



AUSBLICK
WELTWIRTSCHAFT
2025

INHALT



Dr. Frank Wohlgemuth
Leiter Research, CIIA



Dr. Jan Bottermann
Chefvolkswirt



Ekkehard Link
Leiter Kapitalmarktanalyse, CFA



Markus Glockenmeier
Senior Kapitalmarktanalyst, CFA

GEOPOLITISCHE EINFLUSSFAKTOREN



22

DAS UMFELD SPRICHT UNGEBROCHEN VOR ALLEM FÜR US-AKTIEN



38

UNSERE ZEHN ÜBERZEUGUNGEN FÜR 2025

4

DIE WELTWIRTSCHAFT IM ZEICHEN DER HERAUFZIEHENDEN MULTIPOLEN WELTORDNUNG



10

DIE KAPITALMÄRKTE IM JAHR 2025



32

AUSBlick – DIE ASSET-KLASSEN KOMPAKT

44



Dr. Thomas A. Lange

Vorsitzender des Vorstandes

Sehr geehrte Damen und Herren,

wir erleben gegenwärtig große Umbrüche. Innenpolitisch stehen wir infolge einer gescheiterten Bundesregierung vor Neuwahlen und ökonomisch treten wir auf der Stelle. Kaum Wachstum, eine überbordende Bürokratie und ein zunehmender staatlicher Dirigismus führen zu Mutlosigkeit gegenüber dringend erforderlichen Reformen. Auch geopolitisch lässt sich die Vielzahl der Entwicklungen kaum mehr überblicken. Der – in Friedenszeiten – temporäre Ausruf des Kriegsrechts durch den südkoreanischen Präsidenten und der Fall Syriens sind letzte Beispiele. Tatsache ist, dass tradierte und völkerrechtlich verankerte Institutionen zunehmend an Einfluss und Gestaltungskraft, teilweise auch an Autorität verlieren. Es ist offensichtlich, dass die neue multipolare Welt noch keine tragfähigen Ordnungsstrukturen entwickelt hat. So bilden sich unterschiedliche Koalitionen, die eher durch punktuell identische Interessen als gemeinsame Werte miteinander verbunden sind. Das führt zu einer Unsicherheit, die uns noch lange begleiten wird. In diesem Umfeld bedarf es keiner Kenntnis im Verweilen, sondern einer Orientierung im Fortschreiten.

Der Zäsur in den internationalen Beziehungen steht allerdings eine geoökonomische Entwicklung entgegen, die mit Blick auf die Kapitalmärkte durchaus Chancen in sich trägt. Im Kern lässt sich feststellen, dass der Übergang zu einer neuen internationalen Ordnung nicht zwingend mit einer Erosion des Freihandels verbunden sein muss. Das vor wenigen Tagen abgeschlossene Handelsabkommen der Europäischen Union mit den Staaten des Mercosur ist ein Beispiel. Die zunehmende Multipolarität des internationalen Systems ist mit dem Aufstieg neuer Wirtschaftsmächte verknüpft, was der Entwicklung des Welthandels zu einer vollkommen atypischen Resilienz verhalf. Aus diesem Grund ist die These der Deglobalisierung trotz tiefgreifender geopolitischer Verwerfungen bislang lediglich ein Narrativ geblieben. Dies sind wesentliche Voraussetzungen dafür, dass der pandemische Inflationsschock bei global intakten Lieferketten nunmehr überwunden werden kann. Diese Entwicklung lässt erwarten, dass der internationalen Geldpolitik weitere Freiheitsgrade zuwachsen – eine wesentliche Voraussetzung für die Überwindung der tiefgreifenden Schwäche des Verarbeitenden Gewerbes weltweit. Schließlich bergen die neuen Technologien der Künstlichen Intelligenz zwar massive gesellschaftspolitische Risiken, ökonomisch entfesseln sie aber ein enormes Potenzial.

Der AUSBLICK WELTWIRTSCHAFT 2025 enthält umfassende und kluge Analysen unseres Research, der volkswirtschaftlichen Abteilung unserer National-Bank. Er zeigt, wie Sie die sich in diesem Umfeld ergebenden Chancen nutzen können.

Ihr

Thomas A. Lange

Dr. Thomas A. Lange

UNSERE ZEHN ÜBERZEUGUNGEN FÜR 2025

Auch das ausgehende Jahr machte uns zu Zeitzeugen dramatischer geopolitischer Umbrüche. Die Dynamik der Desintegration der Nachkriegsordnung hat dabei nicht abgenommen – im Gegenteil: Im Nachgang zur Invasion der Ukraine ist vielmehr deutlich geworden, dass die Machtverschiebung zwischen dem globalen Norden und dem globalen Süden weitreichende Folgen auch für die systemische Rivalität zwischen China, den USA und Russland haben wird. Der Westen unter der Führung der USA kann sich nicht mehr ohne Weiteres darauf verlassen, die aufstrebenden Mächte der Welt bruchlos in seine geopolitische Strategie einbinden zu können: Trotz des klaren Bruches des Völkerrechtes, unermesslichen menschlichen Leides und ungeahnter Kriegsgräueltat gelang es bis zuletzt nicht, viele aufstrebende Mittel- und Großmächte in eine geschlossene Linie gegenüber Russland zu bringen. Viele Schwellen- und Entwicklungsländer sind mittlerweile in der Position, ihre eigenen Interessen stärker durchzusetzen, und nicht mehr ohne Weiteres im System der bisherigen Konfliktlinien subsumierbar. Insgesamt bleibt abzuwarten, ob die herausziehende multipolare Ordnung die unipolare Nachkriegsordnung bruchlos ersetzen können. Die Gefahren liegen aber auf der Hand: Die internationale Ordnung verliert mit dem Niedergang der Pax Americana mehr und mehr ihren Hegemon, ihren über Jahrzehnte auch benevolenten, ordnenden Hüter. Geopolitisch entsteht durch den Machtverlust der USA potenziell ein sogenanntes „Gefangenendilemma“, da es keinen Garanten mehr dafür gibt, dass sich alle – zum Wohle aller – an die tradierten Spielregeln halten. Der Verfall zivilisatorischer Normen zeigt sich hier auch daran, dass es zu einer Renaissance „realistischer“ geopolitischer Paradigmen kommt, in deren Rahmen militärische Gewalt wieder eine zentrale Rolle spielt, während Werte als Mittel auch der Diplomatie wieder stärker in den Hintergrund treten.

Natürgemäß droht der Normenverlust auf der internationalen Ebene grundsätzlich auch auf die Weltwirtschaft durchzuschlagen. Zwar lässt sich auch die Geoökonomie als unabhängige Machtfigur bzw. Mittel der internationalen Konkurrenz begreifen. Die Erosion der Nachkriegsordnung führt aber potenziell dazu, dass wirtschaftliche Belange von der Machtkonkurrenz überlagert werden: Die Instrumentalisierung des internationalen Handels bewirkt in der Tendenz, dass die komparativen Kostenvorteile internationaler Arbeitsteilung immer weniger gehoben werden können. Gleichwohl bleibt die Ökonomie aller Voraussicht nach aber eine zentrale Dimension der internationalen Politik. Der Zusammenbruch der Sowjetunion lehrte hier eindrucksvoll, dass militärische Macht auch eine Funktion ökonomischer Effizienz ist und bleibt. Vor allem der rasante technologische Fortschritt spricht dafür, dass rein militärische Kapazitäten immer weniger geeignet sind, sich geopolitische Macht dauerhaft zu sichern. Insofern kann man schon aus einer rein geopolitischen Perspektive berechtigterweise hoffen, dass ökonomische Belange die globale Machtkonkurrenz auch weiterhin restringieren.

Grundsätzlich birgt die herausziehende multipolare Weltordnung aber auch die Chance, dass sie marktgetriebene Konkurrenzprinzipien sowohl in der Geopolitik als auch in der Geoökonomie stärker zum Tragen bringt: Die Resilienz des Welt Handels trotz der verschärften internationalen Spannungen war und ist hier vor allem auch das Ergebnis des Umstandes, dass Drittstaaten zu Zwischenhändlern wurden und somit bilaterale Handelsbeschränkungen umgangen werden konnten. Das Aufkommen dieser „Konnektoren“ hat zu einer Diversifizierung der Lieferketten geführt, was die Widerstandsfähigkeit des Welthandels spürbar erhöht hat. Diese Entwicklung zeugt davon, dass eine multipolare Weltordnung nicht

GEFANGENENDILEMMA

Ein Gefangenendilemma beschreibt eine Situation, in der sich zwei Handelnde zwischen zwei Verhaltensweisen entscheiden müssen, wobei der Erfolg oder „Ertrag“ für den Einzelnen von der Entscheidung des jeweils anderen stark beeinflusst wird. Nur bei einer Kooperation kann das optimale Ergebnis erzielt werden, es bestehen aber jeweils dominante Anreize, nicht zu kooperieren.

„REALISTISCHE“ GEOPOLITISCHER PARADIGMEN

Nach realistischer Auffassung ist das wichtigste Ziel jedes Staates das eigene Überleben. Das lasse sich am besten dadurch sichern, dass er mächtiger ist als seine potenziellen Gegner.

zwingend mit einer Erosion des Freihandelsregimes einhergehen muss. Gerade mit Blick auf die nach wie vor erheblichen Entwicklungsunterschiede haben die Länder des globalen Südens auch weiterhin ein enormes Interesse an ausländischem Kapital und einer engen Einbindung in den Welthandel. Für die Verteidigung eines regelbasierten internationalen Systems wird es hier zukünftig darauf ankommen, ob der Westen willens und in der Lage ist, die aufstrebenden Mächte im Rahmen eines fairen Interessenausgleiches einzubinden und somit möglicherweise sogar die geopolitischen Konflikte zunehmend einzuhegen.

In der Tat sind die weltwirtschaftlichen Perspektiven derzeit einmal mehr höchstwahrscheinlich besser als mit Blick auf die Fragilität der Weltlage allenthalben erwartet: Fast unaufhaltsam bricht sich die wirtschaftliche Expansion in Asien ihre Bahn. Mehr und mehr wird dabei das wirtschaftliche Gewicht Indiens spürbar, das weiterhin mit Rekordraten expandiert und einen Kontrapunkt zum rückläufigen chinesischen Wachstum bildet. Asien gelingt es zunehmend, sich von der Position als Werkbank der Industrienationen zu emanzipieren und die Wertschöpfungsketten heraufzuklettern. Aber auch von der robusten finanziellen Konstitution des privaten Sektors der US-Wirtschaft gehen maßgebliche Impulse für die Stabilität der Weltwirtschaft aus: Rein wirtschaftlich stehen die USA derzeit solide da wie selten – somit bildet die US-Wirtschaft immer noch ein bindendes Leitmotiv für die neuen, weltweit aufstrebenden Mächte.

Mit der Wahl Donald Trumps zum kommenden US-Präsidenten sind allerdings Szenarien wahrscheinlicher geworden, in denen das bis dato robuste Weltwirtschaftsregime spürbar erodiert, der Welthandel erheblich zurückgeht und die Deglobalisierung dann letztlich doch zur Realität wird. Hier bleibt abzuwarten, welchen Weg die kommende US-Administration einschlagen wird, insbesondere wenn die Dysfunktionalität vieler Maßnahmen für die Bevölkerung und/oder die Machteliten des Landes spürbar wird. Naturgemäß verbleiben aber auch jenseits der facettenreichen geopolitischen Bedrohungslage erhebliche Risiken rein ökonomischer Natur: Eine weitere wesentliche Prämisse für unser Weltbild bleibt die Einschätzung, dass die Strukturbrüche bei der Inflation temporärer Natur bleiben. Die Kurskorrektur der Notenbanken könnte somit deutlicher ausfallen, als bislang erwartet wird. Insgesamt kommen wir somit zu dem Schluss, dass die Chancen an den internationalen Kapitalmärkten die Risiken durchaus überwiegen könnten. Im Einzelnen bauen wir diesbezüglich auf folgenden Thesen auf:

STRUKTURBRUCH

In der Statistik und Ökonometrie ist ein Strukturbruch in Zeitreihen eine Situation, bei der die Modellparameter nicht über die gesamte Zeitreihe hinweg konstant sind: Dies lässt auf einen Regimewechsel schließen.

WIRTSCHAFTSWACHSTUM NACH LÄNDERGRUPPEN

IN %

	2021	2022	2023	2024e	2025e
Deutschland	3,7	1,4	-0,3	-0,2	0,5
Euroraum	6,2	3,3	0,4	0,8	1,1
USA	6,1	2,5	2,9	2,8	2,1
Industrienationen	6,0	2,9	1,7	1,8	1,8
China	8,4	3,0	5,3	4,8	4,5
Japan	2,7	1,2	1,7	0,3	1,1
Schwellenländer Asien	7,7	4,4	5,7	5,3	5,0
Schwellenländer weltweit	7,0	4,0	4,4	4,2	4,2
Welt	6,6	3,6	3,3	3,2	3,3

Jahresveränderungsrate des BIP

Quellen: Bloomberg, IWF, NATIONAL-BANK.

1

Der Ausblick für die Weltwirtschaft bleibt robust.

Der globale Ausblick wird von einer weiterhin strukturell soliden Entwicklung in Asien und einer robusten US-Expansion getragen. Im kommenden Jahr werden die Impulse dann vor allem von niedrigeren Zinssätzen ausgehen, vorbehaltlich eines umfassenden Handelskrieges bleibt die aggregierte Bewegungsrichtung der Weltwirtschaft von der konjunkturellen Grundfigur her aufwärtsgerichtet.

2

Der unaufhaltsame Aufstieg Asiens bildet unverändert das Rückgrat der globalen Expansionsphase.

Die Probleme am chinesischen Immobilienmarkt werden das Wachstum auf Sicht zwar weiter dämpfen – sie bleiben mit Blick auf das wirtschaftliche Potenzial des Landes aber beherrschbar. Bei einer weiterhin hohen Dynamik des intraregionalen Handels liefert Asien womöglich die entscheidenden Impulse für eine Erholung der Exportindustrien weltweit.

3

Der Schlüssel zur wirtschaftlichen Entwicklung weltweit liegt in den USA.

Die finanzielle Potenz der US-Haushalte wurde bis zuletzt erheblich unterschätzt und könnte die derzeitige Expansionsphase noch erheblich verlängern. Die hohe gesamtwirtschaftliche Flexibilität macht ein Soft-Landing wahrscheinlich, die amerikanische Volkswirtschaft wird auch 2025 bei spürbar expansiveren geldpolitischen Vorgaben solide expandieren können.

4

Geoökonomisch ist der Übergang zu einem multipolaren System nicht zwingend mit einer Erosion des Weltwirtschaftsregimes verbunden.

Gerade die zunehmende Multipolarität des internationalen Systems ist mit dem Aufstieg neuer Wirtschaftsmächte verknüpft, was dem Welthandel bislang eine bemerkenswerte und untypische Widerstandsfähigkeit verlieh. Nur so wird erklärbar, dass die These der Deglobalisierung trotz tiefgreifender geopolitischer Verwerfungen bis zuletzt lediglich ein Narrativ blieb.

5

Die Inflation kann im kommenden Jahr auf die gewünschten Notenbankziele reduziert werden.

Die Entspannung am US-Arbeitsmarkt spricht für eine baldige Überwindung der Knappheiten auch im Dienstleistungssegment. Im kommenden Jahr bleiben die bisherigen ökonomischen Trends gegenüber den geopolitischen Schocks dominant. Die Globalisierung auch der Inflation bewirkt mit Blick auf die Unterauslastung der Kapazitäten in Asien und Europa eine weltweit starke disinflationäre Bias.

6

Die Eurozone durchläuft eine strukturelle Verringerung ihres Wachstumspfad, was insbesondere an der Entwicklung in Deutschland deutlich wird.

Der Strukturbruch beim deutschen Auftragseingang als Krisenbarometer ist kaum überzubewerten: Die Zeitenwende ist auch eine Zeitenwende für die deutsche und somit höchstwahrscheinlich auch für die europäische Wirtschaft.

7

Die internationalen Renditen bleiben im Abwärtstrend.

Ungebrochen überwiegt die Indikation dafür, dass der säkulare Abwärtstrend bei den gleichgewichtigen Realzinsen für die Industrienationen intakt ist. In Europa wird die Dauerstagnation perspektivisch eine erhebliche Abkühlung am Arbeitsmarkt bewirken, an deutlich niedrigeren Zinsvorgaben führt in diesem Szenario auf Dauer kein Weg vorbei.

8

Die Wahl Donald Trumps potenziert die Risiken für die Stabilität des internationalen politischen Systems erheblich.

Außenpolitisch könnte die zweite Amtszeit Trumps die westliche Bündnispolitik schwächen, regionale Instabilitäten fördern und die globale Machtbalance verschieben. Innenpolitisch steht der amerikanischen Demokratie möglicherweise eine ihrer schwersten Bewährungsproben bevor.

9

Der Euro wird seinen Abwärtstrend gegenüber dem US-Dollar fortsetzen.











Die Modellindikationen für die gleichgewichtigen Zinssätze für die Eurozone verzeichnen derzeit historische Tiefststände, die EZB wird auch durch die hohe geopolitische Verwundbarkeit perspektivisch wesentlich aggressiver handeln müssen als die US-Notenbank. Grundsätzlich ist es somit höchstwahrscheinlich, dass der Euro seinen Abwärtstrend, der seit der Lehman-Krise Bestand hat, fortsetzen wird.

10

Die Aktienmärkte sollten auch im Aktienjahr 2025 ihren Aufschwung fortsetzen können.

Die grundlegenden Treiber des Aktienmarktaufschwungs sind weiter intakt: robuste Zinssenkungserwartungen insbesondere in Europa, dynamische Unternehmensgewinne, gerade in den USA, sowie der zunehmende Erkenntnisgewinn, dass die künstliche Intelligenz für einzelne Branchen und die Gesamtwirtschaft ein stark wachstumsbeschleunigendes Element beinhaltet. Ein ausreichendes US-Exposure sollte weiterhin das Maß aller Dinge in einem international diversifizierten Aktienportfolio darstellen.

RÜCKBLICK

-  **1** Die globale wirtschaftliche Dynamik hat sich im Zuge der Nachwehen der Covid-Pandemie zwar weiter abgeschwächt, aber sie bricht nicht.
-  **2** Insgesamt ist ein Soft-Landing der Weltwirtschaft zu erwarten.
-  **3** Die konjunkturelle Typik eines sehr hohen autonomen Wachstums in Asien sorgt auch weiterhin weltweit für Stabilität.
-  **4** Die These einer Deglobalisierung ist zumindest bis dato empirisch nicht zu fundieren.
-  **5** Die US-Inflation kann im kommenden Jahr auf die gewünschten Notenbankziele reduziert werden.
-  **6** Der Wachstumspfad in Europa und Deutschland weist höchstwahrscheinlich einen Strukturbruch auf, der auf die Aggregation der diversen Belastungsfaktoren zurückgeht.
-  **7** Der globale Zinshochpunkt ist bereits durchgemessen. Die führenden Notenbanken dürften die Zinsvorgaben ab dem kommenden Jahr wieder ermäßigen können.
-  **8** Die US-Präsidenten- und Kongresswahlen des Jahres 2024 werden den vorläufigen Höhepunkt eines prinzipiellen, nie gesehenen inner-amerikanischen Ringens um innen- wie außenpolitische Verfasstheit, Orientierung und Ziele der USA widerspiegeln.
-  **9** Wir halten an unserer grundsätzlichen mittelfristigen Aufwertungserwartung für den US-Dollar Richtung Parität fest.
-  **10** Die Aktienmärkte werden im Aktienjahr 2024 von der anstehenden Zinswende deutlich profitieren.

Das ausgehende Jahr hat unsere Prognosen deutlich bestätigt: Trotz einer Vielzahl von geopolitischen Belastungsfaktoren erwies sich die globale Wirtschaftsdynamik als ausgesprochen resilient: Das BIP weltweit konnte mit 3,2 % vergleichsweise solide zulegen. Vor allem aber unsere zweite These traf den Kern der Dinge: Zumindest bis dato ist davon auszugehen, dass es der US-amerikanischen Notenbank gelingt, die Inflationsraten zurückzuführen, ohne dass es zu einer Rezession kommen muss. Auch mit Blick auf die Einschätzung des asiatischen Wachstumspfades haben unsere Projektionen richtig gelegen: Die Expansion in Asien blieb einmal mehr die tragende Säule für die weltweite Expansion, dabei ließ zwar die Dynamik in China etwas nach. Dies wurde aber durch die exzellente wirtschaftliche Entwicklung in Indien kompensiert. Auch wenn mit der kommenden Amtszeit von Donald Trump erhebliche Risiken für das weltwirtschaftliche Handelsregime aufkommen sind, übertraf die Resilienz des Handels bis dato alle Erwartungen: Der global aggregierte Handel blieb über weite Strecken sehr robust und war zuletzt sogar wieder spürbar aufwärtsgerichtet. Zwar hat es länger als von uns erwartet gedauert, bis sich die Inflation in den USA weiter zurückgebildet hat. Gleichwohl ist es zu einer signifikanten Disinflation gekommen. Die konjunkturelle Dynamik in Europa hat bis zuletzt massiv enttäuscht, der Ausblick für die deutsche Konjunktur ist so bedenklich, dass unsere Einschätzung der Implikationen der schwachen Auftragsentwicklung – mittlerweile zentrales Thema einer breiten wirtschaftspolitischen Debatte – als absoluter Volltreffer gelten kann. Auch mit Blick auf die Zinsen haben wir richtig gelegen. Zwar sind die Renditen im Rahmen der Wahl der neuen US-Administration zwischenzeitlich wieder etwas gestiegen, über das Gesamtjahr gesehen blieb aber, wie von uns erwartet, eine insgesamt rückläufige Entwicklung dominant. Auch mit Blick auf unsere achte These haben wir die Dinge richtig erkannt: Nunmehr zeigt sich, welche fundamentale Veränderungen von der kommenden US-Administration ausgehen werden. Absolut zutreffend erwies sich auch unsere Devisenmarkt-Einschätzung, wo der Dollar – entgegen der überwiegenden Mehrheitsmeinung von Kursen deutlich jenseits der Marke von EUR/USD 1,12 – weiter spürbar aufwertete. Auch bei den Aktienmärkten trafen unsere Prognosen einmal mehr voll ins Schwarze.



