

# Anthos Annual Investment Outlook 2025

Das Steuer fest in der Hand.

Anthos Fund & Asset Management



## Inhalt

1. Zusammenfassung	3
2. Langfristiger Konjunktur- und Inflationsausblick	7
3. Investmentausblick für 2025	12
4. Extremrisiken und Chancen	16
5. Konjunkturszenarien	19
6. Kapitalmarkterwartungen 2025 bis 2029	23



Fotograf: yasindmrbk, Eskişehir, Türkei, via iStock

# 1. Zusammenfassung

## Einführung: Das Steuer fest in der Hand

Wir freuen uns, Ihnen unseren Investmentausblick 2025 vorlegen zu können – dieses Jahr unter dem Motto „Das Steuer fest in der Hand“. Das Umfeld ist komplex, und vieles ist im Fluss. Wir sind trotz allem optimistisch, aber auch wachsam. Wir wollen die Kontrolle behalten, unsere Portfolios voller Zuversicht durch die bevorstehenden Veränderungen steuern und neue Chancen nutzen.

Bei Anthos wollen wir die Zukunft nicht vorhersagen – wir wollen uns darauf vorbereiten. Seit 2006 ist Szenarioplanung die Basis unseres Investmentprozesses. Unsere Antwort auf Unsicherheit ist Zuversicht. Für unsere Investitionen in börsennotierte und nicht börsennotierte Wertpapiere nutzen wir Analysen führender Institute. Durch die Kombination mit unseren Szenarien entsteht unser Ausblick.

„Das Steuer fest in der Hand“ fasst unseren ausgewogenen Ansatz für 2025 gut zusammen. Wir sind optimistisch, aber wachsam. In diesem Ausblick analysieren wir wichtige konjunkturelle Entwicklungen sowie Risiken und Chancen der kommenden Jahre – und zeigen, wie wir unsere Portfolios vor diesem Hintergrund positionieren.

## Warum optimistisch?

Zum Jahreswechsel hat sich die Weltwirtschaft stabilisiert. Die Inflation ging 2024 zurück, sodass die Notenbanken die massive Straffung der Geldpolitik beenden und wieder expansiver werden konnten. Das fördert Wachstum und Investitionen. An der Spitze stehen die USA. Der Konsum, der wichtigste Wachstumsfaktor des Landes, hat Ende 2024 wieder kräftig zugelegt. Die Löhne steigen zwar nicht mehr so schnell, aber dank höherer Realeinkommen und der nachlassenden Teuerung macht das Konsumklima weitere Fortschritte. Außerdem hofft man, dass Trump 2.0 Unternehmen und Produktivität – vor allem durch Steuersenkungen und Deregulierung – weiter stärkt.

Ende 2024 haben die Märkte auf diesen Optimismus reagiert. Man rechnet jetzt mit steigenden Gewinnen auf breiterer Front und nicht mehr nur bei einigen wenigen Unternehmen. Deshalb, wegen des stabilen Konsums und wegen der guten Fundamentaldaten haben Anleger 2025 allen Grund zur Zuversicht.

## Warum wachsam?

Trotz der Anzeichen für eine Stabilisierung gibt es Anfang 2025 auch viele Risiken. Vor allem sollte man regionale Unterschiede nicht übersehen. Mit dem Inflationsrückgang endeten 2024 zwar mehrere turbulente Jahre, doch erholten sich nicht alle Länder gleich gut von Corona, Kriegen und der vorausgegangenen Teuerung. Es gab durchaus Unterschiede.

Groß ist auch die politische Unsicherheit. Donald Trumps erneute Wahl zum Präsidenten, mit Mehrheiten in beiden Häusern des Kongresses, dürfte Märkte und Weltpolitik grundlegend verändern. An den Märkten rechnet man damit, dass vor allem seine Zoll- und Einwanderungspolitik die Inflation wieder anheizt. Die Auswirkungen seiner Steuersenkungspläne sind unklar. Trumps Haltung zur Unabhängigkeit der Fed und zum Klimaschutz könnte ebenfalls für Volatilität sorgen.

