Düsseldorf

alexander.krueger@hal-privatbank.com  
Telefon +49 211 4952-187  
Telefax +49 211 4952-494

Der schnellste Weg zu uns?  
Nutzen Sie diesen QR-Code!