DIE WELTWIRTSCHAFT IM ZEICHEN DER HERAUFZIEHENDEN MULTIPOLAREN WELTORDNUNG

ÜBERBLICK WELTWIRTSCHAFT

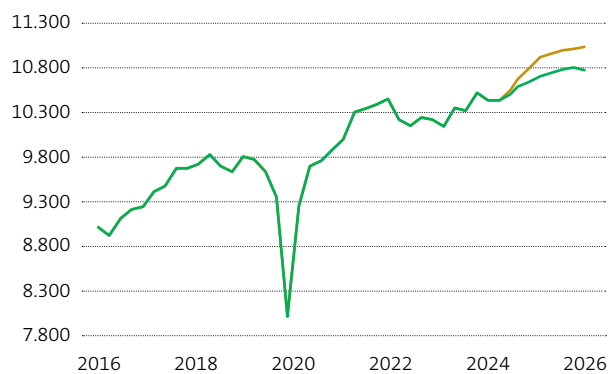
Fünf Jahre nach dem Ausbruch der Pandemie wird für die Weltwirtschaft allmählich das Ende der Phase der Konsolidierung sichtbar: Auch wenn diesbezüglich noch erhebliche Risiken verbleiben, konnte der Kampf gegen die Inflation grundsätzlich gewonnen werden. Im kommenden Jahr sollte für das Gros der Länder der Erde somit wieder geldpolitische Normalität Einzug halten können – die Inflation dürfte rund um den Globus wieder in die Zielkorridore der Notenbanken eintreten. Ausmaß und Geschwindigkeit des Inflationsrückgangs sind dabei zwar auch eine Funktion der Intensität der zukünftigen Handelsrestriktionen, aller Voraussicht nach bleibt die Disinflation aber zumindest im globalen Aggregat klar intakt. Trotz des zurückliegenden scharfen Restriktionskurses zur Einhegung der Inflation ist die Weltwirtschaft dabei nicht eingebrochen, herrschte doch bis zuletzt eine enorme Resilienz vor. Letztere geht vor allem auf den ungebrochen dynamischen Aufholprozess Asiens zurück, der nach wie vor das Rückgrat der aktuellen globalen Konstitution bildet. Die wirtschaftliche Entwicklung in den USA seit der Pandemie belegt unterdessen eindrucksvoll, welche leistungsfähigen Ergebnisse eine vollumfänglich funktionierende Marktwirtschaft erbringen kann: In der Rückschau sind die Folgen der

Pandemie kaum noch erkennbar, hat sich die US-Wirtschaft fast schon lehrbuchartig selbst geheilt. Das schwächste Glied weltweit bildet nach wie vor die Eurozone, hier stand bislang allerdings der aufgestaute Nachholbedarf einem spürbareren Durchschlagen der strukturellen Probleme entgegen.

DER WELTHANDEL KÖNNTE WEITER POSITIV ÜBERRASCHEN

GLOBALER WARENHANDEL, HOCHRECHNUNG IN UNSEREM BASISZENARIO, ESKALATIONSSZENARIO

IN INDEXPUNKTEN



■ Basisszenario
■ Eskalationsszenario

Quellen: Bloomberg,
eigene Berechnungen, NATIONAL-BANK.

Für die weitere weltwirtschaftliche Entwicklung wird das Zusammenspiel insbesondere der folgenden Einflussfaktoren maßgeblich sein: Zunächst dürften von der weiteren Lockerung der Geldpolitik im kommenden Jahr erhebliche stützende Effekte ausgehen – gerade rechtzeitig, da sich die Arbeitsmärkte insbesondere in vielen Industrienationen mitunter bereits spürbar abgekühlt haben. Jenseits der geldpolitischen Entwicklungen kommt ferner

dem zukünftigen fiskalpolitischen Kurs vieler Länder der Erde eine zentrale Bedeutung zu. Nach langen Jahren strukturell expansiver Fiskalpolitik ist die Stabilisierung der Staatsschulden zunehmend zwingend. Zwar gingen vom Rückgang der Zinssätze bereits erhebliche entlastende Effekte aus, gleichwohl blieben die Realzinsen bis zuletzt deutlich höher als vor der Pandemie. Es besteht vielfach erheblicher Anpassungsbedarf, was die Primärsalden anbelangt, selbst in führenden Industrienationen befinden sich die Staatsfinanzen vielfach nicht auf einem nachhaltig tragbaren Kurs.

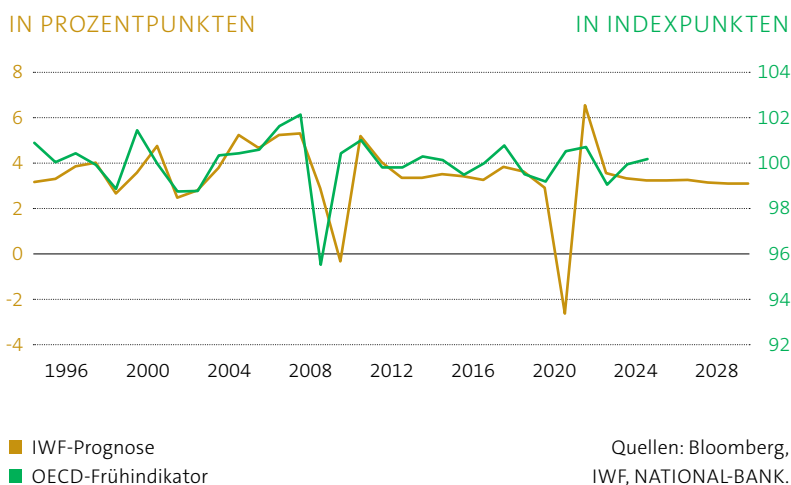


Die Krise der Industrie ist mittlerweile vor allem in Europa so ausgeprägt, dass die resultierenden Risiken stetig ansteigen.

Weiterhin hängt die wirtschaftliche Entwicklung wie selten zuvor an der Anatomie der Erholung des verarbeitenden Gewerbes weltweit: Die Krise der Industrie ist mittlerweile vor allem in Europa so ausgeprägt, dass die resultierenden Risiken stetig ansteigen: Bleibt der Aufschwung im verarbeitenden Gewerbe auch weiterhin aus, droht in vielen Industrienationen womöglich eine „Ansteckung“ auch des bislang tragenden Dienstleistungssektors. Erfahrungsgemäß ist hier die Belebung des internationalen Handels ein wichtiger Vorbote, gerade vor dem Hintergrund des bereits hohen Niveaus an Handelsbeschränkungen kann man die jüngste Belebung für die Perspektiven der Industrie daher kaum überbewerten: In unserem Basisszenario (vgl. nächster Abschnitt) kann der Aufwärtstrend des Welthandels auch bei einer weiteren Zunahme des sino-US-amerikanischen Handelskonflikts erhalten bleiben. Insofern stehen die Chancen gut, dass die Kombination von bereits spürbar rückläufigen Zinssätzen, fortgesetzten Impulsen aus Asien und dem Nachholbedarf an Ausrüstungen im Laufe des kommenden Frühjahres zumindest eine spürbare Erholung der Industrieproduktion rund um den Globus initiiert. Damit würde die Weltwirtschaft zusätzlich an Resilienz gewinnen können, da die Dynamik im Dienstleistungssektor somit durch eine zweite wirtschaftliche Säule entscheidend gestärkt werden könnte. Auch wird der Ausblick dadurch gestützt, dass in vielen Industrienationen noch hohe Sparquoten vorherrschen, die Ersparnisse also nunmehr in Form höheren Konsums abgerufen werden könnten. Schließlich steht grundsätzlich zu erwarten, dass steigende Reallöhne dem privaten Konsum zusätzliche Impulse verleihen dürften. Nach Zuwächsen von 3,2 % für das Jahr 2024 rechnen wir – wahrscheinlichkeitsgewichtet – mit einer Zunahme des globalen Bruttoinlandsprodukts von 3,3 % im kommenden Jahr.

Globale Frühindikatoren verweisen auf eine Zunahme der konjunkturellen Dynamik weltweit

Globale Wachstumsraten, OECD-Frühindikator Welt im Vergleich



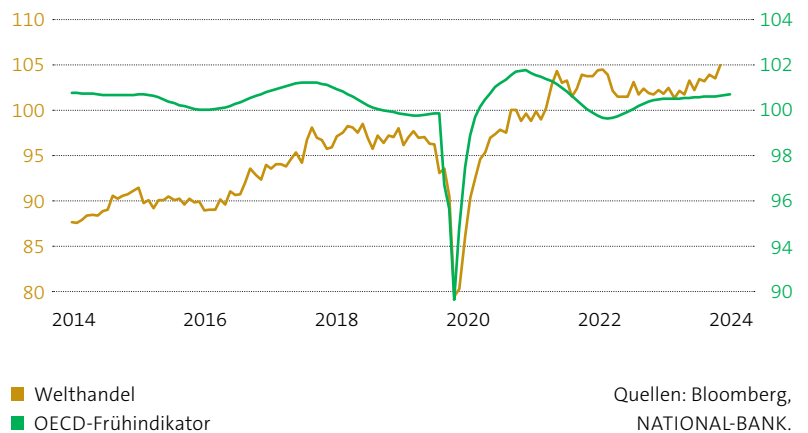
KONTUREN DES KOMMENDEN WELTWIRTSCHAFTSREGIMES: UNSER BASISSZENARIO FÜR 2025

Vollkommen zu Recht herrscht derzeit eine enorm große Verunsicherung über zentrale Charakteristika des zukünftigen Weltwirtschaftsregimes vor: Auf der einen Seite haben die Pandemie und die massive Zunahme der geopolitischen Konflikte seit dem Beginn des ersten Handelskrieges im Jahre 2017 erhebliche Verwerfungen gezeitigt. Auf der anderen Seite steht der Weltwirtschaft mit der anbrechenden zweiten Amtszeit Donald Trumps möglicherweise abermals ein massiver Schock bevor. Mit Blick auf die überragenden wirtschaftlichen Implikationen des internationalen Handels ist eine Bestandsaufnahme der aktuellen Ausgangslage absolut zwingend, um zu einer tragfähigen Einschätzung der ökonomischen Auswirkungen eines nunmehr möglicherweise erneut ausbrechenden Handelskonflikts zu gelangen.

Bis zuletzt wurde die Deglobalisierung selbst von offizieller Seite als wesentlicher Treiber der Inflationsentwicklung genannt. In der Tat ist der Zusammenhang zwischen Handelsintegration und Inflation gut untersucht: Demnach kann die Globalisierung als ein wesentlicher Bestimmungsfaktor für den langjährigen Abwärtstrend der Inflation ausgemacht werden. Vor allem die Pandemie führte der Weltgemeinschaft dann umgekehrt drastisch vor Augen, welche Bedeutung global intakten Lieferketten für den Preisdruck weltweit zukommt. Ferner haben jüngere Studien zwar viele Anhaltspunkte dafür finden können, dass es in der Folge der starken Zunahme der geopolitischen Konfrontation zu einer signifikanten Veränderung der Typik der Handelsströme kam. Im Kern war dabei eine messbare Fragmentierung von Handel und Investitionen entlang geopolitischer Konfliktlinien zu konstatieren, insgesamt waren die Effekte vor allem mit Blick auf die absoluten global aggregierten Volumina allerdings außerordentlich moderat ausgeprägt: Anders als in bisherigen Phasen der intensiven geopolitischen Konfrontation – etwa zu Hochzeiten des Ost-West-Konflikts – dürfte dies darauf zurückzuführen sein, dass es nunmehr immer mehr „blockfreie“ Länder gibt, die rasch an Bedeutung gewinnen und somit als Handelsbrücke zwischen den geopolitischen Antipoden dienen. Das Aufkommen dieser „Konnektoren“ hat zu einer erheblichen Stärkung der Widerstandsfähigkeit sowohl der Lieferketten als auch des Welthandels insgesamt geführt. Nur so wird erklärbar, dass der internationale Handel trotz erheblicher geopoliti-

INTERNATIONALER HANDEL ZULETZT WIEDER AUFWÄRTSGERICHTET GLOBAL AGGREGIERTER WARENHANDEL UND OECD-FRÜHINDIKATOR WELT

IN INDEXPUNKTEN



scher Verwerfungen und einer beispiellosen Verschärfung handelspolitischer Sanktionen in den Jahren seit der Pandemie kaum beeinträchtigt wurde und zuletzt sogar eine spürbare Belebung aufwies. Dabei gilt es an dieser Stelle schließlich einmal mehr festzuhalten, dass sich die „Vernetzung der Welt“ in einer umfassenden Betrachtung, die auch den Handel mit immateriellen Dienstleistungen miteinbezieht, sogar weiter intensiviert hat: Insgesamt traf die These der Deglobalisierung bis zuletzt schlichtweg nicht zu.

Mit der Wahl Donald Trumps haben die Risiken für das Weltwirtschaftsregime sicherlich massiv zugenommen: Wie auch schon in den Jahren während seiner ersten Amtszeit (2017–2021) droht nach der Wiederwahl Trumps womöglich eine erhebliche Einschränkung des internationalen Freihandels. Für eine Quantifizierung der wirtschaftlichen Effekte kann man hier zum jetzigen Zeitpunkt allerdings lediglich mit Annahmen arbeiten: Mit Blick auf die geostrategische Gesamtlage ist zunächst realistischerweise davon auszugehen, dass eine spürbare Verschärfung der Handelsrestriktionen zwischen den USA und der EU eher unwahrscheinlich ist. Geopolitisch sind die Europäer mit Blick auf die Sicherheitslage in Europa mehr denn je auf die USA angewiesen. Dabei ist das Außenhandelsverhältnis zwischen der EU und den USA wirtschaftlich wesentlich ausgewogener als oft kolportiert, sodass beide Parteien eine Vielzahl von Ansatzpunkten für einen umfassenden Interessenausgleich haben. Studien zu den Effekten von Zöllen belegen hier stets eindeutig, dass die volkswirtschaftlichen



”

Deglobalisierung – im Gegenteil

Die zuletzt sogar deutlich aufwärtsgerichteten Perspektiven zeugen auch weiterhin von der überragenden Bedeutung der internationalen Arbeitsteilung für die Staatengemeinschaft: Der Handel ist ein Impuls, ohne den kein Land mehr auskommt – die immer engere „Vernetzung der Welt“ via Glasfaserkabel ist zumindest bis zum heutigen Tage quasi unaufhaltsam gestiegen.

Kosten eine exponentielle Funktion des Adressatenkreises sind und somit ein enormer Anreiz besteht, die Zölle eng zu fassen. Der Fokus der kommenden Trump-Administration auf die Machtkonkurrenz mit China legt somit u. E. grundsätzlich nahe, dass der Schwerpunkt der Maßnahmen letztlich vor allem im bilateralen Handel mit China zu sehen sein dürfte. Die kommende US-Administration dürfte hier zunächst ausloten, welche Möglichkeiten für „Deals“ bestehen, und die handelspolitischen Drohungen als Verhandlungsinstrument benutzen wollen.

Trotz der zuletzt scharfen Rhetorik könnte die erste Amtszeit Trumps somit durchaus viele Anhaltspunkte für die weitere Entwicklung bergen: Konkret könnte das kommende Jahr mit Blick auf die handelspolitischen Entwicklungen den Jahren 2018–2019 ähneln, wo der Handelskonflikt bereits ein Jahr lang Fahrt aufgenommen und gesamtwirtschaftlich spürbar an Wirkung gewonnen hatte. In einem solchen Szenario kann der Aufwärtstrend des – global aggregierten – Welthandels erhalten bleiben. Mit Blick auf zeitliche Wirkungsverzögerung und die grundsätzlich aufwärtsgerichtete globale Grundkonstellation nimmt der Handel selbst bei einer Verdopplung der Handelsbeschränkungen im Vergleich zum Jahre 2019 zunächst zu, nimmt dann im weiteren Verlauf aber deutlich ab. Global gesehen wurde dem Handelskrieg für das Jahr 2018 eine Wachstums- einbuße um 0,1 bis 0,2 Prozentpunkten zugerechnet, die dann im Rahmen der weiteren Eskalation im Folgejahr 2019 auf 0,3–0,4 Prozentpunkte veranschlagt wurde. Empirischen Analysen zufolge führten die Zölle während der intensivsten Phase des Handelskrieges zu einem Anstieg des US-Verbraucherpreisniveaus um 0,2 Prozentpunkte jährlich. Bei einer Fokussierung auf China dürften die Effekte also im kommenden Jahr voraussichtlich 0,2 Prozentpunkte nicht überschreiten. Zum Vergleich: Allein der sich derzeit in den Frühindikatoren abzeichnende Rückgang der Beschäftigung in den USA lässt erwarten, dass die US-Inflation um einen halben Prozentpunkt sinken wird: Bleiben die Maßnahmen also auf China fokussiert, dürfte das Jahr 2025 im Saldo weiter rückläufige Inflationsraten aufweisen.

Zumindest bis dato liefern die Permutationen des internationalen Wirtschaftsregimes keine ausreichende Grundlage für die These einer dauerhaften Niveauverschiebung des globalen Inflationsniveaus weltweit aufgrund der Deglobalisierung – im Gegenteil: Die zuletzt sogar deutlich aufwärtsgerichteten Perspektiven zeugen auch weiterhin



Grundsätzlich birgt die heraufziehende multipolare Weltordnung aber auch die Chance, dass sie marktgetriebene Konkurrenzprinzipien sowohl in der Geopolitik als auch in der Geoökonomie stärker zum Tragen bringt.

WIRTSCHAFTSWACHSTUM G-7-STAATEN

IN %

	2021	2022	2023	2024e	2025e
Deutschland	3,7	1,4	-0,3	-0,2	0,5
Frankreich	6,8	2,6	1,1	1,1	1,1
Italien	8,9	4,7	0,7	0,7	0,8
Japan	2,7	1,2	1,7	0,3	1,1
Kanada	5,3	3,8	1,2	1,3	2,4
UK	8,6	4,8	0,3	1,1	1,5
USA	6,1	2,5	2,9	2,8	2,1

Jahresveränderungsrate des BIP

Quellen: Bloomberg, IWF, NATIONAL-BANK.

PREISENTWICKLUNG AUSGEWÄHLTER LÄNDER

IN %

	2021	2022	2023	2024e	2025e
Deutschland	3,2	8,7	6,0	2,4	2,0
Euroraum	2,6	8,4	5,4	2,4	2,0
USA	4,7	8,0	4,1	3,0	1,9
China	0,9	2,0	0,2	0,4	1,7

Jahresveränderungsrate des Preisindex der Verbraucherpreise

Quellen: Bloomberg, IWF, NATIONAL-BANK.

von der überragenden Bedeutung der internationalen Arbeitsteilung für die Staatengemeinschaft: Der Handel ist ein Impuls, ohne den kein Land mehr auskommt – die immer engere „Vernetzung der Welt“ via Glasfaserkabel ist zumindest bis zum heutigen Tage quasi unaufhaltsam gestiegen. Insgesamt verweist dies aus unserer Sicht insbesondere auf den Umstand, dass die Globalisierung auch der Inflation Bestand haben wird: Schon lange lässt sich empirisch eindeutig zeigen, dass es immer stärker globale Prozesse sind, die über den Preisdruck in den weltwirtschaftlichen Regionen entscheiden – nationale Spezifika treten somit vermutlich weiter in den Hintergrund. China hat, wie viele andere Staaten der Region auch, mit Blick auf die Unterauslastung der gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten aktuell sogar Probleme im Sinne deflationärer Gefahren. Auch in Europa spricht viel dafür, dass die permanente Stagnation allmählich auf die Arbeitslosigkeit, die Lohninflation und das allgemeine Preisniveau durchschlägt. Dies wird mit Blick auf das wirtschaftliche Gewicht der betroffenen Regionen weltweit gesehen nicht ohne Folgen bleiben.

Zentral für den globalen Ausblick ist schließlich, dass die Effekte des ersten Handelskrieges auf die Inflation – weltweit – mit geschätzten 0,1 Prozentpunkten zusätzlichen Preisdrucks eng begrenzt blieben. Im Ergebnis dürfte die internationale Geldpolitik ihren Zinssenkungskurs fortsetzen und das Wachstum weltweit im kommenden Jahr daher spürbar stützen können. Schließlich ist die Quantifizierung der Wirkungen der zunehmenden

Multipolarität des internationalen Handelssystems zum jetzigen Zeitpunkt zwar noch kaum zu leisten – zumal sie sowohl geopolitisch als auch geoökonomisch greifen. Die wirtschaftlichen Effekte aus den handelspolitischen Maßnahmen der neuen US-Administration werden aber jedenfalls im kommenden Jahr voraussichtlich noch im Rahmen bleiben. Es bestehen hier schließlich gute Chancen dafür, dass die Kräfte der Multipolarisierung maßgebliche Beiträge zur Stabilität des Weltwirtschaftsregimes leisten, die die Erwartungen möglicherweise deutlich übertreffen könnten.