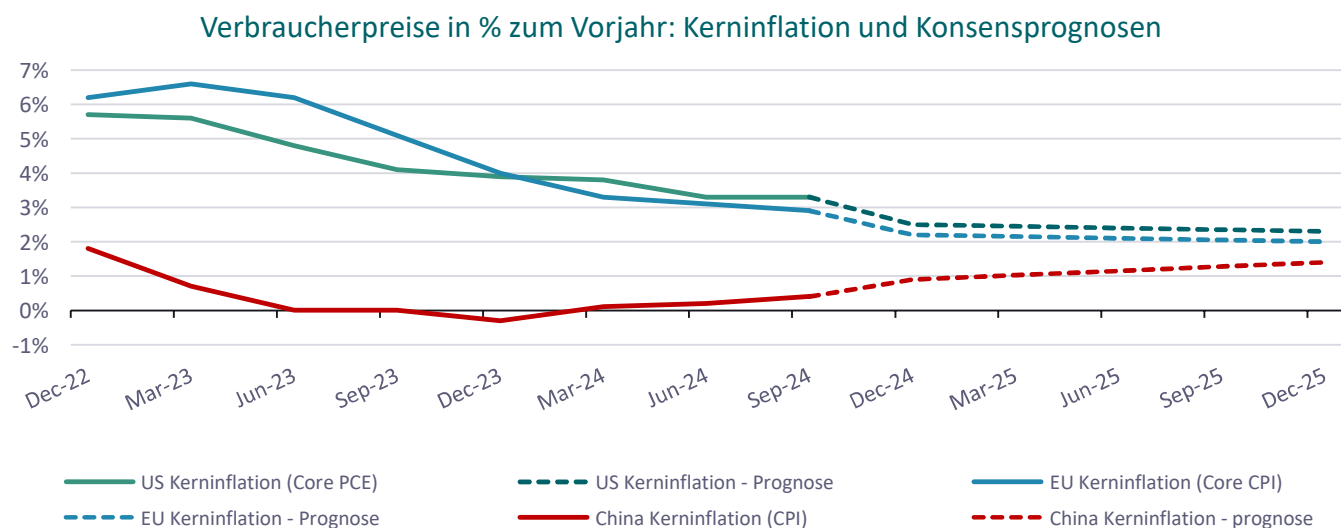
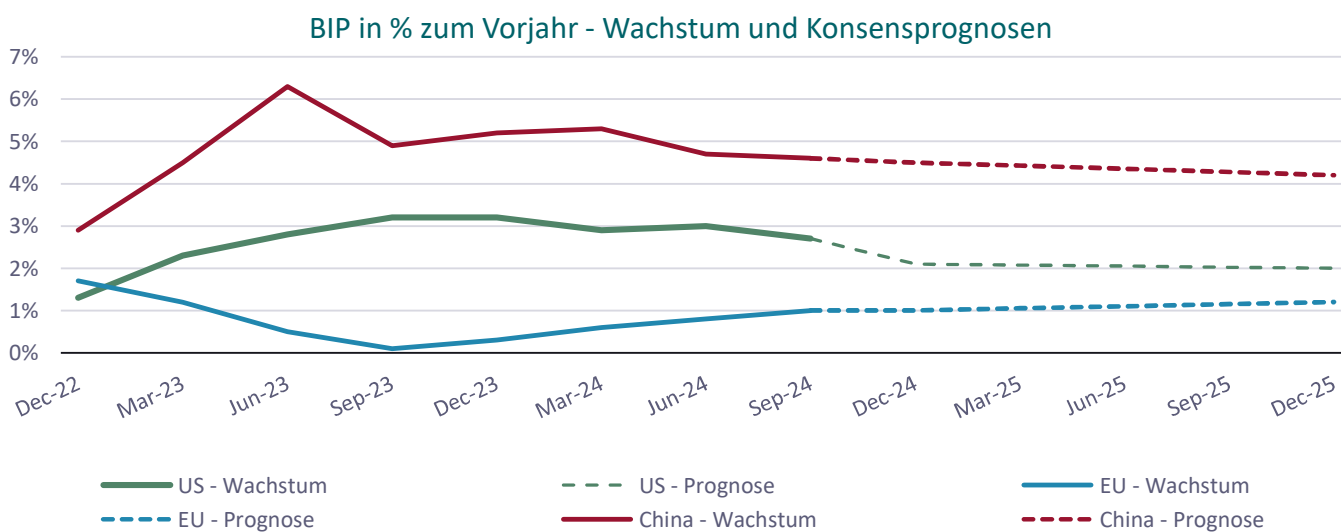
Staatsschulden und Haushaltsdefizite werden zu immer größeren Risikofaktoren. Die weltweit steigende Verschuldung, anhaltend hohe Zinsen und schwache Staatsfinanzen könnten Fortschritte verhindern, vor allem in hoch verschuldeten Ländern. Schließlich könnte auch noch der US-Konsum – ein wichtiger Stabilitätsfaktor – nachlassen, wenn die Ersparnisse fallen und die Haushalte weniger Geld ausgeben können. Und dann sind da auch noch systemische Risiken wie Klimawandel und Extremwetterereignisse, die Wirtschaft und Lieferketten auch künftig massiv beeinträchtigen können – mit unberechenbaren Folgen für die Konjunktur.