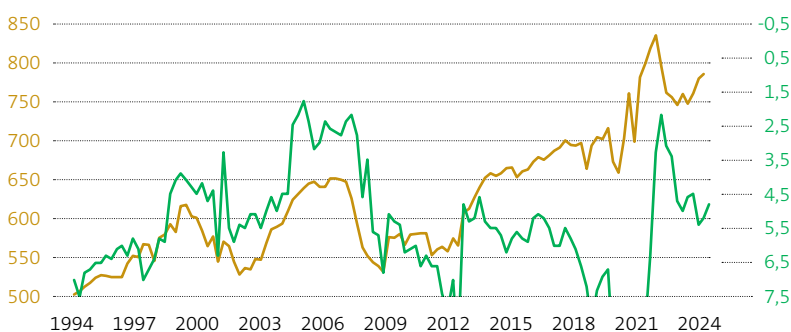
USA: KONJUNKTUR VOR DEM SOFT-LANDING

In den USA expandierte die Wirtschaft im ausgedehnten Jahr trotz einer Vielzahl von gegenläufigen Faktoren abermals überraschend robust: Insgesamt dürfte die US-amerikanische Volkswirtschaft mit einem geschätzten BIP-Zuwachs um 2,8% ihren Kurs oberhalb des Trendpfades fortgesetzt haben und dies, obwohl die US-Notenbank einen überaus scharfen Restriktionskurs ins Werk gesetzt hatte. Getragen wurde die US-Konjunktur vom Konsum der privaten Haushalte und des Staates sowie den Unternehmensinvestitionen. Letztere wurden nicht zuletzt durch staatliche Maßnahmen gestützt. Die Wirkung der Programme dürfte im Jahresverlauf aber ihren Höhepunkt überschritten haben: Die Expansion der gewerblichen Bauinvestitionen verringerte sich schon zu Beginn des laufenden Jahres deutlich, und im zweiten Quartal gingen sie zurück, ebenso wie die Wohnbauinvestitionen. Zuletzt wurde dabei allerdings ebenfalls deutlich, dass die privaten Konsumausgaben nicht mehr in der Breite expandierten, sondern primär von den oberen Einkommensschichten getragen wurden. Im Verlauf des Jahres kam es mehrfach zu Entwicklungen, die die Gefahr einer bevorstehenden Rezession widerzuspiegeln schienen: Höhepunkt dieser Entwicklung war zur Jahresmitte die Auslösung der sogenannten „Sahm-Rule“: Im Kern hatte diese Regel historisch zuverlässig auf eine Rezession schließen lassen, wenn bestimmte Schwellenwerte bei der Zunahme der Arbeitslosigkeit überschritten worden waren. In der Rückschau wurde jedoch deutlich, dass dies vor allem auf die hohe Zuwanderung zurückzuführen war. Gleichwohl hat sich das Tempo des Beschäftigungsaufbaus zum Jahresende merklich verlangsamt. Der Anstieg der Beschäftigung außerhalb der Landwirtschaft halbierte sich seit dem Frühjahr, die Arbeitslosenquote stieg merklich und lag im Spätsommer um einen halben Prozentpunkt

DIE HOHE SPARQUOTE OFFENBART DIE HOHEN FINANZIELLEN RESERVEN DER PRIVATEN US-HAUSHALTE

US-SPARQUOTE IN RELATION ZUR AGGREGIERTEN VERMÖGENSENTWICKLUNG DES PRIVATEN SEKTORS

US-NETTOVERMÖGEN IN % DES US-MEDIAN-EINKOMMENS ERSPARNIS IN % DES VERFÜGBAREN EINKOMMENS, INVERTIERT



■ US-Vermögen
■ US-Sparquote

Quellen: Bloomberg,
NATIONAL-BANK.

höher als zu Beginn des Jahres. Eine fallende Zahl von offenen Stellen und sinkende Kündigungszahlen waren weitere Anzeichen dafür, dass sich der Arbeitsmarkt abkühlte.

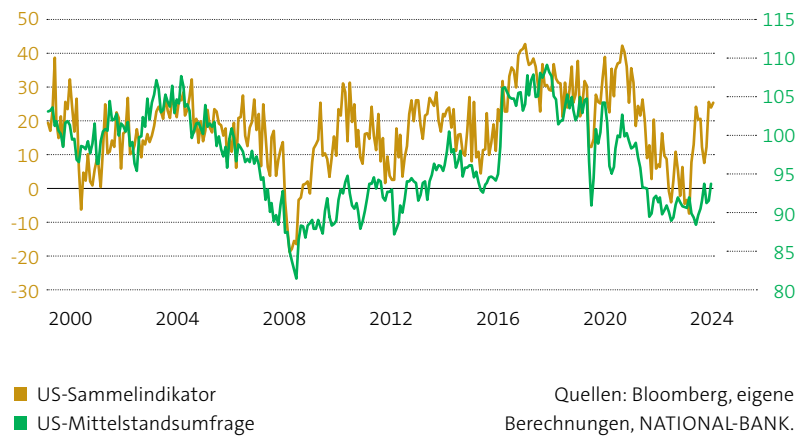
Die überraschend robuste Grundkonstitution der US-amerikanischen Wirtschaft seit der Pandemie verweist allerdings grundsätzlich darauf, dass die die US-Wirtschaft letztlich treibenden Kräfte mitunter erheblich unterschätzt wurden: Hier kam vor allem zum Tragen, dass sich die finanzielle Konstitution des privaten Sektors wesentlich robuster zeigte, als angesichts des geldpolitischen Restriktionskurses der US-Notenbank zu erwarten stand. Aus unserer Sicht resultiert diese hohe Resilienz immer noch aus den Spätfolgen der Lehman-Krise, die das Ausgabe- und Sparverhalten der privaten Haushalte langfristig verändert hatte: Seit dem Jahre 2012 sind die Sparquoten wesentlich höher, als es langjährige volkswirtschaftliche Relationen vermuten ließen. Im letzten Jahrzehnt agierten die US-Konsumenten im Aggregat somit erheblich zurückhaltender als vor der Lehman-Krise. Dieser Umstand zeigt sich auch darin, dass die Zinsbelastung der privaten Haushalte einen zeitgleichen Strukturbruch aufwies. Jenseits der Determinanten des Ausgabeverhaltens war auch im Unternehmenssektor festzustellen, dass die hohen Cashflows von „Corporate America“ eine hohe Resilienz des Unternehmenssektors bewirkten. Zwar ist auch in den USA ausgehend von den höheren Zinsen eine Dämpfung der Investitionen spürbar geworden. Diese hielt sich aber zumindest im historischen Vergleich in engen Bandbreiten.

Der wesentliche Bestimmungsfaktor für die zukünftige Stärke und Tragweite der wirtschaftlichen Expansionsphase ist ungebrochen die Entwicklung des privaten Konsums. Grundsätzlich dürften die US-Haushalte mit Blick auf ihre Einkommensströme sowie die im Aggregat hohe Finanzkraft solide genug aufgestellt bleiben: Der private Konsum wird zukünftig zwar an Dynamik abnehmen – auch seiner Natur nach aber eher allmählich und nicht abrupt. Mit Blick auf die ungebrochen hohe gesamtwirtschaftliche Flexibilität stehen somit die Chancen gut, dass die amerikanische Volkswirtschaft in Reaktion auf die perspektivisch spürbar expansiveren geldpolitischen Vorgaben wieder stärker expandiert: Zuletzt wurden hier auch wieder erste Aufwärtstendenzen mit Blick auf die Investitionsnachfrage deutlich, dies würde die Indikation für eine längst überfällige Erholung der Industrieproduktion verstärken. Die US-Wirtschaft dürfte daher in einer Gesamtschau zunächst zwar weiter an Dynamik

DER AUSBLICK FÜR DIE US-INVESTITIONSNACHFRAGE HAT SICH ZULETZT SIGNIFIKANT AUFGEHELLT

US-SAMMELINDIKATOR, US-MITTELSTANDSUMFRAGE

IN INDEXPUNKTEN



verlieren. Eine Rezession halten wir aber insgesamt für unwahrscheinlich. Insofern stehen somit grundsätzlich die Chancen gut, dass es den Amerikanern gelingt, das ersehnte „Soft-Landing“ der Wirtschaft zu generieren. Alles in allem ist für das kommende Jahr mit einer Zuwachsrate von immer noch stattlichen 2,1% zu rechnen, bevor die US-Konjunktur dann 2026 abermals spürbarer Fahrt aufnehmen dürfte.

SOFT-LANDING

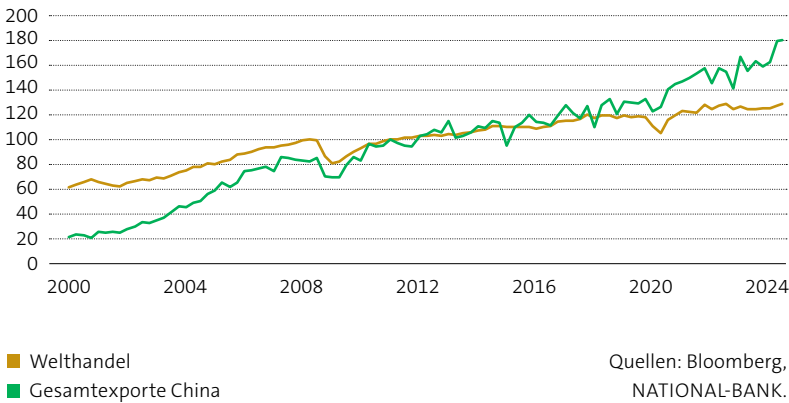
Als „sanfte Landung“ wird in der Wirtschaft ein mögliches Folgeszenario auf eine konjunkturelle Boom-Phase bezeichnet. Hierbei schwächt sich die Wachstumsrate ab, wird jedoch nicht negativ, es gibt weder signifikante Gewinneinbrüche auf Unternehmenseite noch Entlassungen.

ASIEN: DER UNAUFHALTSAME AUFSTIEG SETZT SICH UNGEBROCHEN FORT

Trotz einer Vielzahl global getriebener exogener Schocks, einer anhaltenden Immobilienkrise in China und vergleichsweise restriktiven geldpolitischen Vorgaben entwickelten sich die Volkswirtschaften im asiatisch-pazifischen Raum im ausgehenden Jahr erstaunlich resilient. Die positiven Wachstumsüberraschungen gingen hier vor allem auf die Schwellenländer in Asien zurück. Im Jahresverlauf 2024 blieb hier vor allem der private Verbrauch das Rückgrat der regionalen Expansion. In China und vor allem in Indien trugen darüber hinaus umfangreiche öffentliche Investitionen wichtige Wachstumsimpulse bei. Den Notenbanken der Region gelang es, die Inflation spürbar zurückzuführen, nachdem die geldpolitischen Vorgaben bereits im Vorjahr deutlich restriktiver gestaltet worden waren. Einige wirtschaftliche Schwergewichte wiesen sogar bereits deflationäre Tendenzen auf, was zukünftig eine noch umfassendere geldpolitische Wende ermöglichen sollte.

DIE ZUWÄCHSE DER CHINESISCHEN EXPORTE STELLEN DEN WELTHANDEL BEI WEITEM IN DEN SCHATTEN
WELTHANDEL, HANDELSVOLUMEN CHINAS IM VERGLEICH

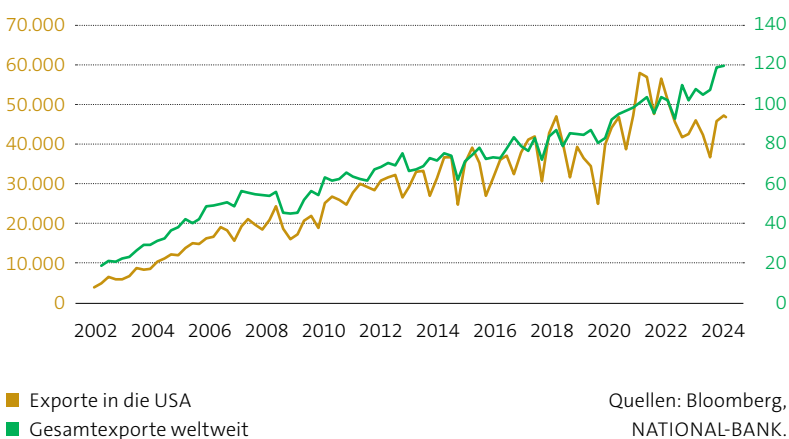
IN INDEXPUNKTEN, NORMALISIERT



”
Asien bleibt eine Exportmacht, die ihren Stellenwert auf den internationalen Märkten immer weiter ausbaut.

CHINAS GESAMTEXPORTE BLEIBEN FAST UNBERÜHRT VOM HANDELSKONFLIKT MIT DEN USA
EXPORTVOLUMEN IN DIE USA, GESAMTEXPORTE WELTWEIT

IN INDEXPUNKTEN



Die wirtschaftliche Expansion in China verlor im Jahresverlauf immer stärker an Fahrt. Im ersten Halbjahr expandierte die Wirtschaft annualisiert um rund 4,5 % und damit deutlich langsamer als im Trend vor der Pandemie. Ein wesentlicher Bremsfaktor blieb die Immobilienkrise, die nach wie vor die inländische Nachfrage belastete. Das seit Anfang 2022 stark zurückgegangene Vertrauen der Konsumenten dämpfte die Dynamik des privaten Verbrauchs, während die niedrige Aktivität im Wohnungsbau auf den Investitionen lastete. Die Immobilienpreise verzeichneten dabei die stärksten Rückgänge seit 20 Jahren. Staatliche Maßnahmen zur Belebung des Immobiliensektors konnten die negative Entwicklung bisher nicht umkehren. Die spürbar schwächere gesamtwirtschaftliche Konstitution kam insbesondere im Anstieg auch der Jugendarbeitslosigkeit zum Ausdruck. Die Wirtschaftspolitik dürfte im Rahmen umfangreicher finanzpolitischer Maßnahmen spürbar expansiv ausgerichtet bleiben, allerdings wird die chinesische Regierung zukünftig eher auf nachfragestimulierende Maßnahmen abstellen, als zusätzliche Kapazitäten schaffen zu wollen. Wir erwarten nach einem Produktionsanstieg von 4,8 % im Jahre 2024 Zuwachsraten des BIP um 4,5 % im kommenden Jahr. Unterdessen entwickelt sich Indien zu dem globalen Treiber des Wachstums: Massivste Investitionen in die Infrastruktur gewährleisten einen zweistelligen Boom privater Investitionen, der von der hohen Zuversicht der Wirtschaft zeugt. Aus gutem Grunde: Allein der Bedarf an Wohnraum für die stark wachsende Bevölkerung von zuletzt 1,4 Milliarden Menschen ist auf absehbare Zeit kaum zu befriedigen. Allein dieser Faktor garantiert eine enorme Schubkraft auch für die Gesamtwirtschaft für das kommende Jahrzehnt. Jenseits der demografisch getriebenen Expansion hat ein enorm hohes Wachstum in der digitalen Ökonomie – etwa im E-Commerce-Bereich, aber auch bei den Ingenieurleistungen in Gütern und Elektronik – Platz gefunden. Der volkswirtschaftliche Ausblick für Indien bleibt somit außerordentlich positiv. Für das laufende Jahr 2024/25 wird ein BIP-Wachstum von etwa 6,5 bis 6,8 % prognostiziert, auch für das folgende Jahr 2025/26 sind Wachstumsraten von etwa 6,5 bis 6,7 % zu erwarten.

Mit Blick auf die hohen geopolitischen Spannungen besteht für viele Länder der asiatisch-pazifischen Region nun zwar grundsätzlich die Gefahr, dass eine weitere Beschränkung des Handels ihre bislang nahtlose Integration in die Lieferketten der Welt gefährdet. Bis dato allerdings haben die geopolitischen Spannungen noch nicht zu

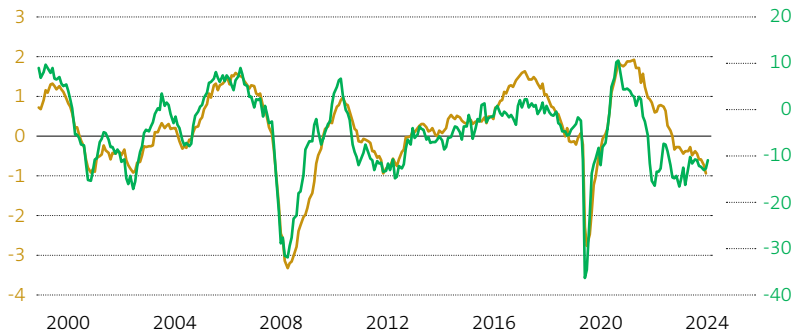
spürbaren Beeinträchtigungen des Handels geführt. Asien bleibt eine Exportmacht, die ihren Stellenwert auf den internationalen Märkten immer weiter ausbaut. Dies gilt sowohl für den klassischen Bereich des Verarbeitenden Gewerbes und in entsprechenden Exportbetrieben als auch für die sich schnell entwickelnden Dienstleistungen rund um Hightechprodukte. Insgesamt kann man diesbezüglich feststellen, dass es vielen asiatischen Ländern zunehmend gelingt, ihre Position im Produktionsprozess stetig zu verbessern und kritische Punkte in den Wertschöpfungsketten zu besetzen. Dies wird auch an den anhaltend hohen Zuflüssen an Direktinvestitionen deutlich. Asien gelang es zumindest bislang, seine Rolle als verlängerte Werkbank immer weiter auszubauen und damit selbst dem jüngsten Trend zum Reshoring zu trotzen. Besonders hervorzuheben sind dabei die Hochtechnologieprodukte der Künstlichen Intelligenz und der digitalen Services, die der Schlüssel für die Entwicklung des internationalen Handels in der langen Frist sein werden. Vorbehaltlich eines allumfassenden Handelskrieges wird Asien daher voraussichtlich seinen Siegeszug fortsetzen können. Wir halten es in der Summe für durchaus wahrscheinlich, dass die Region die konjunkturelle Talsohle bereits hinter sich gelassen haben könnte.

EUROPA: STRUKTURELLE SCHWÄCHEN BERGEN ERHEBLICHE RISIKEN

Im Euroraum konnte die eineinhalb Jahre dauernde Phase der Stagnation im ersten Halbjahr 2024 überwunden werden. Die wirtschaftliche Entwicklung verlief dabei in den einzelnen Ländern sehr unterschiedlich, dabei tendierte der industrielle Kern Europas – vollkommen atypisch – zur Schwäche, während die südeuropäischen Peripheriestaaten noch eine relativ resiliente Entwicklung verzeichnen konnten. In der Summe blieb der gesamtwirtschaftliche Ausblick für die Eurozone dabei bis zuletzt ungewöhnlich schwach, mussten die Konjunkturprognosen immer wieder zurückgenommen werden. Zwar steht auch weiterhin zu erwarten, dass zunehmend reale Kaufkraftimpulse auf den privaten Konsum ausgehen werden. Bis zuletzt waren den maßgeblichen Frühindikatoren aber kaum Hinweise auf eine stärkere Belebung der Konjunktur zu entnehmen. Naturgemäß ist das derzeit schwache Wachstumstempo auch Ergebnis einer Vielzahl von Sonderfaktoren: Der wohl bedeutsamste ist die ausgeprägte Schwäche im Verarbeitenden Gewerbe

IN EUROPA BLIEB DIE KONJUNKTURELLE GEGENBEWEGUNG BISLANG AUS FRÜHINDIKATOR FÜR DIE EUROZONE, BELGISCHER GESCHÄFTSKLIMAINDEX

IN INDEXPUNKTEN



■ Kommissionsindikator
■ Belgischer Geschäftsklimaindex

Quellen: Bloomberg,
NATIONAL-BANK.

weltweit. Vor allem die deutsche Ökonomie und auch viele andere nordeuropäische Länder leiden hier unter dem fast vollständigen Strömungsabriss bei der Nachfrage nach Industrieprodukten. Dabei kommt der Strukturwandel in der Automobilindustrie sowie die Schwäche der Nachfrage nach klassischen Ausrüstungsinvestitionen noch erschwerend hinzu. Grundsätzlich besteht hier derzeit insbesondere die Gefahr, dass bei einer weiteren Verzögerung der Erholung in der Industrie auch der bislang tragende Dienstleistungssektor „angesteckt“ wird. Auch wenn die diesbezüglichen Risiken bisher nicht in den Vordergrund getreten sind, dürften die Gefahren spätestens bei einer stärkeren Abkühlung auch der Arbeitsmärkte virulent werden. Vor allem in Frankreich, aber auch in Deutschland, als den Kernländern der Eurozone, ist der Dienstleistungssektor sehr stark auf die Industrie zugeschnitten, sind die Ansteckungsgefahren also besonders hoch.

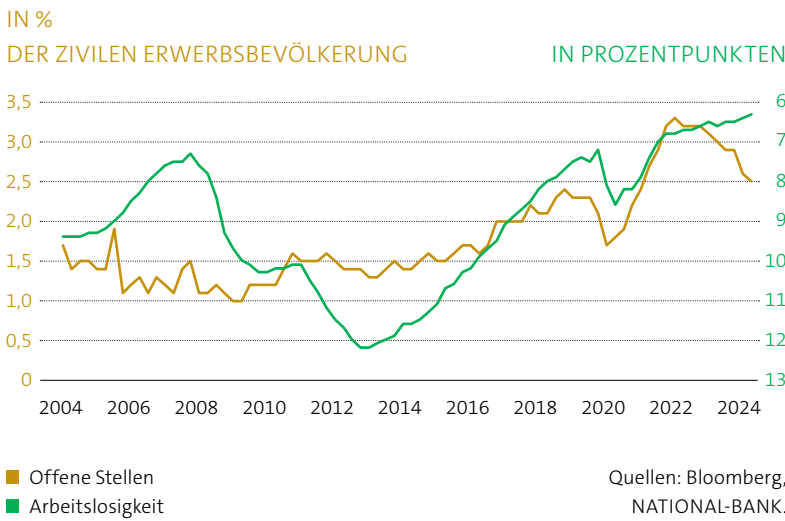
Die persistente Abweichung vom gesamtwirtschaftlichen Trendpfad verweist u. E. aber vor allem auf erhebliche tiefer liegende strukturelle Probleme: Im Kern zeigt sich, dass die Eurozone enorme Probleme der wirtschaftlichen Flexibilität aufweist. Die mangelnde Elastizität kommt etwa in einer Vielzahl von Hysterese-Effekten zum Ausdruck. Bis dato wird es mitunter als Zeichen der ökonomischen Resilienz bzw. Stärke gewertet, dass die Arbeitslosigkeit in der Eurozone vergleichsweise niedrig blieb. Die hohe Beschäftigung sorgt für Kontinuität, was den privaten Konsum anbelangt, tatsächlich dürften insbesondere die realen Kaufkraftzuwächse die Konjunktur im weiteren Verlauf zumindest stützen. Die Kehrseite

HYSTERESE

Für den Arbeitsmarkt bedeutet Hysterese, dass eine hohe Arbeitslosigkeit der Gegenwart, die aufgrund exogener Schocks entstanden ist, auch nach dem Wegfall dieser Schocks nicht zurückgeht. Vielmehr kommt es zu einem Anstieg der künftigen natürlichen Arbeitslosigkeit.

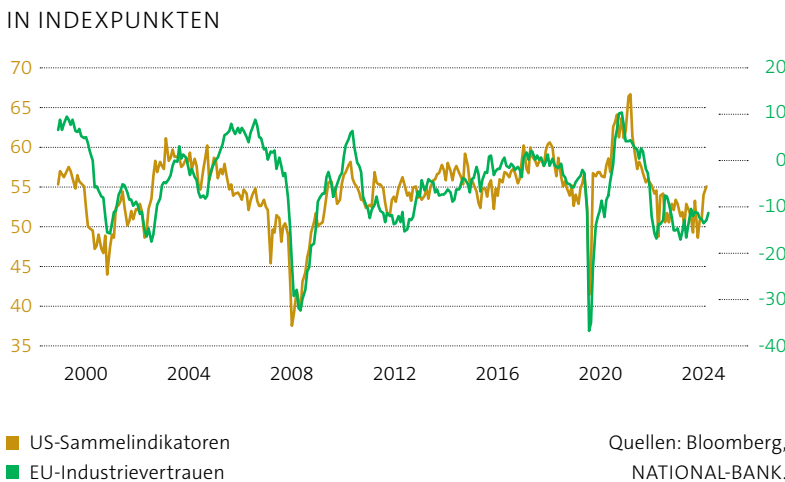
EU-ARBEITSMÄRKTE VOR DER TRENDWENDE

EU-ARBEITSLOSIGKEIT, ZAHL DER OFFENEN STELLEN



EIN ERSTER HOFFUNGSSCHIMMER FÜR DIE EUROPÄISCHE INDUSTRIE?

US-SAMMELINDIKATOREN, EU-INDUSTRIEVERTRAUEN



PRODUKTIVITÄT
Als Produktivität wird eine betriebswirtschaftliche bzw. volkswirtschaftliche Kennzahl bezeichnet, die das Verhältnis zwischen produzierten Gütern/Dienstleistungen und den dafür benötigten Produktionsfaktoren beschreibt.

dieser Entwicklung ist allerdings die darin zum Ausdruck kommende immer geringere gesamtwirtschaftliche Produktivität. Trotz der enormen Verwerfungen durch die Pandemie haben die europäischen Arbeitsmärkte bis dato jedenfalls kaum reagiert. Dies birgt insbesondere die Gefahr, dass eine erhebliche Fehlallokation von Arbeitskräften Bestand hat. Unsere zeitreihenanalytischen Simulationen lassen hier jedenfalls darauf schließen, dass die Zunahme der Arbeitslosenquote zukünftig erheblich stärker ausfallen dürfte als insbesondere von offizieller Seite erwartet. Sollte die Beschäftigung nunmehr spür-

bar zurückgehen, dürfte es der EZB wesentlich leichter fallen, zu umfangreichen Zinssenkungen zu kommen, so wie es führende quantitative Modelle für die Gestaltung der Geldpolitik schon seit langer Zeit indizieren. Stockt der Strukturwandel am europäischen Arbeitsmarkt hingegen, könnte die EZB gezwungen sein, die Zinssätze nur halbherzig zurückzunehmen, sodass die stimulierenden Wirkungen der Zinspolitik vor allem mit Blick auf die Investitionen erheblich geringer ausfallen dürften.

Insgesamt dürfte sich die gesamtwirtschaftliche Expansion im Jahr 2025 mit annähernd unveränderter Dynamik fortsetzen und die Eurozone somit weiterhin spürbar langsamer expandieren als das Produktionspotenzial. Dabei dürfte die Lockerung der Geldpolitik die Konjunktur dann allmählich anregen. Insbesondere die Bauwirtschaft dürfte sich wieder etwas beleben und damit auch die Nachfrage nach Vorleistungsgütern steigen. Während die geldpolitische Lockerung im Wesentlichen die Investitionen anregt, dürften die Konsumausgaben von Reallohnzuwächsen profitieren. Für das Jahr 2025 ist mit einem Anstieg des Bruttoinlandsprodukts um 1,1 % zu rechnen, wobei wir gemäß unserem Basisszenario lediglich eine moderate Zunahme der handelspolitischen Beeinträchtigungen im Jahresverlauf 2025 unterstellt haben.

DEUTSCHLAND UND NRW IM PERFEKTEN STURM: KONJUNKTURELLE SCHWÄCHE UND STRUKTURKRISE ÜBERLAGERN SICH

Die deutsche Wirtschaft durchläuft eine tiefgreifende strukturelle Krise: Dekarbonisierung, Digitalisierung, demografischer Wandel, Corona-Pandemie, Energiepreisschock und eine veränderte Rolle Chinas in der Weltwirtschaft setzen etablierte Geschäftsmodelle unter Druck und zwingen Unternehmen, ihre Produktionsstrukturen anzupassen. Vor allem Nordrhein-Westfalen ist von diesen Veränderungen besonders stark betroffen, da das verarbeitende Gewerbe, das an Rhein und Ruhr einen deutlich größeren Anteil an der Wirtschaftsleistung hat, vom Strukturwandel besonders betroffen ist. Ein höheres Gewicht als in anderen Bundesländern haben dabei insbesondere die energieintensiven Industriezweige, die auf die hohen Energiekosten besonders sensibel reagieren. Aber auch der Maschinenbau und die Automobilindustrie, die neben Umstrukturierungen im Zusammenhang mit der Dekarbonisierung

und der Digitalisierung einer zunehmenden Konkurrenz aus China ausgesetzt sind, haben an Rhein und Ruhr ein hohes wirtschaftliches Gewicht. Die schwache private Investitionstätigkeit dürfte eine Folge von Geschäftsschließungen, Produktionsstilllegungen und -verlagerungen sowie der hohen wirtschaftspolitischen Unsicherheit sein. Die Krise ist aber auch eine konjunkturelle Krise. Die Auslastung der vorhandenen gesamtwirtschaftlichen Produktionskapazitäten sinkt seit mehr als zwei Jahren und die Unterauslastung hat zuletzt nochmals spürbar zugenommen.

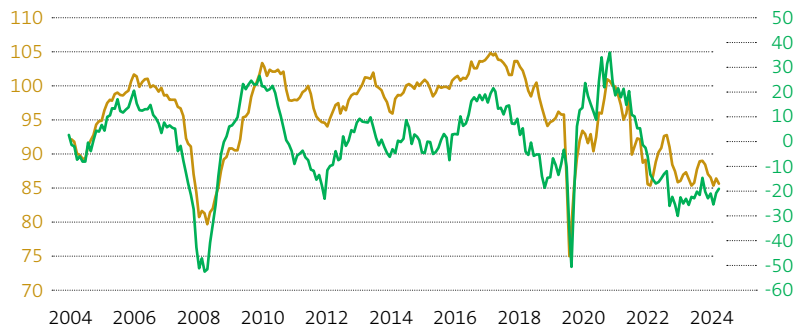
Wie im gesamten Bundesgebiet verharret auch das NRW.BANK.ifo-Geschäftsklima seit Langem auf einem ausgesprochenen Krisenniveau, die aktuelle Lageeinschätzung befindet sich auf dem tiefsten Stand seit August 2020. Sowohl das exportorientierte Verarbeitende Gewerbe als auch die konsumorientierten Dienstleistungsbranchen schwächeln. Im Verarbeitenden Gewerbe ist die Stimmung erwartungsgemäß besonders schlecht. Vor allem der sinkende Auftragsbestand aus dem In- und Ausland bereitet den befragten Unternehmen Sorgen. Besonders stark trübte sich die Stimmung zuletzt in der Metallindustrie und in der chemischen Industrie ein. Im Dienstleistungssektor hat sich das Geschäftsklima weiter verschlechtert, der Auftragsbestand sank auf den niedrigsten Stand seit einem Jahr. Im Baugewerbe und im Verarbeitenden Gewerbe sind die Auftragspolster der vergangenen Jahre komplett abgeschmolzen, und eine Trendwende bei den Neuaufträgen lässt weiter auf sich warten. Die konsumnahen Bereiche profitieren kaum von den spürbaren Reallohnsteigerungen und den damit verbundenen Kaufkraftgewinnen. Vielmehr halten sich die privaten Haushalte mit Ausgaben zurück und legen einen zunehmenden Teil ihrer Einkommensanstiege als Ersparnis zurück.

Die deutschen Institute haben ihre Projektionen für den Bund erheblich nach unten revidiert – nach einer Kontraktion (-0,2 %) im laufenden Jahr dürfte die deutsche Wirtschaft auch im kommenden Jahr im Mittel der jüngsten Prognosen lediglich um 0,5 % zulegen können. Bei einer Fortsetzung des Krieges im Osten läge unsere solchermaßen bedingte Prognose für das kommende Jahr für Gesamtdeutschland auf dem gleichen Niveau. Der Vergleich der vorlaufenden Indikatoren für NRW und den Bund insgesamt lässt darauf schließen, dass sich das Verarbeitende Gewerbe in der ersten Jahreshälfte des laufenden Jahres besser entwickelt hat als im Bund insgesamt. Allerdings hat die abermalige Eintrübung

KEINE BESSERUNG IN SICHT

IFO-FRÜHINDIKATOR GESAMTWIRTSCHAFT, AUFTRAGSEINGÄNGE

IN INDEXPUNKTEN



■ Ifo-Gesamtindikator
■ Auftragsrückstellungen

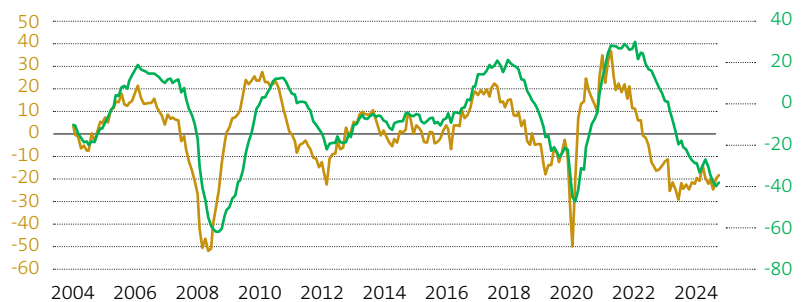
Quellen: Bloomberg,
NATIONAL-BANK.

der Perspektiven für die Industrie diesen Effekt mittlerweile fast zur Gänze nivelliert, insofern dürfte NRW gegenüber dem Bund in der zweiten Jahreshälfte wieder an Boden verlieren. Mit Blick auf die grundsätzlich geringere Wachstumsleistung erscheint somit eine leichte gesamtwirtschaftliche Kontraktion der Wirtschaft NRW im laufenden Jahr (-0,2 %) plausibel. Da nach wie vor grundsätzlich eine Belebung der Industrieproduktion rund um den Globus zu erwarten steht, dürfte der Abstand zum Bundesgebiet auch im kommenden Jahr zumindest leicht unterdurchschnittlich bleiben, gesamtwirtschaftliche Zuwächse um 0,2 % sind hier dementsprechend realistisch.

AUFTRAGSLAGE IMMER KRITISCHER

IFO-FRÜHINDIKATOR AUFTRAGSREICHWEITE, AUFTRAGSEINGÄNGE

IN INDEXPUNKTEN



■ Auftragsrückstellungen
■ Auftragsreichweite

Quellen: Bloomberg,
NATIONAL-BANK.

The image features a silhouette of the Statue of Liberty, viewed from the side, against a bright, hazy sunset sky. The sun is positioned low on the horizon, creating a lens flare effect. The entire scene is framed by a thin green border.

GEPOLITISCHE EINFLUSSFAKTOREN

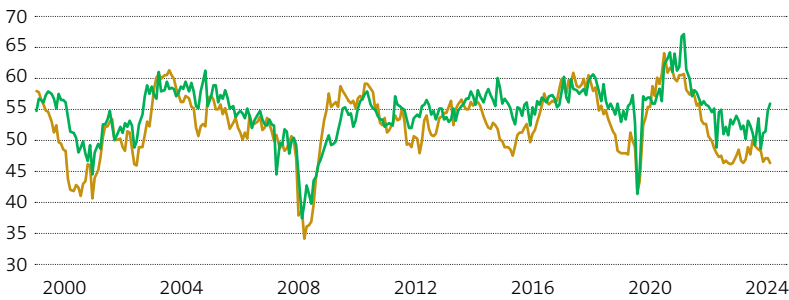
”

Ohne zu übertreiben, darf man sagen, dass das Ergebnis der zurückliegenden US-Präsidenten- und Kongresswahlen vom November 2024 voraussichtlich das Ende einer geschichtlichen Epoche markiert und den Beginn einer neuen einläutet.

DER US-DIENSTLEISTUNGSSEKTOR BLEIBT ROBUST

ISM-INDIKATOREN FÜR DIE INDUSTRIE, DIENSTLEISTUNGSSEKTOR

IN INDEXPUNKTEN



■ US-Industrie
■ US-Dienstleister

Quellen: Bloomberg,
NATIONAL-BANK.

NACH DEN WAHLEN IN DEN USA – ABENDDÄMMERUNG ÜBER DER „PAX AMERICANA“ UND AUFBRUCH IN EIN NEUES ZEITALTER

Ohne zu übertreiben, darf man sagen, dass das Ergebnis der zurückliegenden US-Präsidenten- und Kongresswahlen vom November 2024 voraussichtlich das Ende einer geschichtlichen Epoche markiert und den Beginn einer neuen einläutet. Das Wahlergebnis lässt nicht den geringsten Zweifel daran, dass eine breite Mehrheit der 335 Mio. US-Amerikaner für einen grundlegenden politischen Wandel gestimmt hat. Diese breite Mehrheit sieht „die USA sich in die falsche Richtung entwickeln“, wie schon Monate und Jahre vor dem Wahltermin in Umfragen immer wieder deutlich wurde. In dieser diffusen pauschalen Kritik drückt sich Unbehagen über die Entwicklung in nahezu allen innen-, außen-, wirtschafts- und gesellschaftspolitischen Belangen aus. Von der sich gerade formierenden neuen Administration unter dem wiedergewählten 47. US-Präsidenten Donald Trump erwartet diese breite Wählermehrheit deutliche, möglicherweise grundstürzende Veränderungen in allen genannten Politikfeldern. Und da die US-amerikanische Wählerschaft der Republikanischen Partei zudem die Mehrheit in beiden Kammern des US-Kongresses verschafft hat, wird die neue Regierung unter Präsident Trump Voraussetzungen vorfinden, die zumindest bis zu den nächsten Kongress-Zwischenwahlen

PAX AMERICANA

Die Pax Americana bezeichnet die Befriedung der internationalen Politik durch die regionale und auch globale absolute Übermacht der USA insbesondere in der Zeit nach dem Ende des Zweiten Weltkrieges.

am Jahresende 2026 ein weitgehendes „Durchregieren“ ermöglichen werden. Welche Veränderungen lassen sich erwarten und welche möglichen Folgen können diese nach sich ziehen, sowohl für die USA selbst als auch weltweit erfahrbar?

Das politische Geschehen in den USA seit 2016 ließ zunächst vermuten, dass die Präsidentschaft Donald Trumps als eine unkonventionelle Ausnahmeperiode zu gelten habe, die mit dem Ende seiner Amtszeit zu Ende gehen würde. Dies schien sich auch Ende 2020 zu bewahrheiten, als Trump Joe Biden im Wahlkampf unterlag und der letztere ihm als 46. US-Präsident im Amt nachfolgte. Das diesjährige Wahlergebnis zeigt nun in unmissverständlicher Deutlichkeit, dass das Interregnum in der US-amerikanischen politischen Entwicklung nicht die Präsidentschaft Trumps, sondern jene Bidens darstellte. Das überraschend deutlich zugunsten Trumps und der Republikanischen Partei ausgefallene Wahlergebnis lässt keinen Zweifel mehr daran, dass die Nachkriegszeit der „Pax Americana“ mit ihren vielen vermeintlichen und tatsächlichen politisch-wirtschaftlichen Gewissheiten unwiderruflich an ihr Ende gelangt ist und dauerhafte Veränderungen anstehen werden.

Aus dem Ergebnis des Zweiten Weltkrieges wuchs den USA die seither ausgefüllte Rolle der globalen westlichen Führungs- und Ordnungsmacht zu, die durch das Ende des Kalten Krieges 1989/90 und die politische Auflösung des langjährigen Hauptgegners Sowjetunion spektakulär bestätigt und gestärkt wurde. Gut 35 Jahre nach diesen Geschehnissen ringen die USA nun (i. W. mit sich selbst) darum, welche Rolle ihr Land künftig in der Welt einnehmen soll. Der politische Schlachtruf der siegreichen Republikaner „America First!“ verdeutlicht das Unbehagen eines überaus großen Bevölkerungsanteils bezüglich der beschriebenen Rolle einer globalen Führungs- und Ordnungsmacht: Zu groß war vor allem während der letzten drei Jahrzehnte die Zahl von Krisen- und Konfliktherden weltweit, in denen sich die USA (oftmals nolens volens) gestaltend und eingreifend engagierten, zu hoch die Kosten einer solchen Teilnahme in personeller wie materieller und finanzieller Hinsicht. Zeitgleich konzentriert sich die Aufmerksamkeit der US-Bevölkerung auf wachsende innenpolitische Spannungen und Probleme, für die wirksame Lösungen verlangt und erwartet werden. Darunter führen die weitgehend unkontrollierte Migration an der Südgrenze des großen Landes und die (mehr persönlich erfahrene als statistisch belegbare) Teuerung die Rangfolge an.

Jedoch signalisiert das Motto „America First!“ nicht, dass hierin ein Echo auf das Wort von der „splendid isolation“ zur Zeit des beginnenden Niedergangs des British Empire zu sehen wäre: Längst hat auf globaler Ebene ein politisches und wirtschaftliches Ringen der USA und der VR China eingesetzt, in dem die USA bestrebt sind, das aufstrebende ostasiatische Großreich „at arm’s-length“ zu halten: Es gilt, die eigene globale politische und technologisch-wirtschaftliche Vormachtstellung zu verteidigen und zu festigen. Ein global geführter „Kalter Krieg 2.0“ zwischen den Kontrahenten ist längst Realität, ein Rückzug der USA auf das eigene Territorium und in eine eigene isolierte Interessensphäre illusorisch. In außenpolitischer Hinsicht signalisiert „America First!“ vielmehr, dass US-amerikanische Interessen zukünftig rigoroser und konsequenter durchgesetzt werden sollen, nicht nur im Verhältnis zu Gegnern, sondern auch im Verhältnis zu Alliierten und Partnernationen.

Das „Project 2025“ genannte Papier der Heritage Foundation – einer dezidiert konservativen, einflussreichen Denkfabrik – eröffnet einen Blick auf die zu erwartende Umgestaltung des politischen Systems der USA. Demzufolge soll die exekutive Macht stärker in den Händen des Präsidenten – Donald Trump – gebündelt werden. Um die konsequente Umsetzung einer rechts-nationalistischen Agenda zu ermöglichen, sollen rund 50.000 Bundesbeamte des öffentlichen Dienstes aus ihren Ämtern gedrängt und durch loyale Gefolgsleute ersetzt werden. Inhaltlich setzt das Programm auf Entbürokratisierung und auf Kürzungen im sozialen Bereich und der Gesundheitsversorgung. Zur Erreichung dieser Zielsetzungen wird ein neues politisches Durchsetzungsinstrument errichtet (Department of Government Efficiency), das von den Unternehmern Elon Musk und Vivek Ramaswamy geleitet sein wird. Staatliche Regulierung, Umweltstandards und Gesetze zur Bekämpfung der Klimakrise sollen ebenso beseitigt werden wie zivile Rechte, das Recht auf sexuelle Selbstbestimmung und die meisten Optionen zur Vornahme einer Abtreibung. Ein denkbares Szenario ist zudem, dass sich Trump als gewählter Präsident auf den Insurrection Act (Aufstandsgesetz) von 1807 beruft, um das US-Militär zur inländischen Strafverfolgung einzusetzen. Ergänzend könnte er das Justizministerium anweisen, politische Gegner zu verfolgen. Eine besondere Brisanz hätte ein planmäßiger, ideologisch motivierter Austausch von Richtern und Staatsanwälten. Damit könnte eine zentrale Säule der Demokratie in den USA, die Unabhängigkeit der Judikative, in Gefahr geraten.

Im Rahmen der US-Außenpolitik gilt es als wahrscheinlich, dass bezüglich des Nahostkonflikts an Israel gerichtete Mäßigungsappelle unter einem Präsidenten Trump weitgehend verstummen werden. Während viele Demokraten in den USA das harte militärische Vorgehen Israels zunehmend kritisch beurteilen, die israelischen Verbündeten zur Mäßigung aufrufen und am Fernziel einer Zwei-Staaten-Lösung festhalten, sind derlei Töne aus den Reihen der Republikaner eher nicht zu erwarten. Israels rechtsgerichteter Ministerpräsident genießt unter den Republikanern höchstes Ansehen. Denkbar wäre, dass Trump Israel grünes Licht für eine vollständige Entfesselung des israelischen Militärpotenzials gäbe, wie er dies schon während des Wahlkampfes im US-Fernsehen ankündigte („Let Israel finish the job!“). Der Konflikt könnte sich in diesem Fall auch auf Nachbarländer ausweiten und intensivieren. Während seiner ersten Amtszeit hatte Trump Anfang 2020 zwar einen Plan für eine Zwei-Staaten-Lösung präsentiert, doch beinhaltete dieser für die Palästinenser kaum annehmbare Bedingungen wie die Anerkennung der jüdischen Siedlung im Westjordanland und Jerusalem als ungeteilte israelische Hauptstadt. Ob Trump vor dem Hintergrund der erneuten Eskalation des Nahostkonflikts Interesse an einer Vermittlerrolle hat, scheint ungewiss. Klar ist, dass mit den Evangelikalen eine für Trump sehr bedeutsame Wählergruppe für die bedingungslose Unterstützung der rechten israelischen Regierung eintritt. Auch Muslimfeindlichkeit ist unter Evangelikalen weitverbreitet.

In der Ukraine und in Europa sind die Sorgen groß, dass Trumps Wahlsieg die Kürzung oder Beendigung der militärischen und finanziellen Unterstützung der USA für die Ukraine zur Folge haben könnte. In der amerikanischen Rechten gibt es einflussreiche Gruppierungen, die die finanzielle Unterstützung der Ukraine vehement ablehnen („ewiger Krieg“). Dabei wird u. a. die Haltung vertreten, dass es sich beim Krieg in der Ukraine um einen peripheren Krieg am Rande Europas handle, der die Kerninteressen der USA kaum berühre, aber unverhältnismäßig viel Geld koste. Die daraus abzuleitende Schlussfolgerung lautet, die kostspieligen sicherheitspolitischen Verpflichtungen der USA deutlich zurückzufahren. Bereits mehrfach haben die Republikaner im US-Abgeordnetenhaus Ukrainehilfen blockiert. Der gerade ernannte Sondergesandte für die Ukraine und die Russische Föderation, der ehemalige General Keith Kellogg, wird versuchen, einen Plan zur Beendigung des russisch-ukrainischen Krieges umzusetzen, demzufolge die Frontlinien an ihren aktuellen

Positionen eingefroren und die Regierungen in Kiew und Moskau an den Verhandlungstisch gezwungen werden sollen: Die USA würden der Ukraine nur weitere Waffen liefern, wenn sie in Friedensgespräche einträte. Gleichzeitig würde die USA die Russische Föderation warnen, dass jede Weigerung zu verhandeln zu einer verstärkten militärischen Unterstützung der Ukraine führen würde. Eine NATO-Mitgliedschaft der Ukraine wäre auf lange Sicht „vom Tisch“. Denkbar wäre auch, dass Präsident Trump bewirkte, die Unterstützung der Ukraine auf Hilfskredite umzustellen. Für Europa drohte, eine Verringerung des US-amerikanischen Engagements teuer zu werden, wobei es als wahrscheinlich gelten darf, dass Europa bei allen Anstrengungen nicht dazu in der Lage sein würde, einen etwaigen Ausfall der USA komplett zu kompensieren.