Unser Ausblick ist zwar optimistisch, doch muss man angesichts der derzeitigen Schwierigkeiten und Veränderungen der Weltwirtschaft wachsam bleiben. Was also können Investoren von 2025 und den Jahren danach erwarten?

### Unser Basisszenario: Unterdurchschnittliches Weltwirtschaftswachstum

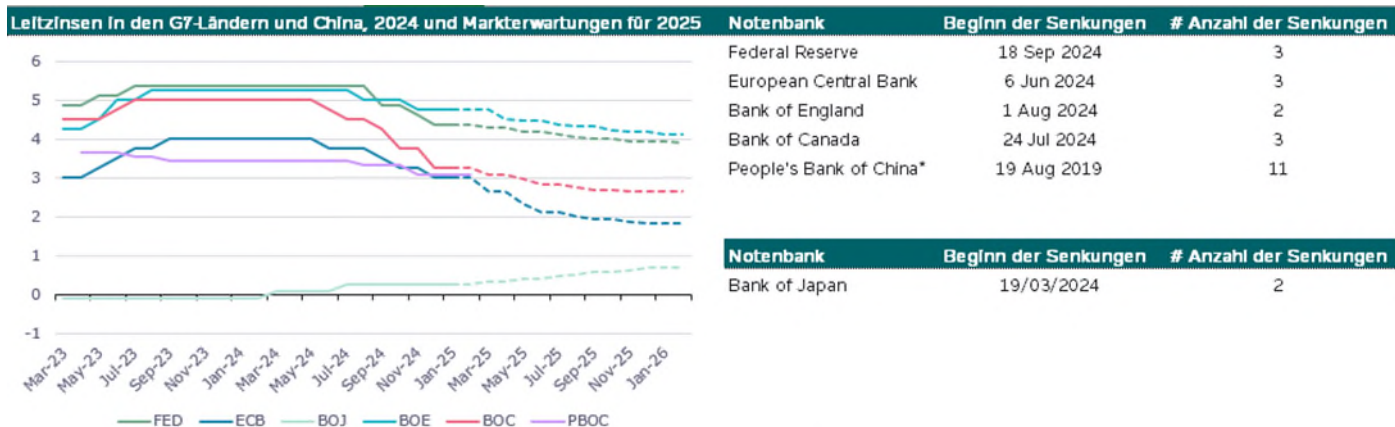
Nicht nur die USA sind wichtig. In unserem Basisszenario rechnen wir damit, dass das Weltwirtschaftswachstum hinter seinem langfristigen Durchschnitt zurückbleibt („Schwachtes Wachstum“). Für die Industrieländer erwarten wir 2025 nur knapp 2%, für die Emerging Markets etwa 4,2%.<sup>1</sup> Außerdem rechnen wir mit einem weiteren Inflationsrückgang auf ein akzeptables Niveau und gehen davon aus, dass die Notenbanken der Industrieländer alles tun, um ihre Leitzinsen weiter wie geplant senken zu können.