Mit Blick auf die zentrale Rolle der USA als NATO-Mitglied mutet es als wahrscheinlich an, dass eine Trump-Administration erneut starken Druck auf die NATO-Partner ausüben wird, um diese zu höheren Verteidigungsausgaben zu zwingen. Mit einem kompletten Rückzug aus der NATO würden die USA hingegen nicht nur politischen Einfluss aufgeben, sondern auch Instabilität und Unsicherheit befördern – und dies wäre nicht nur machtpolitisch, sondern auch wirtschaftlich kaum im Interesse der USA. Mit Blick auf die zu erwartende Wirtschaftspolitik der neuen Regierung ist eine das Wirtschaftswachstum erhöhende Revitalisierung der US-amerikanischen Volkswirtschaft beabsichtigt. Diese soll durch Kräftigung der binnenwirtschaftlichen Wachstumskräfte (Verstetigung der Steuersenkungsreform von 2018, Deregulierung, Entbürokratisierung) ermöglicht werden.

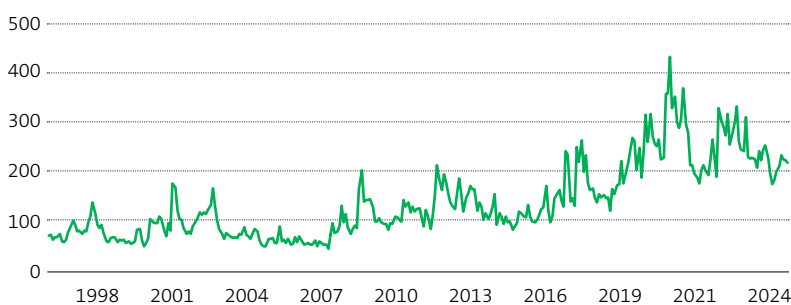
In Europa rechnet man mit neuen Zollkonflikten und Alleingängen, die darauf abzielen, Chinas wirtschaftlichen Einfluss zu begrenzen. Mit geplanten Zöllen gegen Mexiko, Kanada und China könnte die US-Administration tief in Außenwirtschaftsbeziehungen eingreifen, etwa um den Drogenschmuggel und die illegale Einwanderung zu bekämpfen. Wahrscheinlich ist, dass Präsident Trump an die protektionistische Handelspolitik seiner ersten Amtszeit anknüpft und auch kaum davor zurückschrecken wird, gegen internationale Handelsregularien wie jene der WTO zu verstoßen. Im Wahlkampf kündigte Trump an, Zölle von mindestens zehn Prozent auf sämtliche Importe zu erheben. Erklärtes Ziel ist die Verringerung des amerikanischen Handelsdefizits. Außerdem sollen die Einnahmen aus den Zöllen genutzt werden, um Steuersenkungen zu finanzieren. Besonders das Handelsdefizit gegenüber China ist den USA ein Dorn im Auge. Von neuen Zöllen und einer protektionistischen US-Handelspolitik wären allerdings nicht nur die Chinesen betroffen, sondern auch europäische Länder, deren Wirtschaft stark von internationalem Handel und Exporten abhängig ist. Vieles spricht hier allerdings dafür, dass die erheblichen wirtschaftlichen Nachteile umfassender Zölle letztlich auch hier eine Mäßigung erwirken dürften. Die zu erwartenden Folgen der beschriebenen politischen Neuorientierung der USA werden in den kommenden Jahren jedenfalls nicht nur in den USA, sondern auch weltweit zu spüren sein und vielen politischen und wirtschaftlichen Akteuren ungewohnte Anpassungsbemühungen abverlangen.

MACHTKONFLIKT USA-CHINA: WEG VON DER DUOPOLITÄT HIN ZUR MULTIPOLARITÄT

Unabhängig von der extremen Polarisierung in der US-amerikanischen Politik gibt es ein Thema, bei dem das gesamte politische Spektrum übereinstimmt: der Wunsch nach einer entschiedenen Eindämmung Chinas insbesondere auf wirtschaftlicher Ebene. Die aggressive Handelspolitik von Ex-Präsident Trump gegen China hat sich auch während der Biden-Regierung größtenteils fortgesetzt. So sind die US-amerikanischen Strafzölle gegen China mit rund 20% weiterhin deutlich höher als die auf Exporte und Importe aus dem Rest der Welt. Es handelt sich dabei auch um kein reziprokes Zollregime, da die chinesischen Zölle gegen die USA deutlich niedriger liegen. Mittlerweile umspannen die US-Zölle auf chinesische Güter rund 60% des Außenhandels zwischen den USA und China. Dies verdeutlicht, wie

GEOPOLITISCHE RISIKEN WEITERHIN ÜBERDURCHSCHNITTlich GLOBALER UNSICHERHEITSINDEX

IN INDEXPUNKTEN



■ Globaler Unsicherheitsindex

Quellen: Bloomberg,
Economic Policy Uncertainty Group, NATIONAL-BANK.

”

Trotz der enormen geopolitischen Risiken, die von der neuen US-Administration ausgehen, bestehen somit gute Chancen, dass auch sie von den systemischen Zwängen der Multipolarität zunehmend eingehegt werden könnte.



umfassend der Handelskonflikt mittlerweile ist. Die USA generierten in den letzten Jahren rund 230 Milliarden US-Dollar aus Strafzöllen, Steuern und Gebühren gegen China, vor allem unter der Biden-Administration stiegen diese weiter an. So hat die Biden-Regierung im Mai 2024 signifikant höhere Strafzölle gegen diverse Produkte aus China angekündigt. So wurden insbesondere die Importzölle auf E-Autos von 25 auf 100% erhöht, sodass die US-Regierung faktisch dem Import von chinesischen E-Autos in die USA einen Riegel vorgeschoben hat. Zudem werden Batterien aus China mit 25% Zoll belegt, chinesische Halbleiter sogar mit 50%. Auch chinesische Unternehmen, die ihre Dienste in den USA anbieten, rückten in den Fokus. Der illustrativste Fall betrifft diesbezüglich die Kurzvideoplattform TikTok, die dem chinesischen Mutterkonzern ByteDance gehört. Diese wurde vom US-Justizministerium als Risiko für die nationale Sicherheit eingestuft. Wegen der Nähe der Firma zur chinesischen Regierung befürchtet die Behörde Datenspyonage und eine

Manipulation der öffentlichen Meinung. Folglich hat der US-Kongress im vergangenen Frühjahr ein Gesetz verabschiedet, das ByteDance dazu zwingt, das US-Geschäft von TikTok bis zum 19. Januar 2025 zu verkaufen. ByteDance hat gegen dieses Gesetz Berufung eingelegt.

Unter ökonomischen Aspekten agiert China im Gegensatz zu früheren Zeiten nicht aus einer Position der wirtschaftlichen Stärke, sondern befindet sich in einer wirtschaftlichen Schwächephase. Ursächlich dafür sind insbesondere der darbenende Immobiliensektor aufgrund der hohen Verschuldung vieler Privathaushalte und Projektentwickler sowie der schwächelnde Arbeitsmarkt. Gerade die regierungsseitige Eindämmung des privaten Internetsektors hat gravierende Auswirkungen auf die einstige Jobmaschine, die in früheren Jahren für einen Großteil der Arbeitsplätze für Absolventen der Universitäten verantwortlich zeichnete. Ein Zeichen dafür ist auch der Niedergang der chinesischen Start-up-Szene in den letzten Jahren. Dieser manifestiert sich im Besonderen in einem dramatischen Rückgang der Anzahl der neu gegründeten Start-ups. Venture Capital, das jahrelang als Motor für die dynamische chinesische Start-up-Szene fungierte, wird in zunehmend geringerem Maße zur Verfügung gestellt, vorrangig aufgrund der Unsicherheiten, die mit den signifikanten Eingriffen des chinesischen Staates in die Privatwirtschaft einhergehen. Insbesondere das harte regulatorische Durchgreifen bei einstmaligen Ikonen der chinesischen Privatwirtschaft, wie Alibaba oder auch Tencent, wirkten stark abschreckend. Die gravierenden Eingriffe der Regierung in die Privatwirtschaft haben dazu geführt, dass das Vertrauen der internationalen Investoren, aber auch der Unternehmerschaft in die chinesische Regierung unter der autoritären Führung von Staatspräsident Xi deutlich gesunken ist. Dies ist auch einer der Gründe für das relativ schwache chinesische Wirtschaftswachstum in jüngerer Vergangenheit.

”
 Unter ökonomischen
 Aspekten agiert China
 im Gegensatz zu
 früheren Zeiten nicht
 aus einer Position der
 wirtschaftlichen Stärke,
 sondern befindet sich in
 einer wirtschaftlichen
 Schwächephase.

Ein zentrales Thema in den bilateralen Beziehungen zwischen China und den USA wird die Ausgestaltung des Zollregimes zwischen den beiden größten Volkswirtschaften der Welt im Zuge der zweiten Trump-Administration sein. Rhetorisch wurde diesbezüglich bereits mit Ankündigungen von Zöllen nach Amtsübernahme von 60% auf alle chinesischen Importgüter in die USA bereits stark aufgerüstet – ob es dann tatsächlich so weit kommt, bleibt abzuwarten. Sicher ist jedenfalls, dass China der Hauptantagonist der neuen Trump-Regierung sein wird. Importzölle von 60%

auf chinesische Güter und von 20 % auf alle anderen Importgüter würden signifikante Auswirkungen auf den bilateralen Handel haben: Laut Schätzungen würde dadurch der Güterstrom von China in die USA nahezu vollständig zum Erliegen kommen. Dieser machte im Jahr 2023 ein Volumen von ca. 500 Mrd. USD aus und entsprach damit in etwa 15 % der gesamten chinesischen Ausfuhren. Diese Ausfuhren würden allerdings sicherlich nicht vollständig wegfallen, sondern zum Großteil in andere Regionen umgeleitet. Länder, die ebenfalls unter dem US-Zollregime leiden, wären sicherlich verstärkt die Abnehmer. Der negative Gesamteinfluss auf das globale Bruttonationalprodukt könnte sich daher als nicht wesentlich herausstellen.

Sicherlich würden solche Handelsrestriktionen dazu führen, dass die Neigung Chinas zur umfassenden „Selbstversorgung“ – gerade im Technologiesektor – noch weiter zunehmen respektive sich beschleunigen würde. Die Beziehungen von China nicht nur zu den USA, sondern auch zu anderen entwickelten Volkswirtschaften dürften dauerhaft unter dieser Konzentration nach innen leiden und sich weiter abschwächen. Für die gesamte Welt wäre dies dauerhaft keine gute Perspektive, insbesondere nicht für die stark nach China ausgerichteten europäischen Exportnationen. Mäßigend wirken aber die gegenseitigen Abhängigkeiten, die in den letzten Jahrzehnten der Globalisierung gewachsen sind. Beispielhaft benötigt die USA seltene Erden aus China, genauso wie China Hochleistungschips aus den USA. Da die Abhängigkeiten so groß sind, lassen sie sich auch nicht einfach oder vollumfänglich auflösen. Dies ist in einer Welt voll geopolitischer Unsicherheiten durchaus positiv und für die Weltwirtschaft als stabilisierend zu werten. Bei allen auch berechtigten Sorgen vor einer möglichen Ausweitung des Handelskrieges zwischen China und den USA und den damit verbundenen Implikationen sollte jedoch zudem nicht in Vergessenheit geraten, dass die Welt nicht nur duopolistisch angelegt ist, sondern sich immer stärker eine Multipolarität im Welthandel herausbildet. Vor allem der globale Süden etabliert sich als Profiteur dieser Multipolarität. Diese Multipolarität ist in der Lage, Friktionen, die sich aus dem verschlechternden Verhältnis der beiden größten Volkswirtschaften ergeben, abzumildern respektive zu überkompensieren. So übertrifft die Wirtschaftskraft der sieben größten Schwellenländer bereits heute diejenige der sieben größten Industrienationen. Und dieses Gewicht wird sich weiter zugunsten der aufstrebenden Volkswirtschaften verschieben.

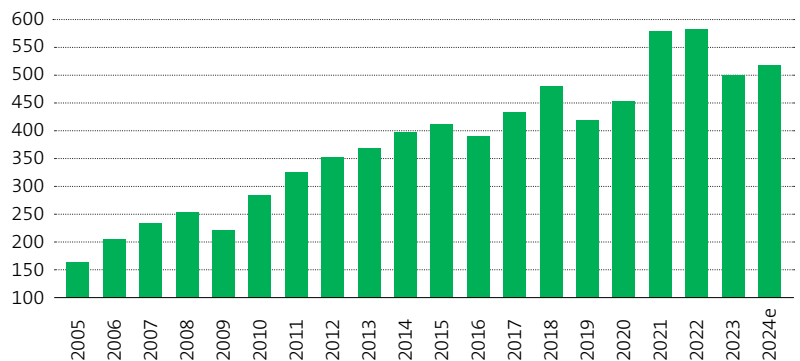
Es ist das Jahrzehnt, vielleicht auch das Jahrhundert der Schwellenländer. Diese Märkte sind respektive werden dauerhaft für viele Unternehmen zu bedeutend, um sie zu ignorieren.

Als geopolitisches Fazit bleibt festzuhalten, dass die USA nunmehr auch oder gerade wegen der neuen US-Administration im Machtkonflikt mit China die besseren Karten in der Hand zu haben scheinen. Die Androhung exorbitanter Zölle auf Importe Chinas in die USA setzt China in einer Zeit massiv unter Druck, in der sich die Volksrepublik ohnehin in einer schwächeren wirtschaftlichen Lage befindet. Zudem erfährt die erwartete Eindämmung Chinas auch innerhalb der asiatischen Ländergruppe zumindest eine gewisse positive Resonanz, werden damit doch dem Hegemon Asiens Schranken aufgezeigt respektive auferlegt. Trotz der enormen geopolitischen Risiken, die von der neuen US-Administration ausgehen, bestehen somit gute Chancen, dass auch sie von den systemischen Zwängen der Multipolarität zunehmend eingehegt werden könnte.

CHINAS US-EXPORTE WEITERHIN AUF HOHEM NIVEAU

CHINA-EXPORTE VON 2005 BIS 2024

IN MRD. US-DOLLAR



Quellen: Bloomberg, IWF, NATIONAL-BANK.

DIE EU ALS GEOPOLITISCHER AKTEUR – ENTWICKLUNGSPERSPEKTIVEN AUS HEUTIGER SICHT

Lange Jahre stand die Integration Europas primär im Zeichen der Vertiefung der wirtschaftlichen Strukturen der Europäischen Union: Die EU war die ökonomische Flankierung der NATO und sicherte sie als Teil einer größeren sicherheitspolitischen Architektur zivilgesellschaftlich ab. Naturgemäß ging der normative Impetus der europäischen Gründerväter der Union weit über diese Vorstellungen hinaus: Leitbild war die „immer engere“ Integration vom Staatenbund zum supranationalen Bundesstaat – einen Krieg sollte es zwischen den europäischen Brudervölkern somit nie mehr geben. Bis heute haben sich die europäischen Nationalstaaten allerdings als viel resilienter erwiesen, als nach damaliger Einschätzung zu erwarten stand: Auch nach fast einem dreiviertel Jahrhundert Integrationsgeschichte steckt der EU immer noch mehr DNA vom „Europa der Vaterländer“ in den Knochen als von den „Vereinigten Staaten von Europa“: Zwar hat es im ökonomischen Bereich eine weitreichende Integration gegeben, im Kern aber kann man feststellen, dass es immer noch die Nationalstaaten sind, die die Fäden in der Hand halten und deren Staatsraison die letztlich maßgebliche ist: Zentraler Beleg dafür ist insbesondere der Umstand, dass es bis dato nicht zu einer sich selbst verstärkenden Integrationsdynamik gekommen ist. Insgesamt lässt sich die aktuelle Konstitution der EU somit zumindest

noch primär als das Ergebnis der fallweisen Interessenidentität der Mitgliedsstaaten begreifen. Letztere ist naturgemäß auch eine Funktion des geopolitischen Umfelds, das sich derzeit rapide transformiert. Insofern stellt sich derzeit verschärft die Frage, welche Impulse hiervon auf die zukünftige geopolitische Rolle der EU ausgehen.

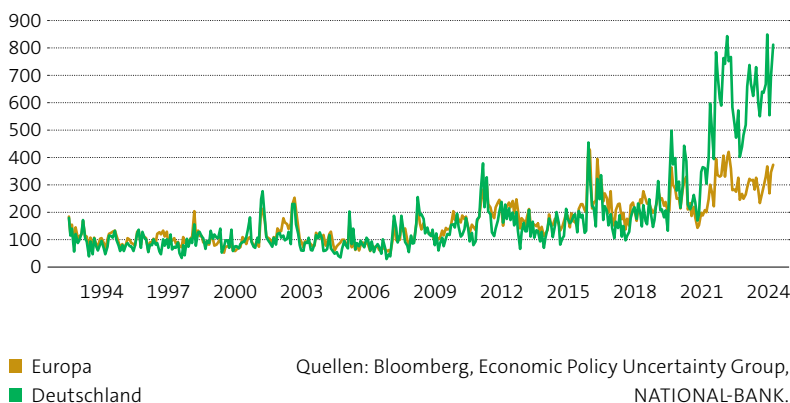
Bereits heute zeichnet sich sehr deutlich ab, dass der Angriff Russlands auf die Ukraine erhebliche transformative Wirkungen haben wird, da er einen vollkommenen Bruch der geopolitischen Rahmenbedingungen markiert. Dies zeigt sich bereits jetzt in vielfacher Hinsicht: Quantitativ übersteigt die nicht-militärische Unterstützung der Ukraine seitens der EU-Länder die der USA mittlerweile deutlich. Im militärischen Bereich sind die Zuwendungen der Amerikaner zwar naturgemäß noch höher, die Europäer sind aber im Begriff, ihre Verteidigungsbudgets durchgreifend zu erhöhen. Die Tiefe des sicherheitspolitischen Umbruchs in Europa wird auch eindrucksvoll dadurch belegt, dass Finnland und Schweden ihre jahrzehntelang sakrosankte Neutralität aufgegeben haben.

Nun ist die EU noch ein primär wirtschaftlicher Akteur, dessen militärisches und sicherheitspolitisches Profil geburtsbedingt noch extrem unterentwickelt ist. Dementsprechend lässt sich die Tragweite des Krieges für die EU vor allem im zivilen Bereich festmachen: Neben den vielfältigen Sanktionen und materiellen Hilfsleistungen wird mehr und mehr deutlich, dass die eigentlichen transformativen Impulse derzeit vor allem in der Erweiterungspolitik zum Tragen kommen bzw. desiderierbar werden, denn hier werden mit dem eigentlichen Kernbestand die vitalen Funktionen der Union berührt. Mit der Aufnahme von EU-Beitrittsverhandlungen mit der Ukraine und weiterer Staaten Osteuropas geht es mittlerweile nicht mehr nur um symbolische Solidarität mit einem von Russland überfallenen Nachbarn. Spätestens seit Russlands Vollinvasion in der Ukraine versteht Brüssel unter Erweiterung die Expansion in strategisch wichtige Räume als Mittel der auswärtigen Politik. Der Blick auf die tiefgreifenden bereits rein technischen Probleme, die das für den hochkomplexen Integrationsprozess der EU bedeutet, offenbart somit, welchen Stellenwert der Einbindung weiterer osteuropäischer Staaten zukommt.

MAXIMALE VERUNSICHERUNG IN DEUTSCHLAND

UNSICHERHEITSINDEX FÜR DIE EU UND DEUTSCHLAND IM VERGLEICH

IN INDEXPUNKTEN





Wenn die EU nunmehr immer stärker geopolitisch Verantwortung übernehmen muss, dürfte sich sukzessive eine stärker interessen geleitete Außenpolitik auch im Sinne einer Weberschen Verantwortungsethik durchsetzen.

Wie weit dieser Impuls letztlich trägt, wird die Geschichte zeigen. Dass die EU diese massiven Risiken für ihren „acquis communautaire“ aufnimmt, kann aber als wesentlicher Beleg dafür gewertet werden, wie stark der Ukraine-Krieg die EU langfristig verändern wird: Vom Beitritt weiterer osteuropäischer Staaten dürften erhebliche Impulse auf die Bestrebungen nach strategischer Autonomie und einer Erweiterung auch der militärischen Fähigkeiten ausgehen. Die EU steht hier somit vor erheblichen Veränderungen sowohl ihrer Strukturen als insbesondere auch der ihnen innewohnenden Kräftekonstellationen. Für die geopolitische Durchschlagskraft der EU ist es schließlich von überragender Bedeutung, dass sich dabei vor allem auch das außenpolitische Selbstverständnis der EU erheblich wandeln dürfte: Die bislang starke Werteorientierung der EU-Außenpolitik ist hier auch eine Funktion ihrer macht- bzw. sicherheitspolitischen Ohnmacht. Wenn die EU nunmehr immer stärker geopolitisch Verantwortung übernehmen muss, dürfte sich sukzessive eine

stärker interessen geleitete Außenpolitik auch im Sinne einer Weberschen Verantwortungsethik durchsetzen. Da Normen und Werte in der EU oft differieren und zumindest bislang eine hohe Hürde für eine entsprechende außenpolitische Durchschlagskraft bildeten, könnte dies einen Durchbruch mit sich bringen. Insgesamt stehen somit die Chancen gut, dass die EU spürbar an geopolitischem Gewicht zunimmt.

ACQUIS COMMUNAUTAIRE

Der *acquis communautaire* [frz.: gemeinschaftlicher Besitzstand] umfasst alle Rechte und Pflichten, die für jedes EU-Mitglied verbindlich sind. Dazu gehören die Ziele und Grundsätze der Verträge, die auf dieser Grundlage erlassenen Rechtsvorschriften (»EU-Recht«) sowie die von der Gemeinschaft unterzeichneten internationalen Abkommen. Der A. umfasst inzwischen mehr als 100.000 Gesetzesakte (EuGH-Urteile und internationale Verträge der EU nicht eingerechnet) und wird ständig fortentwickelt.

VERANTWORTUNGSETHIK

Verantwortungsethik ist ein Begriff für Theorien, die in der Bewertung des Handelns die Verantwortbarkeit der tatsächlichen Ergebnisse betont. Er wurde von Max Weber als Gegenbegriff zur „Gesinnungsethik“ eingeführt; darunter begreift er Theorien, die die hinter der Handlung stehende Absicht und die persönlichen Motive nach vorgegebenen Werten beurteilen.



DIE KAPITALMÄRKTE IM JAHR 2025

DIE AKTIENMÄRKTE IM SPANNUNGSFELD ZWISCHEN GEOPOLITIK UND ZINSENKUNGSERWARTUNGEN

Das Aktienjahr 2024 zeichnete sich durch ein hervorstechendes Narrativ aus: die klare Erwartungshaltung der Aktienmärkte hinsichtlich signifikanter Zinssenkungen der US-Notenbank sowie der EZB. Trotz vielfältiger geopolitischer Krisenherde blieb der Einfluss der Geopolitik auf die Aktienmärkte weiterhin sehr begrenzt. Dies ist umso erstaunlicher, da mit dem weiterhin mit unveränderter Härte geführten russischen Angriffskrieg in der Ukraine, dem eskalierenden Krieg im Nahen Osten sowie den Unsicherheiten, die mit der erneuten Wahl Donald Trumps zum US-Präsidenten einhergehen, die geopolitischen Risiken nicht geringer geworden sind. Dies zeigt ein Phänomen, das schon lange an den Aktienmärkten zu beobachten ist: die systematische Überschätzung der politischen Risiken hinsichtlich ihrer Implikationen auf die Aktienmärkte.

Im Fahrwasser erwarteter Zinssenkungen legten die globalen Kapitalmärkte ein phänomenales Aktienjahr 2024 hin – und dies vor dem Hintergrund der ebenfalls beeindruckenden Vorjahresgewinne. Zum Redaktionsschluss (29.11.2024) legten der deutsche Leitindex DAX sowie der europäische Euro Stoxx 50 17,2 bzw. 6,3 % zu. Noch merklich beeindruckender war die Entwicklung der US-amerikanischen Leitindizes. So stieg der S&P 500 um enorme 26,5 %, der Technologieindex NASDAQ legte um 28 % zu. Wie breit der globale Aktienmarktanstieg war, zeigte sich auch daran, dass der MSCI World 20,2 % hinzugewinnen konnte. Neben den robusten Zinssenkungserwartungen insbesondere in Europa sowie dynamischen Unternehmensgewinnen, gerade in den USA, gilt als weiterer Pfeiler des robusten Aktienmarktaufschwungs in diesem Jahr und sicherlich auch darüber hinaus der zunehmende Erkenntnisgewinn, dass die künstliche Intelligenz für einzelne Branchen und die Gesamtwirtschaft ein stark wachstumsbeschleunigendes Element beinhaltet, das sich bereits heute sukzessive entfaltet.

In der Tat hat sich die Weltwirtschaft trotz der Vielzahl der geopolitischen und ökonomischen Schocks in den letzten zwölf Monaten abermals wesentlich besser entwickelt als vielfach projiziert. In unserem Basisszenario bleibt die globale Konjunktur auch weiterhin robust: Gerade die zunehmende Multipolarität des internationalen Systems könnte der Entwicklung des Welthandels

noch erheblichen Schub verleihen. Springt die Industrieproduktion dann wieder an, dürfte sich der globale Aufschwung spürbar festigen: Es bestehen nach unserem Dafürhalten somit nennenswerte Chancen dafür, dass sich im kommenden Jahr die konjunkturellen Auftriebskräfte weltweit durchsetzen. Insgesamt dürfte somit die notwendige Bedingung einer grundsätzlich intakten globalen Expansionsphase für eine auch weiterhin risikofreudige Grundstimmung mit einer hohen Wahrscheinlichkeit erfüllt sein.

Die zweite makroökonomische Voraussetzung für die Fortführung des globalen Aufwärtstrends der internationalen Kapitalmärkte ist schließlich, dass sich unsere Einschätzung bezüglich der Inflations- und Zinsentwicklung weiter materialisiert: Ungebrochen verweisen führende Quantifizierungen der gleichgewichtigen Zinssätze darauf, dass der säkulare Abwärtstrend bei den gleichgewichtigen Realzinsen für das Gros der Industrienationen intakt ist. Sofern sich der Rückgang der Inflation trotz der Dysfunktionalität vieler wirtschaftspolitischer Maßnahmen der neuen US-Administration fortsetzen kann, ist davon auszugehen, dass die zusätzlichen geldpolitischen Impulse die Erwartungen übertreffen und somit auch als Treibsatz an den Börsen weltweit spürbar werden dürften. Insgesamt kommen wir somit zu dem Schluss, dass die Chancen an den internationalen Kapitalmärkten die Risiken durchaus überwiegen dürften.

Auf Gesamtmarktsicht haben sich aufgrund der gestiegenen Aktienkurse die Bewertungen spürbar erhöht. Dies gilt für die europäischen Leitindizes DAX und Euro Stoxx 50 als auch für den S&P 500. Auf Basis der Gewinnerwartungen für die nächsten zwölf Monate beläuft sich die Bewertung von DAX und Euro Stoxx 50 auf 15 (vor zwölf Monaten: 11,3) bzw. 14,3 (12,1). Im S&P 500 erhöhte sich die Bewertung auf 24,7 (vor zwölf Monaten: 20,3). Folglich verzeichnete der deutsche Leitindex bei den betrachteten Indizes die höchste Bewertungsexpansion in diesem Jahr – und das vor dem Hintergrund der allgemeinen Kakophonie bezogen auf die deutsche Wirtschaft. Dies ist auch ein Zeichen, wie stark die DAX-Konzerne sich mittlerweile auf den Weltmärkten diversifiziert haben und wie gut sie grundsätzlich in der Lage sind, die Probleme im Heimatland durch globale Zuwächse auszugleichen. Auffallend ist die merklich höhere Bewertung des S&P 500. Diesbezüglich sollte jedoch nicht in Vergessenheit geraten, dass die Gewinndynamik der US-Unternehmen grundsätzlich deutlich höher ausfällt als die der europäischen Unternehmen.

DIE PROGNOSEN FÜR DIE AKTIENMÄRKTE IM ÜBERBLICK

	Aktueller Kurs	März 2025	Juni 2025	September 2025	Dezember 2025
DAX	19.624	20.500	20.750	21.000	21.500
EURO STOXX 50	4.808	5.000	5.050	5.100	5.200
S&P 500	6.032	6.250	6.350	6.400	6.500

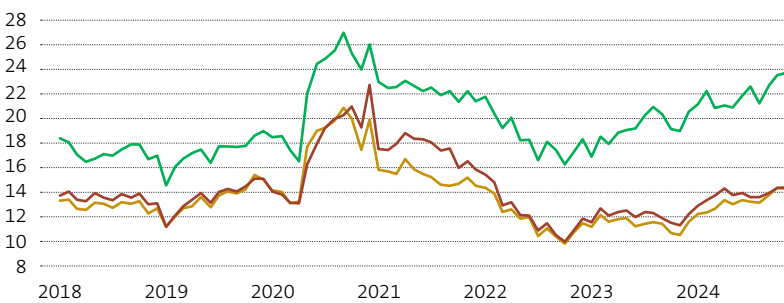
Stand 01.12.2024

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK.

AKTIENMARKTBEWERTUNGEN IM VERGLEICH

ENTWICKLUNG DES KURS-GEWINN-VERHÄLTNISSSES FÜR S&P 500, EURO STOXX 50 UND DAX

INDEX ZU INDEXGEWINN



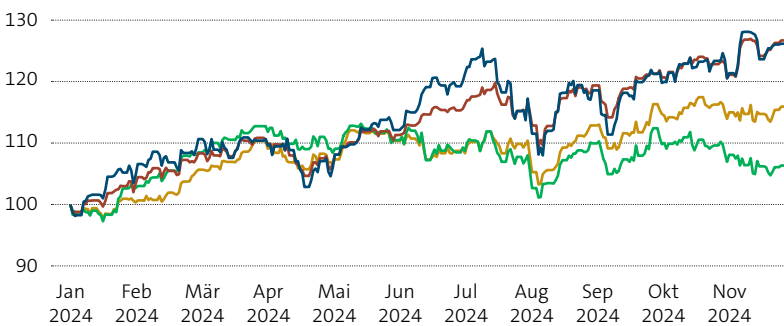
■ DAX KGV ■ S&P 500 KGV
■ Euro Stoxx 50 KGV

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK.

US-MÄRKTE IM JAHRESVERLAUF EINMAL MEHR WEIT VORNE

S&P 500, NASDAQ, EURO STOXX 50 UND DAX IM VERGLEICH

INDEXSTÄNDE INDIZIERT, 30.12.2024 = 100



■ DAX-Index ■ Euro Stoxx 50
■ S&P 500 ■ Nasdaq 100

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK.

Weiterhin profitiert der S&P 500 von seiner Technologielastigkeit sowie der grundsätzlichen Energieunabhängigkeit vieler US-Unternehmen von Energieimporten aus dem Ausland. Wir sind mehr denn je davon überzeugt, auch vor dem Hintergrund der europäischen Konjunkturschwäche, den US-Anteil im Depot noch stärker auszubauen. Branchenseitig sollten solche Sektoren profitieren, die sich im Einklang mit der Neuausrichtung der US-Politik befinden, namentlich die Öl- und Gasbranche, der Verteidigungssektor, der Bankensektor sowie die gesamte Finanzbranche. Zudem sollte der Technologiesektor – trotz seines hervorragenden Laufs in den letzten Jahren – weiterhin ausreichend dotiert sein. Ohnehin profitiert dieser Sektor überproportional von anstehenden Zinssenkungen. Zudem sollten Unternehmen mit überzeugendem Geschäftsmodell und einer konstanten Ausschüttungspolitik weiterhin in einem international und segmentspezifisch diversifizierten Aktiendepot ausreichend dotiert werden.

DIE US-AKTIENMÄRKTE IM WAHLJAHR

Der US-Aktienmarkt hat im Anlagejahr 2024 eine mehr als beeindruckende Entwicklung genommen. So ist der Dow-Jones-Index und der breitere S&P 500 per Redaktionsschluss um 19,2 respektive 26,5 % gestiegen. Der Technologieindex NASDAQ erhöhte sich sogar um 28 %. Nach einer ohnehin schon sehr guten Jahresperformance konnten die Indizes nach der erneuten Wahl Donald Trumps zum US-Präsidenten weiter zulegen. Die Hoffnung auf eine Wachstumsbeschleunigung durch umfassende Steuersenkungen, Deregulierungen sowie einer starken Hinwendung zum Binnenmarkt scheint hell im Nachgang der US-Präsidentenwahl von Anfang November. Der diesjährige Aufschwung gestaltete sich recht schwankungsarm, einzig die kurze Schwächephase Anfang August aufgrund der plötzlichen Auflösung der „Carry Trades“ im japanischen Yen belastete kurz. Diese Minikorrektur wurde aber schnell wieder aufgeholt. Umrahmt wurde der Aktienmarktaufschwung in den USA auch durch die Einleitung des sehnlich erwarteten Zinssenkungszyklus der US-Notenbank, der sicherlich im Anlagejahr 2025 seine Fortsetzung finden wird.

Ein zentraler Pfeiler des US-Aktienaufschwungs in den letzten Jahren ist die Technologielastigkeit der US-Indizes, wie sie sich aufgrund der zunehmenden Bedeutung der Technologiekonzerne sukzessive ergeben hat. Die Technologiebranche

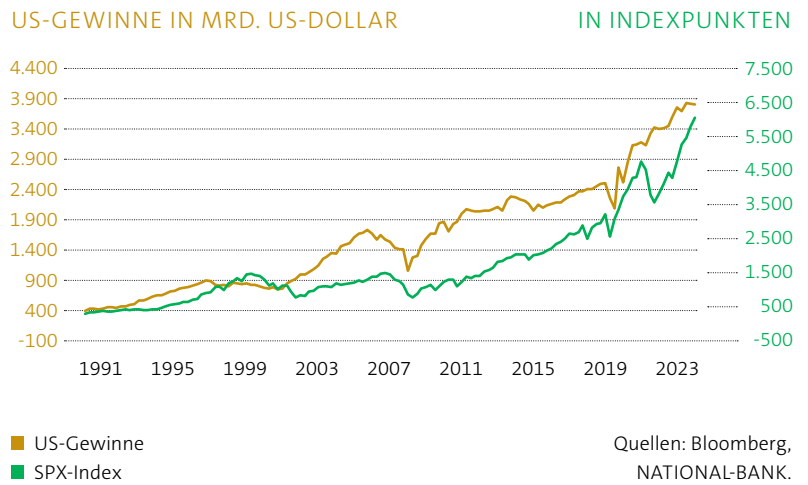
stellt die Branche mit dem dynamischsten Gewinnzuwachsen in den letzten Jahren dar, dies spiegelt sich auch in den Indexgewinnen wider. Insbesondere die sog. „Magnificent Seven“ haben eine immense Bedeutung für den US-Aktienmarkt. Diese sieben Unternehmen – Apple, Microsoft, Alphabet, Amazon, Meta, Tesla und Microsoft – repräsentieren einen signifikanten Anteil an der Marktkapitalisierung des S&P 500. Sie sind Vorreiter in den Zukunftstechnologien, denen ein sehr großes Ertragspotenzial zugebilligt wird. Gerade im Bereich der Künstlichen Intelligenz, dem Cloud-Computing, der Elektromobilität sowie im Bereich der digitalen Werbung respektive in den sozialen Medien setzen diese Unternehmen nur schwer zu erreichende Maßstäbe. Niedrigere Zinsen helfen diesen Unternehmen zudem.

Dynamische US-Unternehmensgewinne sowie der zunehmende Erkenntnisgewinn, dass die künstliche Intelligenz für einzelne Branchen ein stark wachstumsbeschleunigendes Element beinhaltet, das nicht erst in der fernen Zukunft, sondern bereits heute ihr Potenzial entfaltet, sollten dazu beitragen, dass auch im Aktienjahr 2025 die US-Indizes eine Vorreiterrolle an den globalen Aktienmärkten einnehmen sollten. Folglich sollte ein ausreichendes US-Exposure weiterhin das Maß aller Dinge in einem international diversifizierten Aktienportfolio darstellen. Gerade auch Unternehmen der zweiten Reihe aus dem Hightech-, IT-, AI- und Verteidigungssektor sollten merklich profitieren können. So wäre es nicht verwunderlich, wenn diese ihre in den letzten Jahren aufgebaute Underperformance zu den Indizes der ersten Reihe reduzieren könnten. Zudem sollten in den USA fossile Energieträgerindustrien sowie Finanzwerte profitieren können.

Der „Trump Trade“ an den Aktienmärkten sollte daher weitergehen. Die US-Aktienmärkte haben sich schon vor der Wahl Trumps durch eine deutlich höhere Bewertung als ihre europäischen Pendanten ausgezeichnet. Es ist zu erwarten, dass diese Divergenz sich eher noch weiter ausbauen wird, insbesondere dann, wenn das US-Wachstum sich weiter beschleunigen würde. Eine erneute US-amerikanische Wachstumsbeschleunigung könnte sich mit Verzögerung somit auf den Rest der Welt übertragen und damit auch die globalen Aktienmärkte mittelfristig begünstigen. Die gestiegene Bewertung der US-Aktienmärkte sehen wir nicht als problematisch an, da die Gewinndynamik der US-Unternehmen grundsätzlich deutlich höher ausfällt als die der europäischen Unter-

AKTIENMÄRKTE IM GLEICHSCHRITT MIT DER GESAMTWIRTSCHAFT

US-UNTERNEHMENSGEWINNE (VGR) UND S&P-500
IN DER LANGFRISTIGEN RELATION



nehmen. Weiterhin wird der S&P 500 von seiner Technologielastigkeit sowie der grundsätzlichen Energieunabhängigkeit vieler US-Unternehmen von Energieimporten aus dem Ausland profitieren. Letztere sollte unter der Trump-Administration eher noch größer werden. Wir sind mehr denn je davon überzeugt, auch vor dem Hintergrund der europäischen Konjunkturschwäche, den US-Anteil im Depot noch stärker auszubauen.

EUROPÄISCHE AKTIENMÄRKTE: ROBUSTES EIGENLEBEN TROTZ HERAUSFORDERNDEN GEOPOLITISCHEN UMFELDS

Die Investoren an den europäischen Aktienmärkten blicken auf ein weiteres sehr gutes Aktienjahr zurück. So befanden sich die europäischen Aktienindizes seit Anfang des Jahres deutlich im positiven Terrain und konnten diese positive Performance bis zum Redaktionsschluss über das gesamte Jahr hinweg verteidigen. Konkret stieg der Euro Stoxx 50 als europäischer Leitindex bis zum Redaktionsschluss um ca. 6 %, nachdem im Vorjahr die Zugewinne noch wesentlich größer ausgefallen waren. Wie bereits schon im Vorjahr zu beobachten, koppelten sich die europäischen Aktienmärkte von den äußerst trüben geopolitischen Entwicklungen weitestgehend ab und entwickelten ein robustes Eigenleben.

Im Umfeld einer robusten globalen Konjunktur-entwicklung und deutlich rückläufigen Inflationsraten einhergehend mit dem Beginn des Zinssenkungsmodus der EZB war der Boden auch für ein weiteres gutes europäisches Aktienjahr bereitet. Der starke Diversifikationsgrad vieler im Euro Stoxx 50 notierter Unternehmen sowie die hohe Bankenlastigkeit des Index, die von den im Laufe des Jahres 2024 immer noch hohen Zinsen profitierte, begünstigten die Zugewinne. Europäische Unternehmen mit einem hohen Exportanteil und einer hohen Dividendenkontinuität und -rendite halten wir auch im Börsenjahr 2025 für aussichtsreich. In einem Szenario, in dem die Notenbanken im neuen Anlagejahr weiterhin deutlich die Leitzinsen senken werden, sowie einer anhaltenden globalen wirtschaftlichen Expansion sind wir zuversichtlich für ein weiteres aussichtsreiches Börsenjahr für den europäischen Leitindex Euro Stoxx 50.

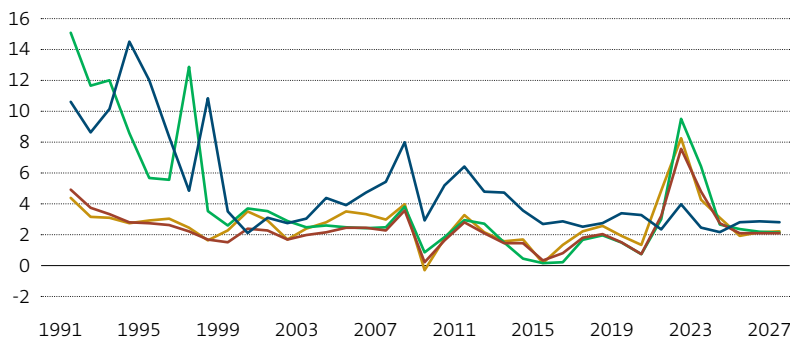
DAX-INDEX: PROFITEUR DER GLOBALEN KONJUNKTUR-ENTWICKLUNG SOWIE WEITERER ZINSENKUNGSERWARTUNGEN

Wie kein anderer Aktienindex ist der deutsche Leitindex aufgrund seiner extremen Exportabhängigkeit von der Entwicklung der internationalen Konjunktur abhängig. Diese Korrelation hat sich auch in diesem Aktienjahr wieder bestätigt.

Der Umstand, dass die globale Konjunktur sich im Jahr 2024 sehr robust entwickelt hat, hat wesentlich zur sehr guten Entwicklung des DAX in diesem Jahr beigetragen. Gerade die sehr widerstandsfähige US-Konjunktur sowie die anhaltende Expansion in Asien waren Stützpfeiler des robusten globalen Konjunkturverbundes. Per Redaktionsschluss verbucht der DAX ein Jahresplus von ca. 17 %, sodass sich auch das Aktienjahr 2024 in die Riege sehr guter DAX-Jahre einreicht. Im Zuge des von uns erwarteten weiteren Rückgangs der Zinsen und der sich damit verbessernden Finanzierungskonditionen sowie eines weiter verbesserten globalen Konjunkturmilieus erwarten wir auch für das Aktienjahr 2025 merkliche Kursgewinne des DAX als Leitindex der deutschen Wirtschaft. Gerade die hohe Internationalisierung seiner Mitglieder ist der Garant dafür, dass die Konjunkturschwäche in Deutschland, aber auch in Europa grundsätzlich nur einen begrenzten negativen Einfluss auf die DAX-Unternehmen haben wird, während sich der positive Einfluss der weiteren Belebung der internationalen Konjunktur hingegen in den Unternehmenszahlen spürbar niederschlagen wird. Die klare Erwartungshaltung weiterer Zinssenkungen der EZB verhalf dem DAX zu einer merklichen relativen Outperformance in diesem Aktienjahr gegenüber dem Euro Stoxx 50. Ursächlich dafür ist insbesondere auch die hohe Responsivität der immer noch starken Industriebasis im DAX gegenüber Zinsänderungen.

INFLATION WELTWEIT AUF DEM RÜCKZUG INFLATIONS-RATEN USA, EU, INDUSTRIENATIONEN, ASIEN IM VERGLEICH

IN PROZENTPUNKTEN P. A.



■ USA
■ Europa
■ Asien
■ Industrienationen

Quellen: Bloomberg,
NATIONAL-BANK.