### Rückkehr zur „neuen Normalität“ ...



<sup>1</sup> IWF, World Economic Outlook, Oktober 2024.

Quellen: Bloomberg, Anthos Fund & Asset Management. Stand November 2024.



\*Die People's Bank of China hat viele verschiedene Leitzinsen, darunter die hier angegebene 1-jährige Loan Prime Rate. Seit ihrer Einführung 2019 wurde sie kontinuierlich gesenkt. Markterwartungen hierfür liegen nicht vor.

Stand November 2024

Quellen: Bloomberg, Anthos Fund & Asset Management. Stand November 2024.

Zu beachten ist auch, dass die Ausgangslage nicht überall gleich ist. In Europa begann die Europäische Zentralbank (EZB) bereits im Juni 2024 mit Zinssenkungen, damals um 25 Basispunkte. Die Fed wartete bis September, um dann gleich um enorme 50 Basispunkte zu senken. In unserem Investmentausblick gehen wir auf die Gründe für diese Unterschiede näher ein.

### Regionale Unterschiede: Uneinheitliche Weltkonjunktur

Besonders gut stehen Anfang 2025 die USA da. Der stabile Konsum und der solide Arbeitsmarkt, gestützt durch eine expansive Fiskalpolitik, haben für stetiges Wachstum, bisweilen aber auch für eine hartnäckigere Inflation als in anderen Regionen gesorgt. Vor allem Wohnkosten und Löhne legten kräftig zu. Die USA scheinen sich in einem Goldilocks-Szenario mit hohem Wachstum und nachlassender Inflation zu befinden. Die Geldpolitik wird vermutlich weiter gelockert, sodass sich die Leitzinsen ihrem neutralen Niveau annähern. Dennoch bleiben Risiken: Wenn Trump seinen angedrohten Protektionismus umsetzt, könnte das den Außenhandel bremsen, die Inflation anheizen und dem Konsum- und Geschäftsklima schaden. Vielleicht droht eine Stagflation, zumindest aber schwächeres Wachstum.

Europa bleibt unterdessen krisenanfällig. Die Wirtschaft wächst zwar, aber nicht stark, und die Regierungen müssen weiter sparen. Trotz der expansiven EZB-Geldpolitik und der moderat expansiven Fiskalpolitik bleiben strukturelle Schwächen – niedrige Unternehmensinvestitionen, eine geringe Exportnachfrage und die Abhängigkeit von Energieimporten. In großen Volkswirtschaften wie Deutschland und Frankreich zeigt sich das besonders deutlich, wobei der Krieg in der Ukraine und mögliche US-Zölle die Lage nicht besser machen. Eine Rezession ist in Europa durchaus möglich. Die Region bleibt anfällig, bemüht sich aber um eine stärkere Konjunktur.

Chinas Ausblick leidet unter handelspolitischen Unsicherheiten und strukturellen Schwächen. Eine expansive Fiskalpolitik und Infrastrukturinvestitionen stützen die Wirtschaft zwar etwas, aber der schwache Arbeitsmarkt, demografische Herausforderungen und die Immobilienmarktkrise bremsen stark. Der drohende Protektionismus könnte auch anderen Emerging Markets schaden, die schon jetzt unter höheren Zinsen, dem starken US-Dollar und der schwachen Weltnachfrage leiden. Hinzu kommen internationale Spannungen. China hat also nach wie vor mit binnenwirtschaftlichen und außenwirtschaftlichen Problemen zu kämpfen.

Die uneinheitliche Weltkonjunktur im neuen Jahr – mit unterdurchschnittlichem Wachstum bei regionalen Unterschieden – erfordert einen vorausschauenden und flexiblen Investmentansatz. Anleger sollten nicht nur Chancen nutzen, sondern angesichts der Vielfalt möglicher Entwicklungen auch Risiken abbauen. Szenarioplanung und dynamisches Portfoliomanagement sind unverzichtbar.