UNSERE STRATEGIE FÜR DAS JAHR 2025:

Trotz der enormen geopolitischen und geoökonomischen Risiken, die insbesondere mit dem Wechsel zu der neuen US-Administration verknüpft sind, bleibt der globale Ausblick zumindest robust. Sofern die handelspolitischen Konflikte einigermaßen im Rahmen bleiben und nicht zu einem allgemeinen Handelskrieg mutieren, könnte die weltwirtschaftliche Entwicklung sogar eher positiv überraschen – die Kräfte der Multi-Polarisierung der Weltwirtschaft bergen dabei erhebliches positives Überraschungspotenzial. Vor allem steht u. E. zu erwarten, dass der pandemische Inflationsschock im kommenden Jahr zur Gänze überwunden werden kann, da die angelegten ökonomischen Trends die geopolitisch getriebenen Effekte zumindest im kommenden Jahr noch überkompensieren werden. Dies wird es den internationalen Notenbanken voraussichtlich ermöglichen, eine spürbar expansivere Geldpolitik zu betreiben, als bislang allenthalben erwartet wird: Mit Blick auf die allgemeine Risikobereitschaft an den internationalen Kapitalmärkten sind somit aus unserer Sicht die beiden zentralen notwendigen Bedingungen für eine Fortsetzung der starken Performance im kommenden Jahr voraussichtlich gegeben. Grundsätzlich bleiben die Kapitalmärkte im Jahresverlauf dabei allerdings erheblichen Event-Risiken ausgesetzt: Es bleibt somit jeweils laufend zu prüfen, ob bzw. inwieweit die von uns in Aussicht gestellte Dominanz der wirtschaftlichen Entwicklung trotz der kommenden wirtschaftspolitischen Schocks tatsächlich erhalten bleiben kann.

Insgesamt sollten die Anleger aber auch weiterhin eine relativ hohe Aktienquote vorhalten. Wir sind dabei mehr denn je davon überzeugt, den US-Anteil im Depot noch stärker auszubauen. Branchenseitig werden solche Sektoren profitieren, die sich im Einklang mit der Neuausrichtung der US-Politik befinden, namentlich die Öl- und Gasbranche, der Verteidigungssektor sowie die gesamte Finanzbranche. Zudem sollte der Technologiesektor weiterhin ausreichend dotiert sein – trotz seines hervorragenden Laufs in den letzten Jahren. Aus unserer Sicht ist mittlerweile eine Positionierung bei den Zukunftsthemen KI bzw. dem sie tragenden Halbleitersegment für eine gute Performance zwingend. Zudem sollten Unternehmen mit überzeugendem Geschäftsmodell und konstanter Ausschüttungspolitik weiterhin in einem international und segmentspezifisch diversifizierten Aktiendepot ausreichend dotiert werden. Die globale Zinswende rückt zudem festverzinsliche Instrumente der Emerging Markets in den Fokus, die ungebrochen, zumal im Vergleich zu ihren Pendants aus den entwickelten Volkswirtschaften, sehr hohe Renditen aufweisen. Mit Blick auf die Rentenanlagen in den Industrienationen halten wir die US-Zinsstrukturkurve ungebrochen für erheblich vielversprechender, zudem stehen die Chancen gut, dass der US-Dollar weiter aufwertet: Die europäische Geldpolitik dürfte sich den kombinierten Wirkungen der geoökonomischen Krisen auf die Länder der EU alsbald nicht mehr verschließen können.

DAS UMFELD SPRICHT UNGEBROCHEN VOR ALLEM FÜR US-AKTIEN

DEUTSCHLAND

In Deutschland zeigten die bedeutendsten Aktienindizes eine divergente Entwicklung. So profitierte der exportabhängige Bluechip-Index DAX von der robusten internationalen Konjunktur und trotzte dabei schwächelnden Automobilwerten. Das Nebenwertebarmeter MDAX entwickelte sich hingegen deutlich schlechter und zeigte sogar eine negative Kursentwicklung. Nebenwerte leiden nicht nur unter der schwachen inländischen Binnenwirtschaft, sondern auch unter der schwachen europäischen Konjunktur. Die hohe Internationalisierung des DAX dürfte auch im Aktienjahr 2025 helfen, auch die strukturellen Schwächen in Deutschland bzw. Europa zu kompensieren. Dagegen sollten binnenmarktorientierte Unternehmen weiterhin unter der Inlandskonjunktur leiden. Zusätzlich für Verunsicherung sorgte der Bruch der Berliner Ampelkoalition Anfang November, da Gesetzesvorhaben zur Ankurbelung der Wirtschaft nun nicht mehr umgesetzt werden. Zudem setzt wahrscheinlich Stillstand ein, der bis weit nach der Bundestagswahl Ende Februar fortbestehen dürfte. Infolgedessen dürften die Perspektiven für 2025 divergent bleiben. International diversifizierte Konzerne profitieren, binnenorientierte Unternehmen der zweiten Reihe leiden unter der persistierenden Konjunkturschwäche in Deutschland respektive in Europa.

GROSSBRITANNIEN

2024 konnte der britische Aktienmarkt (FTSE 100) analog zu anderen europäischen Aktienmärkten zulegen, nachdem er im Vorjahr deutlich schwächer abgeschnitten hatte. Der Index profitierte von der hohen Indexgewichtung von Finanzwerten, wogegen Öl-/Gaskonzerne sowie die Gesundheitsbranche teilweise deutliche Kursverluste verbuchten. Rohstoffkonzerne litten unter rückläufigen Rohstoffpreisen. Im Sommer hatte die Labour-Partei die Unterhauswahlen gewonnen, doch brachte der Regierungswechsel bislang keine Impulse. Die Bank of England hat wie andere große Notenbanken ebenfalls die Zinswende eingeleitet und ihren Leitzins mehrmals gesenkt. In Anbetracht einer Abschwächung am Arbeitsmarkt und konjunktureller Abkühlung erscheinen weitere Zinssenkungen möglich. Britische Unternehmen leiden weiterhin unter den Folgen des Brexits. Der FTSE 100 Index wird von international tätigen Großunternehmen dominiert. Daher sind die Aussichten für 2025 relativ positiv, denn diese würden von der weltweiten konjunkturellen Erholung profitieren.

SCHWEIZ

Nach einer unterdurchschnittlichen Kursentwicklung 2023 zeigte der Schweizer Aktienmarkt (SMI-Index) dieses Jahr moderate Zugewinne. Dabei entwickelten sich die Indexschwergewichte sehr unterschiedlich. Der den Index dominierende Lebensmittelkonzern Nestlé verbuchte erneut deutliche Kursverluste, da er unter dem Nachfrageverhalten preissensibler Konsumenten leidet und Prognosen reduzieren musste. Hinzu kam die überraschende Auswechslung des Konzernchefs. Im Gegenzug konnten die beiden ebenfalls stark gewichteten Pharmariesen Roche und Novartis deutlich zulegen. Der SMI hat mit seiner Branchengewichtung einen defensiven Charakter und eine starke Abhängigkeit von wenigen Branchen/Konzernen. Zudem gibt es kaum wachstumsstarke IT-Unternehmen im Index. Infolgedessen könnte der Schweizer Aktienmarkt 2025 relativ hinterherhinken, wenn Wachstums- bzw. Technologiebranchen präferiert werden sollten.

EUROPA

Europäische Aktienmärkte verbuchten ein positives Jahr. Die Konjunktur in etlichen Ländern in Europa entwickelte sich verhalten, doch profitierten viele Unternehmen von einer robusten globalen Konjunkturentwicklung. Aufgrund deutlich rückläufiger Inflationsraten begann die EZB mit Zinssenkungen. Die meisten Branchen verbuchten Kursgewinne, deutlich negativ zeigten sich jedoch Basismaterialien und vor allem die Automobilindustrie, die mit einem Strukturwandel kämpft. Die Konjunkturperspektiven für Europa für 2025 sind verhalten, daher dürfte die EZB die Leitzinsen weiter senken. Aufgrund dessen favorisieren wir europäische Unternehmen mit einem hohen Exportanteil und hoher Dividendenkontinuität. Die neue US-Regierung könnte mit der Einführung von Zöllen die Perspektiven für US-exportlastige Konzerne jedoch belasten.

USA

Auch das Aktienjahr 2024 verlief sehr positiv. Getrieben von Hoffnungen auf Zinssenkungen legten vor allem Bluechips und Technologiewerte zu. Die Aktien kleinerer Unternehmen entwickelten sich lange Zeit unterdurchschnittlich, sprangen nach dem großen Zinsschritt der US-Notenbank aber ebenfalls an. Im September hatte die Fed erstmals seit der Corona-Krise die Leitzinsen gesenkt. Nach dem klaren Wahlsieg von Donald Trump bekamen US-Aktien durch die Aussicht auf Steuersenkungen und der Erwartung zahlreicher Deregulierungsmaßnahmen für US-Unternehmen weiteren Auftrieb. Die robuste Konjunktur-entwicklung sowie positive Gewinnaussichten stellen gute Voraussetzungen für eine erneut überproportionale Kursentwicklung im internationalen Vergleich dar. Nach zweistelliger Gewinnsteigerung 2024 dürften die Unternehmen des S&P 500 ihre Gewinne 2025 erneut signifikant erhöhen. Hinzu kommt der verstärkte Fokus von Investorengeldern für die US-Aktienmärkte aufgrund der Wahl Trumps, sodass die Perspektiven im neuen Jahr positiv bleiben.

ASIATISCHE SCHWELLEN- UND ENTWICKLUNGSLÄNDER

Die meisten Aktienmärkte in dieser Region konnten deutliche Zugewinne verbuchen. Indische Aktien profitierten von der Wiederwahl Narendra Modis, wogegen chinesische Titel unter verhaltener Inlandskonjunktur litten. Die Märkte in China/Hongkong erlebten im September dann jedoch eine Kursexplosion, als die chinesische Regierung massive Stimulusmaßnahmen für die Konjunktur und den Immobiliensektor ankündigte. Demzufolge sprang der CSI 300 Index kurzfristig um 30% und drehte damit ein Kursminus in ein deutliches Jahresplus. Zudem kündete Peking ein massives Programm zur grundlegenden finanziellen Sanierung der Lokalregierungen an. Die Wiederwahl Trumps dürfte die chinesischen Perspektiven aber dämpfen, insbesondere wenn es zur Umsetzung der angekündigten Importzölle kommen sollte. Nutznießer des Handelsstreits könnten benachbarte Regionen sein, sodass asiatische Schwellen- und Entwicklungsländer weiterhin überdurchschnittlich wachsen dürften. Vor allem Indien bleibt angesichts des enormen Wirtschaftswachstums des Landes attraktiv.

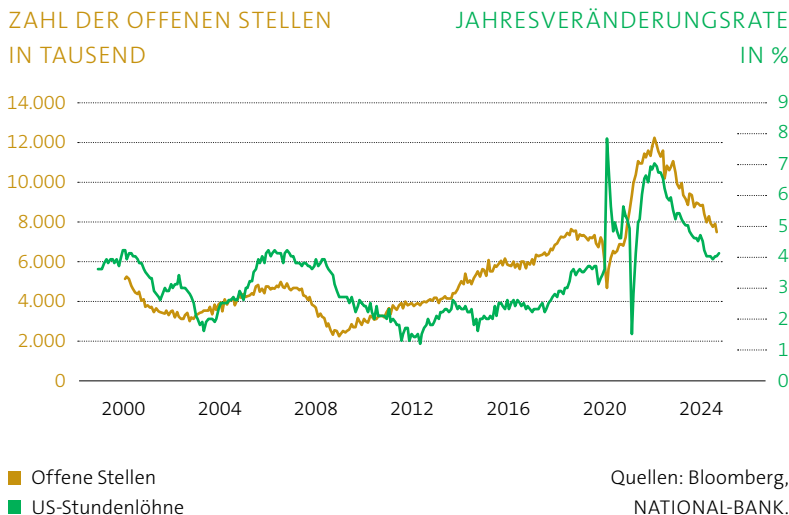
AUSBLICK FÜR DIE RENTENMÄRKTE: ABWÄRTSTREND DER RENDITEN BLEIBT DOMINANT

Die internationalen Rentenmärkte waren im Rückblick auf das Jahr 2024 im Kern von einer Seitwärtsbewegung und sinkenden Inflationserwartungen geprägt, begleitet von einer zumindest bis dato eher maßvollen Rückkehr zur Zinssenkungspolitik in den USA und Europa. Die US-Notenbank hat hier im Laufe des Jahres schrittweise Zinssenkungen vorgenommen, um ein „Soft-Landing“ der Wirtschaft zu fördern, und wird voraussichtlich noch zumindest bis in das kommende Jahr fort-

fahren, die Zinssätze zu senken. Auch die EZB begann zur Jahresmitte, den Leitzins sukzessive zu senken, und dürfte dies mit Blick auf die vermutlich anhaltende Konjunkturschwäche in der Eurozone auch weiterhin tun. Maßgeblich für die exaktere Anatomie des zukünftigen Pfades der internationalen Notenbanken dürfte vor allem die weitere Entwicklung der Inflation sein: Bis zuletzt erwies sich diese in manchen Sektoren der Wirtschaft zwar als hartnäckiger als erwartet, was vor allem auf die tiefgreifenden Verwerfungen am Arbeitsmarkt zurückzuführen war: Insgesamt dürfte der pandemiebedingte und somit vermutlich temporäre Strukturbruch vor allem am US-Arbeitsmarkt aufgrund der spürbaren Abkühlung der Arbeitskräftenachfrage überwunden werden. Auf Dauer wird allerdings auch viel davon abhängen, wie sich das globale Handelsregime weiterentwickelt und welche Maßnahmen die Trump-Administration zukünftig konkret ergreifen wird.

US-ARBEITSMARKT FAST WIEDER IM GLEICHGEWICHT

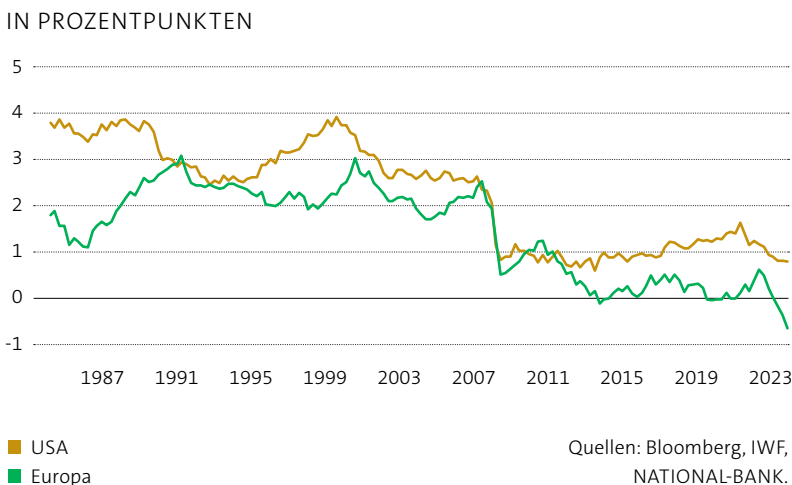
ZAHL DER OFFENEN STELLEN, US-STUNDENLÖHNE



Mit Blick auf den weiteren geldpolitischen Kurs der EZB dürfte insbesondere die Frage entscheidend sein, wie sich die europäischen Arbeitsmärkte angesichts der hartnäckigen Wachstumsschwäche weiterentwickeln: Sollte die Beschäftigung, wie wir erwarten, spürbarer zurückgehen, dürfte es der EZB wesentlich leichter fallen, zu umfangreichen Zinssenkungen zu gelangen, so wie es führende quantitative Modelle für die Gestaltung der Geldpolitik schon seit langer Zeit nahelegen. Stockt der Strukturwandel am europäischen Arbeitsmarkt hingegen, könnte die EZB gezwungen sein, die Zinssätze auf einem relativ hohen Niveau zu belassen. Mit Blick auf die immer gravierenderen strukturellen Probleme hinsichtlich des weiteren Wachstumspfad bleibt eine zukünftig deutlich geringere Zinsvorgabe seitens der EZB nach unserem Dafürhalten aber insgesamt höchstwahrscheinlich.

DER SÄKULARE ABWÄRTSTREND DER GLEICHGEWICHTIGEN REALZINSEN BLEIBT INTAKT

MODELLINDIKATION FÜR DIE REALZINSEN, USA, EUROZONE



In der Summe sprechen die Wahrscheinlichkeitsmassen an den Rentenmärkten auch weiterhin für grundsätzlich niedrigere Zinssätze rund um den Globus: Ungebrochen verweisen die führenden Modelle hier darauf, dass der andert-halb Dekaden währende Abwärtstrend bei den gleichgewichtigen Realzinsen selbst für die US-Wirtschaft bis zuletzt intakt blieb. Eine Konstanz des aktuellen Zinsniveaus würde somit schon einen nennenswerten Regimewechsel voraussetzen, bis dato war aber u. E. kein Faktor in Sicht, der eine solch dauerhafte Niveauverschiebung hinreichend begründen konnte. Mit der Wahl Donald Trumps zum zukünftigen US-Präsidenten hat sich dies zwar möglicherweise geändert, da

eine Vielzahl zinstreibender Maßnahmen zur Debatte steht. In unserem Basisszenario findet lediglich eine Dämpfung der bislang vorherrschenden ökonomischen Trends statt, die Wirkungen bleiben zumindest im kommenden Jahr in der Summe begrenzt. Auch die marktimpliziten Erwartungen untermauerten hier bis zuletzt die Einschätzung, dass die zinstreibenden Effekte im kommenden Jahr noch begrenzt bleiben: Der weitere Kurs der US-Notenbank wird also voraussichtlich kaum tangiert. Konkret gehen wir im Saldo davon aus, dass der gleichgewichtige US-Kapitalmarktzins auf Sicht von zwölf Monaten bei Niveaus um 4,0 % liegen wird. Im Euroraum bleiben die mittelfristigen Inflationsgefahren mit Blick auf die sehr geringe Wachstumsdynamik vermutlich ebenfalls sehr eng begrenzt. Insgesamt gehen wir in diesem Szenario davon aus, dass die Zinssätze für die 10-jährigen Bundesanleihen auf Jahressicht bei Werten um 1,8 % liegen dürften.

AUSBLICK DEISENMÄRKTE: FORTSETZUNG DER STRUKTURELLEN ABWERTUNG DES EURO

Der Euro-Dollar-Kurs blickt auf ein sehr ereignisreiches Jahr zurück: Vor dem Hintergrund spürbarer konjunktureller Schwächesignale am US-Arbeitsmarkt wertete der US-Dollar zum Herbst des Jahres 2024 spürbar ab und notierte bei Jahrestiefstständen um EUR USD 1,12. Nachdem die US-Konjunktur sich dann wieder wesentlich stärker präsentiert hatte, kam es dank der Widerstandsfähigkeit der US-Wirtschaft und geopolitischer Spannungen, die den „Greenback“ als sicheren Hafen attraktiv machten, insbesondere im dritten Quartal 2024 zu einer prononcierten Gegenbewegung. Zuletzt wurde die Aufwertungsstendenz durch den Ausgang der US-Präsidentschaftswahl erheblich verstärkt: Trumps Regierungszeit könnte grundsätzlich mit höheren Aufwärtsrisiken für die Renditen von US-Treasuries verbunden sein, was eine perspektivische Ausweitung des Zinsvorsprungs der USA gegenüber den Bundrenditen mit sich brächte.

Eine zentrale Frage im transatlantischen Wechselkursverhältnis bleibt letztlich immer, wie sich die Wachstums- und Renditedifferenzen im weiteren Verlauf darstellen: Grundsätzlich wird immer deutlicher, dass die US-Konjunktur aufgrund der Resilienz des privaten Sektors noch wesentlich mehr Atem haben könnte, als bislang zu vermuten stand. Dabei stellt sich natürlich insbesondere die Frage, welche Effekte von der kommenden

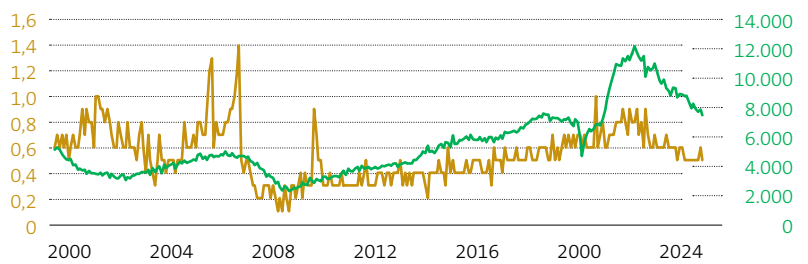
DER US-ARBEITSMARKT WIRD SICH WEITER ENTSPANNEN

US-KÜNDIGUNGEN, ZAHL DER UNBESETZTEN STELLEN

IN PROZENTPUNKTEN

DER ERWERBSBEVÖLKERUNG P. A.

IN TAUSEND



■ Kündigungsrate
■ Offene Stellen

Quellen: Bloomberg,
NATIONAL-BANK.

UNSERE ZINSPROGNOSEN IM ÜBERBLICK

	Aktuell	März 2025	Juni 2025	September 2025	Dezember 2025
Fed Funds	4,75	4,25	4,00	3,75	3,50
3M-USD-Libor	4,85	4,35	3,99	3,74	3,22
2J Treasuries	4,16	4,28	4,04	3,93	3,82
5J Treasuries	4,09	4,27	4,08	3,97	3,87
10J Treasuries	4,18	4,32	4,20	4,10	4,00
Tendersatz	3,40	3,15	2,65	2,15	1,90
3M-Euribor	2,88	2,62	2,11	1,65	1,39
2J Bundesanleihen	2,03	2,08	1,96	1,76	1,57
5J Bundesanleihen	1,99	2,06	1,99	1,82	1,65
10J Bundesanleihen	2,11	2,17	2,11	2,00	1,80

Stand 01.12.2024

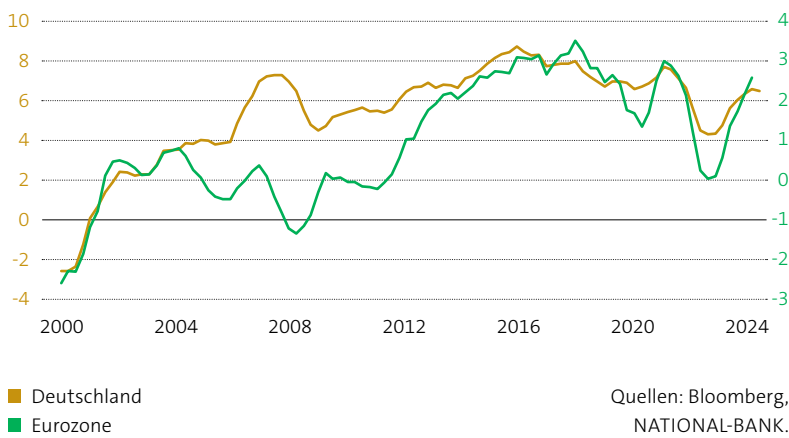
Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK.