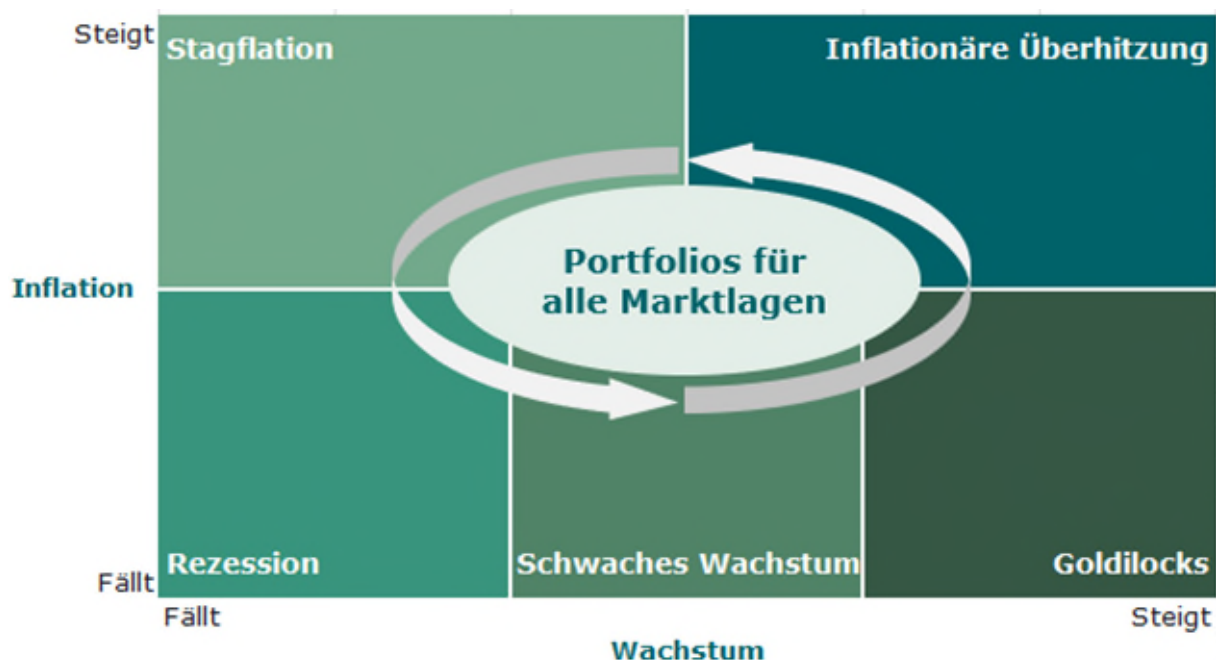
### Portfoliositionierung für 2025/2026

Die klassische „Investitionsuhr“ ordnet Assetklassen den Phasen des Konjunkturzyklus zu. So können wir unsere Portfolios passend zum Basisszenario mit einem im Langfristvergleich unterdurchschnittlichen Wirtschaftswachstum positionieren. Zugleich können wir uns auf Alternativszenarien vorbereiten.

2025 scheinen uns Diversifikation und Krisenfestigkeit besonders wichtig, die beiden Kennzeichen von Portfolios für alle Marktlagen. Ihre Ziele sind Stabilität und Flexibilität, damit sie in unterschiedlichen Konjunkturszenarien Erträge liefern. Das derzeitige Umfeld bietet zwar Chancen, aber eher kleinere. Wir bleiben daher bei einem dynamischen Ansatz, um auf veränderte Rahmenbedingungen mit Umschichtungen reagieren zu können – und je nach Entwicklung höheren oder niedrigeren Risiken. Durch diese Flexibilität sind Investoren auf die Zukunft vorbereitet, was auch immer geschieht.

In Kapitel 3 analysieren wir einige wichtige Faktoren für die Assetklassen, denen wir in unserem Basisszenario „Schwachere Wachstum“ eine gute Performance zutrauen.

### Investitionsuhr



Quelle: Anthos Fund & Asset Management.

## 2. Langfristiger Konjunktur- und Inflationsausblick

Um in Zukunft erfolgreich zu sein, muss man wissen, was die Weltwirtschaft heute bestimmt. In diesem Abschnitt geht es um die langfristigen Wachstums- und Inflationstrends, die das Investmentumfeld in den nächsten fünf Jahren bestimmen. Sie sind Grundlage unserer Kapitalmarkterwartungen in Kapitel 6.

Langfristige Entwicklungen – vom demografischen Wandel bis zur digitalen Transformation – sind die Basis jedes mittelfristigen Ausblicks. Sie sind wichtiger als kurzfristige Schwankungen und helfen Anlegern, komplexe Entwicklungen zu verstehen und Chancen zu erkennen. Indem wir unsere Portfolios daran ausrichten, können wir unabhängig vom Marktumfeld bessere Entscheidungen treffen.

Unser Konzept der „Sechs Ds“, das wir schon letztes Jahr vorgestellt haben, zieht aus strukturellen Faktoren klare, praxistaugliche Schlussfolgerungen für Wachstum, Inflation und Marktpotenzial. Für den diesjährigen Ausblick haben wir es aktualisiert. Ziel ist ein Investorenleitfaden für eine vernetzte Weltwirtschaft im Wandel.

### 2.1 Die „Sechs Ds“

#### Demografie: Alterung der Bevölkerung und Veränderungen der Beschäftigtenstruktur



Wachstum und Inflation werden auch weiterhin von der Demografie abhängen. Aufgrund der Alterung der Bevölkerung schrumpft die Erwerbspersonenzahl in den Industrieländern immer weiter. Die Löhne steigen daher stärker, der Inflationsdruck nimmt zu. Besonders deutlich sieht man das in Japan, wo die Reallöhne 2024 erstmals seit 30 Jahren zugelegt haben – wegen anhaltenden Arbeitskräftemangels, höherer Tariflöhne und einer Politik, die in steigenden Löhnen ein Mittel gegen die Deflation sieht. Das zeigt, wie eine schlechtere Demografie Löhne und Inflation treiben kann. In Europa legten die Lohnstückkosten 2024 kräftig zu, ebenfalls aufgrund von Fachkräftemangel. In den USA und anderen Ländern hat die Einwanderung den Arbeitskräftemangel zwar abgemildert, die generelle Verschlechterung der Demografie aber nicht ausgeglichen.

In den Emerging Markets ist die Lage differenzierter. Länder mit einer jüngeren Bevölkerung wie Indien und einzelne Staaten Afrikas könnten durchaus stark wachsen, aber strukturelle Mängel im Bildungssystem und am Arbeitsmarkt bremsen. China kämpft unterdessen mit zwei Herausforderungen: einer schrumpfenden Erwerbsbevölkerung und einer steigenden Abhängigkeitsquote. Auch das zeigt die Bedeutung demografischer Veränderungen.

Anfang 2025 wird man genau auf Lohnanstieg, Partizipationsquote und Produktivität achten müssen. Anhaltender Lohndruck könnte ein Hinweis auf Arbeitskräftemangel und Inflationsrisiken sein, vor allem in den Industrieländern. Einwanderungsreformen oder Maßnahmen zur Steigerung der Partizipationsquote in den Emerging Markets könnten ebenfalls Auswirkungen auf das Wachstum haben.

Wir glauben, dass die Demografie das Wirtschaftswachstum in den Industrieländern zunehmend bremst. Zugleich könnten in Sektoren, die von der Alterung profitieren – etwa Gesundheit, Automatisierung und Altenpflege – neue Chancen entstehen. Probleme könnten allerdings Branchen bekommen, die stark auf die Arbeitskosten reagieren, etwa das Verarbeitende Gewerbe und der Einzelhandel.

## Dekarbonisierung: Kosten und Nutzen der Energiewende



Weltweit beschleunigt sich die Dekarbonisierung, mit großen Auswirkungen auf Energiemärkte und Inflation. Investitionen in die Infrastruktur für erneuerbare Energien, Netzmodernisierung und Emissionsenkung schaffen Innovationen. Sie führen aber auch zu höheren Kosten, vor allem in der Schwerindustrie, etwa in der Stahl- und Zementbranche. Die Energiewende findet vor allem in Europa statt. Hier kämpft man mit schwankenden Energiepreisen, wobei der Krieg in der Ukraine die Lage nicht besser macht. Große finanzielle Herausforderungen drohen unterdessen den Emerging Markets. Grüne Energie ist oft teurer als fossile Brennstoffe.