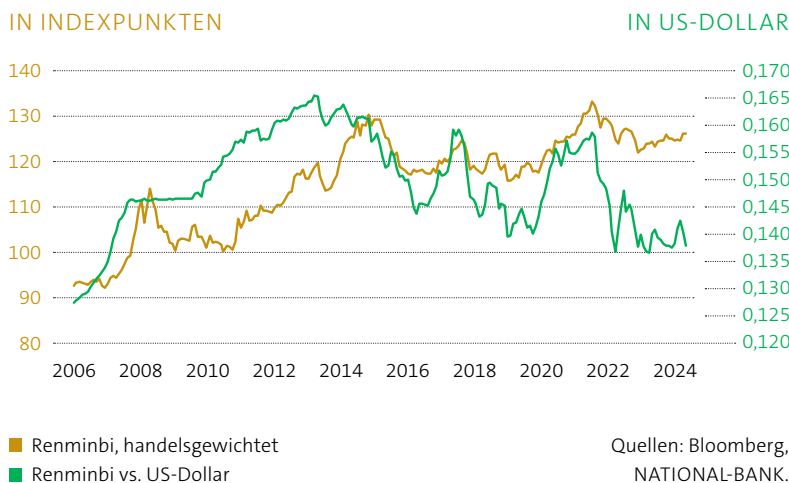
Mit Blick auf die immer gravierenderen strukturellen Probleme hinsichtlich des weiteren Wachstumspfad es bleibt eine zukünftig deutlich geringere Zinsvorgabe seitens der EZB höchstwahrscheinlich.

STRUKTURELLER RÜCKGANG DER DEUTSCHEN UND EUROPÄISCHEN LEISTUNGSBILANZÜBERSCHÜSSE LEISTUNGSBILANZÜBERSCHUSS EUROPA, DEUTSCHLAND

IN PROZENTPUNKTEN



ABWÄRTSPOTENZIAL GEGENÜBER US-DOLLAR AUSGESCHÖPFT RENMINBI-WECHSELKURS VS. US-DOLLAR, RENMINBI, HANDELSGEWICHTET



US-Administration auf die Zins- und Wachstumsdivergenzen ausgehen werden: Die Fed wird – isoliert betrachtet – möglicherweise ein bis zwei Schritte weniger durchführen als unter einer Harris-Administration, die Abwärtsrisiken am US-Arbeitsmarkt haben zuletzt aber mit ungewissem Saldo weiter zugenommen. Bei näherer Betrachtung zeigt sich zudem, dass die Zunahme der Staatsverschuldung unter der ersten Trump-Administration zu über 90 % auf die pandemiebezogenen Aufwendungen zurückging. Sie sind in unserem Basisszenario mit Wirkungen im einstelligen Basispunktbereich eher vernachlässigbar.

Auch mit Blick auf die Handelspolitik gehen wir zumindest für das kommende Jahr davon aus, dass die Effekte in summa begrenzt bleiben, da die Europäische Union ohne eine Einigung nicht auskommen wird: Eine umfangreiche akute politökonomische Krise in Europa kann allerdings auch nicht im Interesse der USA liegen. Bei allen Unsicherheiten mit Blick auf die neue US-Administration kann man an dieser Stelle aber sicherlich bereits schon heute konstatieren, dass sie vor allem die Europäer weiter schwächt, da sich der transatlantische Solidarverbund weiter auflöst und die umfangreichen Lasten von den Europäern selbst geschultert werden müssen. Dies dürfte den ohnehin vorherrschenden Trend zu einer immer persistenteren wirtschaftlichen Schwäche in Europa noch weiter akzentuieren, was auch dem Umstand geschuldet sein kann, dass sich der Trend zur Verschlechterung des gesamteuropäischen Außenhandelsaldos fortsetzen wird und somit vom Export tendenziell weniger Impulse ausgehen werden. Auch die extrem geringe Auftragsreichweite der deutschen Industrieunternehmen verweist hier insgesamt darauf, dass es bei dem strukturellen Rückgang der gesamteuropäischen Leistungsbilanzüberschüsse bleiben dürfte.

Die wohl größte Unbekannte für den bilateralen Wechselkurs bleibt demgegenüber die Anatomie der weiteren Arbeitsmarktentwicklung in Europa, die für die weitere Entwicklung der Zinsdifferenzen ebenfalls maßgeblich sein dürfte: Anders als ihre US-Pendants haben die europäischen Arbeitsmärkte bis dato kaum reagiert, was die EZB mit Blick auf die weiterhin latenten Gefahren der Lohninflation noch zögern lassen könnte, den eigentlich gebotenen deutlich aggressiveren geldpolitischen Kurs nunmehr auch wirklich einzuschlagen. Wann genau dieser Prozess wie schnell und in welchem Umfang einsetzt, ist derzeit aber kaum verlässlich absehbar. In der Aggregation sehen wir im Saldo unserer Hochrechnungen aller

Wechselkursdeterminanten eine Fortsetzung der Aufwertung des US-Dollars: Wir gehen in der Jahresprojektion von Kursen um EUR USD 1,03 aus und halten an unserer grundsätzlichen mittelfristigen Aufwertungserwartung Richtung Parität fest. Bei einem spürbaren Rückgang der Beschäftigung in Europa wäre aus unserer Sicht dann auch der Weg zu Kursen unterhalb der Parität frei.

Der chinesische Renminbi begann das Jahr in einem relativ schwachen Zustand gegenüber dem US-Dollar, was größtenteils auf die restriktive Zinspolitik der Federal Reserve und die enorme Anziehungskraft höherer US-Anleiherenditen zurückzuführen war. Dies führte zu Kapitalabflüssen aus China und setzte die chinesische Währung spürbar unter Druck. Die Abwertung des Renminbi war dabei aber auch eine Folge von Chinas internen wirtschaftspolitischen Herausforderungen: Die anhaltenden Probleme im Immobiliensektor und die Gefahr einer Deflation belasteten das Wachstum und reduzierten die Nachfrage nach chinesischen Assets. Aufgrund der anhaltend niedrigen Inflation wurde eine Schwächung des Renminbi zudem zeitweise seitens der Behörden als wirtschaftlich notwendig erachtet, um Importe zu verteuern und Deflationsrisiken zu mildern. Allerdings zeigte sich, dass politische Ziele – wie Chinas Bestreben, den Renminbi als internationale Handelswährung zu fördern – eine stärkere Abwertung verhinderten.

In den letzten Monaten konnte der Renminbi dann durch Maßnahmen der chinesischen Regierung und der Zentralbank stabilisiert werden. Die erwartete Senkung der US-Zinsen könnte zudem die Zinsdifferenz verringern und den Druck auf den Renminbi etwas reduzieren. Das abermals verkündete bzw. angestrebte Wachstumsziel von rund 5 % und verstärkte staatliche Anreize wie niedrigere Mindestreserveanforderungen für Banken trugen zur Stabilisierung bei. China konnte auch durch seine Handelsabkommen und die verstärkte internationale Nutzung des Renminbi – etwa im Rahmen der Belt and Road Initiative – die Nachfrage nach der eigenen Währung stärken. Wir gehen im Saldo davon aus, dass sich der Renminbi aufgrund der Abnahme der Zinsdifferenz stabilisieren wird. Gleichzeitig bleibt die Unsicherheit allerdings hoch, da externe Faktoren wie geopolitische Spannungen und die globale Konjunkturentwicklung den Kurs beeinflussen werden. Zudem dürften anhaltende strukturelle Probleme wie die Schwäche des Immobilienmarktes und mögliche Deflationsrisiken den Renminbi weiterhin unter Druck setzen. Insgesamt erwarten wir,

dass das kommende Jahr im Kern von einer Seitwärtsbewegung des Renminbi gegenüber dem US-Dollar geprägt sein dürfte – konkret gehen wir auf Jahressicht von Kursen um USD CNY 7,2 aus; daraus ergeben sich mit Blick auf die Cross Rates Kurse um EUR CNY von 7,44.

UNSERE WÄHRUNGSPROGNOSEN IM ÜBERBLICK

	Aktuell	März 2025	Juni 2025	September 2025	Dezember 2025
USD	1,06	1,06	1,05	1,04	1,03
CHF	0,93	0,93	0,92	0,92	0,90
GBP	0,83	0,86	0,86	0,85	0,84
NOK	11,68	11,40	11,20	11,00	11,00
SEK	11,48	11,60	11,30	11,00	11,00
AUD	1,65	1,61	1,59	1,58	1,56
NZD	1,81	1,74	1,72	1,70	1,72
CAD	1,49	1,45	1,44	1,42	1,41
JPY	159,24	156,88	155,14	153,40	151,67
Renminbi	7,68	7,65	7,57	7,49	7,44

Stand 01.12.2024

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK.



Bei einem spürbaren Rückgang der Beschäftigung in Europa wäre aus unserer Sicht dann auch der Weg zu Kursen unterhalb der Parität frei.

AUSBLICK – DIE ASSET-KLASSEN KOMPAKT

STAATSANLEIHEN

Im Jahr 2024 zeigten sich die Zinssätze für internationale Staatsanleihen im weltweiten Vergleich unterschiedlich, getrieben von Inflationsentwicklungen, geopolitischen Faktoren und der Geldpolitik der Zentralbanken. Nachdem die Fed signalisierte, dass sie den Zinserhöhungszyklus beendet hat und mit Blick auf die dann näher rückenden Zinssenkungen, reduzierten sich die Renditen, was die Attraktivität langfristiger US-Anleihen steigerte. Diese Entwicklung wurde durch eine anhaltende wirtschaftliche Stabilität gestützt, wenngleich Unsicherheiten über die Haushaltslage bestehen blieben. In der Eurozone führte die Aussicht auf eine Lockerung der Geldpolitik und ein nachlassender Inflationsdruck zu einem Rückgang der Zinssätze, besonders bei deutschen Bundesanleihen. Deutschland verzeichnete aufgrund hoher Emissionsvolumina und einer veränderten Nachfrage aber vergleichsweise höhere Risikoprämien. Einige Schwellenländer konnten aufgrund stabilerer politischer Verhältnisse und geringerer Inflationsrisiken niedrigere Renditen aufweisen. Die Märkte dort profitierten von der wieder steigenden Risikobereitschaft internationaler Investoren. Die Perspektiven für die Renditen der Staatsanleihen im

kommenden Jahr sind u. E. grundsätzlich weiter abwärtsgerichtet: Hier sprechen die Wahrscheinlichkeitsmaßen auch weiterhin für grundsätzlich niedrigere Zinssätze rund um den Globus: Ungebrochen verweisen führende Modelle hier darauf, dass der anderthalb Dekaden währende Abwärtstrend bei den gleichgewichtigen Realzinsen selbst für die US-Wirtschaft bis zuletzt intakt blieb. Auch die Kapitalmärkte preisen mehr und mehr zu Recht ein, dass die zinstreibenden Effekte der kommenden Trump-Administration zumindest im kommenden Jahr noch begrenzt bleiben: Der weitere Kurs der US-Notenbank wird also voraussichtlich kaum tangiert. Für die USA steht zu erwarten, dass die Fed den Zinssenkungszyklus fortsetzen wird, was die Renditen weiter drücken und Anleihen insbesondere für konservative Anleger attraktiv machen dürfte. Geopolitische Unsicherheiten und Inflation bleiben Risikofaktoren, könnten jedoch je nach Region unterschiedliche Auswirkungen auf die Nachfrage und Renditen von Staatsanleihen haben. Insgesamt dürfte der Anleihenmarkt somit durch ein überwiegend positives Bild geprägt bleiben.

UNTERNEHMENSANLEIHEN

Im Jahr 2024 haben Unternehmensanleihen im Allgemeinen positive Entwicklungen gezeigt, insbesondere in den Investment-Grade-Segmenten. Treibende Faktoren waren robuste Unternehmensbilanzen, hohe Margen und ein verringertes Refinanzierungsrisiko, da viele Unternehmen die Fälligkeiten ihrer Schulden verlängert haben. Dies hat zu einer erhöhten Attraktivität von Unternehmensanleihen geführt, vor allem bei Investment-Grade-Anleihen, deren Kreditqualität sich in vielen Fällen verbessert hat. Zudem boten sie aufgrund gestiegener Renditen und stabiler Spreads interessante Anlagemöglichkeiten, vornehmlich in Europa, wo die Renditeaufschläge attraktiver blieben als in den USA. Für 2025 steht zu erwarten, dass Unternehmensanleihen weiterhin attraktiv bleiben, ins-

besondere wenn die Zentralbanken in den USA und Europa ihre Zinspolitik lockern. Investment-Grade-Anleihen dürften dabei eine Schlüsselrolle spielen, da sie Sicherheit und Rendite kombinieren. Die Asset-Klasse der Investment Grade Corporates kann und sollte auch in Europa grundsätzlich weiter dotiert werden. Auf die längere Frist gehen wir diesbezüglich aber auch weiterhin grundsätzlich davon aus, dass Anlagen auf den US-Kurven der Vorzug zu geben ist – vor allem auch weil das Zinsniveau wesentlich höher ist. Insgesamt wird die Diversifikation und selektive Positionierung weiterhin wichtig sein, um potenzielle Risiken wie steigende Ausfälle in wirtschaftlich schwächeren Szenarien abzufedern.

AKTIEN INDUSTRIENATIONEN

Im Anlagejahr 2024 zeigten sich die Gewinne und Umsätze von vielen der großen multinationalen Konzerne weiterhin sehr robust. Eine Ausnahme bildete der Automobilsektor, der sich in einem historischen Transformationsprozess weg vom konventionellen Antrieb hin zum Elektroantrieb befindet. Die unheilvolle geopolitische Gemengelage hatte wie bereits im Vorjahr grundsätzlich wenig Einfluss auf die Gewinn- respektive Umsatzsituation vieler Unternehmen. Im kommenden Jahr erwarten wir eine stärkere Fokussierung innerhalb der Anlageklasse „Aktien Industrienationen“. Aussichtsreich erscheinen die Unternehmen, die primär von der „America First“-Doktrin der neuen US-Administration profitieren. Gegenwind dürfte es für die Unternehmen geben, die aufgrund ihres hohen Exportanteils von dem zu erwartenden restriktiveren US-Handelsregime betroffen sein werden. Hoffnung gibt aber, dass der Welthandel sukzessive immer multipolarer wird und daher weniger von der Entwicklung einzelner Ländergruppen oder Ländern abhängig ist. Der Technologiesektor sollte weiter im Fokus der Anleger stehen, profitiert er doch sowohl von zu erwartenden niedrigeren Zinsen als auch von einer Deregulierungswelle, die von der

neuen US-Regierung erwartungsgemäß angestoßen wird. Insgesamt ist eine breite internationale Diversifizierung bei der Auswahl von Aktien aus Industrienationen unabdingbar, einen Schwerpunkt würden wir diesbezüglich aber auf US-Unternehmen – auch aus der zweiten Reihe – legen, da diese von der starken Binnenmarktorientierung der Trump-Präsidentschaft besonders profitieren sollten.

REGIONALER SCHWERPUNKT ASIATISCHE EMERGING MARKETS

In dieser Region sollten europäische Aktien- wie Renten-anleger weiterhin engagiert sein, da sie überdurchschnittliches Wachstum aufweist. China und Indien sind hier die dominanten Volkswirtschaften, wobei Indien seit Jahren stärker wächst. Für China stimmt hoffnungsvoll, dass die chinesische Regierung nun mit massiven Stimulusmaßnahmen die Konjunktur und den Immobiliensektor stützen will, was nicht nur auf China selbst, sondern auch auf die Region wirkt. Eine Verschärfung der US-Handelspolitik könnte die chinesischen Perspektiven aber dämpfen. Nutznießer des Handelsstreits könnten andere benachbarte Regionen sein, sodass asiatische Schwellen- und Entwicklungsländer weiterhin überdurchschnittlich wachsen dürften. Insbesondere Indien bleibt angesichts des

enormen Wirtschaftswachstums des Landes attraktiv. Nach dem Wahlsieg von Premierminister Modi bleiben die Perspektiven positiv. Die Unternehmen aus Asien sollten weiterhin vom sehr dynamischen Wirtschaftswachstum profitieren. Dabei sollte Investoren aber bewusst sein, dass mit höheren Chancen oftmals auch höhere Risiken verbunden sind.

ROHSTOFFE / ROHSTOFFAKTIEN

Die internationalen Rohstoffmärkte, deren Wertentwicklung während des Vorjahres einen für Anleger enttäuschenden Verlauf genommen hatte, verzeichneten vor allem während der ersten Jahreshälfte 2024 einen markanten Preisaufschwung, der in der Spitze einem Wertzuwachs in EUR gerechnet von fast 20% entsprach. Dabei galt es allerdings, „fix auf den Füßen zu sein“: Zwischen Frühjahr und Spätsommer 2024 ging dieser Wertzuwachs fast vollständig wieder verloren, ehe er sich nun nahe dem Jahresende bei ca. 16 % einpendelt. Ein wesentlicher Verursacher dieser schwankungsfreudigen Entwicklung war und ist der Komplex der Energieträgerpreise: So haussierte etwa der Rohölpreis zu Jahresbeginn 2024 von ca. USD 70 pro Barrel binnen vier Monaten auf ca. 87 pro Barrel, nur um bis zum Dezember d. J. auf unter USD 68 pro Barrel zurückzufallen. Naturgemäß gehörten damit die Aktien der Öl- und Gasbranche zu den bescheidensten Performern des auslaufenden Jahres 2024. Weitaußer erfreulicher verlief für Rohstoffanleger 2024 hingegen die Entwicklung der Edelmetallpreise. In EUR gerechnet darf ein Goldanleger auf

ein „sattes Plus“ von ca. 30 % blicken, das im Jahresverlauf auch weitgehend schwankungsfrei auflief. Hier dürften umfangreiche Käufe mehrerer Zentralbanken ein trendbestimmender Faktor gewesen sein. Sollten die globalen Notenbanken ihren eingeschlagenen Kurs vorsichtiger monetärer Lockerung während des kommenden Jahres 2025 fortsetzen, was wir als wahrscheinlich erachten, so würde den Rohstoffmärkten prinzipiell eine wichtige notwendige Bedingung für weitere Preissteigerungen zur Seite stehen. Hingegen signalisiert die längst eingesetzte Rückführung der globalen Inflationsraten in Richtung der Zielzonen der Notenbanken, dass das künftige Preissteigerungspotenzial an den internationalen Rohstoffmärkten abnehmen dürfte. So mutet es wahrscheinlich an, dass die globalen Rohstoffpreisindizes im Jahresverlauf 2025 in eine Konsolidierung eintreten, sodass die gute Performance des Vorjahres vermutlich nicht wiederholbar sein wird. Eine Trendwende nach unten würde hingegen mit hoher Wahrscheinlichkeit eine globale Rezession voraussetzen, für deren Entwicklung wir keine Basis zu erkennen vermögen.

IMPRESSUM

HERAUSGEBER

NATIONAL-BANK AG

Theaterplatz 8 · 45127 Essen

Telefon: 0201 8115-0 · Telefax: 0201 8115-500

national-bank.de · info@national-bank.de

GESTALTUNG

heureka GmbH, Agentur für Design+Kommunikation, Essen

FOTOS

- Titel: Navi Mumbai, Maharashtra, India; Puneet Vikram Singh, Nature and Concept photographer, Getty Images
- Seite 3: Daniel Biskup, Neusäß; Eugen Aaldering, Wesel
- Seite 10/11: India, night lights on earth with topographical relief; Matthias Kulka, Getty Images
- Seite 14: Container ship on the sea; timandtim, Getty Images
- Seite 22/23: Views during sunrise in New York City; Anadolu/Kontributor, Getty Images
- Seite 27: Hong Kong City Skyline and Architectural Landscape; 昊周, Adobe Stock
- Seite 32, 37: Reflection of stock readings in window; Hiroshi Watanabe, Getty Images
- Seite 38/39: Kursverlauf, Börse, Grafik, Diagramm, Aktien, Handel, Gewinn/Verlust, generative AI; Sönke Hayen, Adobe Stock

DRUCK

WOESTE DRUCK + VERLAG GmbH & Co. KG, Essen

Gedruckt auf FSC®-zertifiziertem Papier –
lona art 150/240 g/m²

Durch die Verwendung der zertifizierten Materialien wird
sozial- und umweltverträgliche Waldwirtschaft gefördert.
FSC® ist ein internationales Gütesiegel.



WICHTIGE INFORMATION: BITTE LESEN!

Die in diesem Dokument enthaltenen Angaben, verwendeten Zahlen und Informationen beruhen auf eigener Kenntnis und/oder dritten Quellen (Bloomberg, Thomson Reuters, Unternehmen, Börsen-Zeitung, Frankfurter Allgemeine Zeitung, Handelsblatt, Finanz und Wirtschaft, Wall Street Journal, Financial Times, Dow Jones Newswire, dpa-afx, IWF, OECD, Eurostat, Statistisches Bundesamt), die wir hinsichtlich der Recherche und Prüfung für verlässlich halten. Die Gewähr für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität der Angaben können wir nicht übernehmen. Dieses Dokument stellt keine Anlageberatung dar, sondern dient ausschließlich dem Zweck, eine Hilfe für die eigene und selbstständige Anlageentscheidung zu bieten. Die Meinungsäußerungen des Autors/der Autoren geben dessen/deren aktuelle Einschätzung wieder, die sich ohne Ankündigung ändern kann, und stimmen nicht notwendigerweise mit der Auffassung der NATIONAL-BANK überein. Angaben zu Wertentwicklungen in der Vergangenheit sowie abgegebene Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für eine entsprechende künftige Entwicklung.

NATIONAL-BANK
Aktiengesellschaft
Theaterplatz 8
45127 Essen

Aufsichtsbehörden

Die NATIONAL-BANK AG unterliegt der Aufsicht der
Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht,
Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn.

NATIONAL-BANK AG

Theaterplatz 8 · 45127 Essen

Telefon: 0201 8115-0 · Telefax: 0201 8115-500

national-bank.de · info@national-bank.de