All das kann kurzfristig die Inflation treiben. Langfristig können grüne Technologien aber erheblich billiger sein. Die Kosten von Solar- und Windenergie sind in den letzten zehn Jahren kontinuierlich gefallen, und durch weitere technologische Durchbrüche könnten wir noch weniger auf fossile Brennstoffe angewiesen sein. Allerdings werden vielleicht nicht alle Regionen gleich stark davon profitieren. Die Industrieländer machen auf dem Weg zur Netto-Null schnellere Fortschritte als die Entwicklungsländer. Wir glauben, dass Fortschritte und Tempo der Energiewende auch in den nächsten Jahren die Energiepreise beeinflussen werden. Stabilere Erdgaspreise in Europa und weltweit mehr Emissionshandel könnten echten Fortschritt signalisieren. Verzögerungen beim Infrastrukturausbau oder Finanzierungsprobleme der Emerging Markets könnten aber die Inflation anheizen.

Die Dekarbonisierung kann kurzfristig für Inflation und langfristig für Wachstum sorgen. Wir glauben, dass grüne Energien und Speichertechnologien für Investoren interessant bleiben, während energieintensive Branchen wohl immer mehr Probleme bekommen. Das doppelte Ziel – eine erfolgreiche Energiewende bei nachhaltigem Wachstum – zeigt, wie komplex die Dekarbonisierung ist.

## Deglobalisierung: Fragmentierung und Inflationsdruck



Die Rückschritte bei der Globalisierung verändern Handel und Lieferketten weltweit, mit großen Auswirkungen auf Wachstum und Inflation. Internationale Spannungen führten zur Bildung regionaler Handelsblöcke wie den Allianzen von USA und EU auf der einen sowie China und Russland auf der anderen Seite. Das fragmentiert die Weltmärkte und verteuert die Produktion. Repatriierungsinitiativen („Reshoring“) in wichtigen Branchen wie der Halbleiterindustrie mindern zwar die Krisenanfälligkeit, senken aber die Effizienz.

All das kann kurzfristig zu Inflationsdruck führen, langfristig aber auch zu mehr Stabilität und regionalem Wachstum. So hat der CHIPS Act in den USA Investitionen in die amerikanische Halbleiterproduktion forciert, und der europäische grüne Industriepfad setzt auf mehr saubere Energie. Ein Schwachpunkt bleibt die Abhängigkeit von wichtigen Rohstoffen, etwa den Seltenen Erden aus China. Das betrifft Branchen wie Elektrofahrzeuge und erneuerbare Energien.

Da für 2025 mehr Protektionismus zu erwarten ist, dürfte die Neuausrichtung der Lieferketten ein wichtiges Thema bleiben. Anhaltende Handelskonflikte und steigende Kosten in wichtigen Sektoren wie Technologie könnten die Lage noch schwieriger machen.



## Schulden (Debt): Knappe öffentliche Mittel und schwächeres Wirtschaftswachstum



Die Staatsverschuldung ist gestiegen, und das Wachstum liegt unter dem Langfristdurchschnitt. Das erschwert die Fiskalpolitik und schadet der finanziellen Stabilität. Die realen Langfristzinsen sind seit ihren Tiefstständen nach der internationalen Finanzkrise kräftig gestiegen. Deshalb und wegen des auf mittlere Sicht wohl schwachen Wachstums verschlechtern sich die Staatsfinanzen immer weiter;<sup>2</sup> wegen des steigenden Schuldendienstes geraten sie immer mehr unter Druck. Man geht davon aus, dass der Schuldendienst der US-Regierung bis 2025 auf über 4% des BIP steigt. In Europa, etwa in Deutschland, sieht es kaum anders aus. Zugleich wächst der politische Widerstand gegen schuldenfinanzierte Konjunkturprogramme, was die Erholung bremsen kann.

Besonders anfällig sind die Emerging Markets. In manchen Ländern sind die Spreads gestiegen und Ausfälle wahrscheinlicher geworden. Wegen der höheren Kreditkosten drohen ihnen Währungsabwertungen und der Abfluss ausländischen Kapitals, was die Finanzlage noch schwieriger macht. Zwar könnten manche Rohstoffexporteure kurzfristig von höheren Preisen profitieren, doch bleiben die Staatsfinanzen aufgrund der Rohstoffabhängigkeit und schwankender Wechselkurse auch hier anfällig. Hinzu kommen strukturelle Faktoren wie schwaches Produktivitätswachstum, ungünstige Demografie und geringe Investitionen, die das Langfristwachstum ebenfalls schwächen, und schließlich höhere Realzinsen und Laufzeitprämien. Ländern, die auf eine echte Haushaltskonsolidierung verzichten, drohen ein weiterer Schuldenanstieg und Einbußen an finanzieller Stabilität. Das ist nicht ohne Folgen für Banken, die zunehmend in Staatsanleihen investieren. Dann droht nicht nur dem Staat, sondern auch dem Finanzsektor Instabilität.

Kurzfristig rechnen wir mit einer eher restriktiven Fiskalpolitik, sodass antizyklische Maßnahmen nur eingeschränkt möglich sind. Sinnvoll könnten aber gezielte schuldenfinanzierte Investitionen in Infrastruktur und Klimaprojekte sein, weil sie die Produktivität und damit langfristig auch das Wachstum steigern. Sie könnten ein Weg sein, der die Wirtschaft außerdem nachhaltiger macht. Unterdessen müssen die Regierungen durch eine allmähliche und glaubhafte Haushaltskonsolidierung wieder Finanzpuffer aufbauen. Nur dann können die Staatsfinanzen langfristig nachhaltig und das Finanzsystem stabil bleiben.

## Digitalisierung: Innovation und Produktivität



Die Digitalisierung verändert die Weltwirtschaft weiter, mit Auswirkungen auf Wachstum und Inflation. KI, Automatisierung und Cloud-Technologien finden immer weitere Verbreitung, mit sehr großen Produktivitäts- und Innovationsgewinnen. Wegen der Alterung der Bevölkerung wird die Automatisierung immer wichtiger. Sie kann die abnehmende Erwerbspersonenzahl ausgleichen und das Produktivitätswachstum fördern. Das wird zu einem immer wichtigeren Thema, vor allem, wenn die Partizipationsquote wie in Japan und vielen europäischen Ländern fällt.

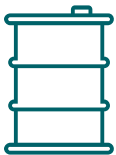
Der Einsatz von KI und Automatisierungstechniken etwa in der Logistikbranche, dem Einzelhandel und dem Verarbeitenden Gewerbe sorgt für enorme Effizienzgewinne. Im Hochtechnologiesektor steigen aber auch die Kosten, vor allem durch die wachsende Nachfrage nach Fachkräften und hohe Infrastrukturausgaben, damit die neuen Technologien nutzbar werden. Wenn die Alterung der Bevölkerung die Arbeitsmärkte weiter belastet, könnte die Digitalisierung das mitunter abfedern – weil die Arbeitsproduktivität durch mehr Automatisierung und technologischen Fortschritt steigt.

<sup>2</sup> IWF, *The Fiscal and Financial Risks of a High-Debt, Slow-Growth World*, März 2024.

Diese Vorteile sind aber nicht überall gleich. In Sektoren wie Logistik und dem Verarbeitenden Gewerbe dürfte die Automatisierung für mehr Effizienz und Einsparungen sorgen. In Branchen wie Energie und Grundstoffe, die gemeinhin unter einer schwächeren Konjunktur leiden, zeigt sich der Nutzen vielleicht erst später. Die Alterung könnte auch zu einer stärkeren Nachfrage nach neuen Produkten führen, etwa aus der Gesundheitstechnologie. Hier können Automatisierung und KI sowohl das Angebot als auch die Produktivität verbessern.

Das langfristige Produktivitätswachstum dürfte in Zukunft entscheidend von KI und Automatisierung abhängen, vor allem in Ländern mit einer alternden Bevölkerung. Sektoren, die diese Technologien erfolgreich nutzen können – etwa Logistik, Immobilien und Verarbeitendes Gewerbe – dürften davon profitieren. Da die Erwerbspersonenzahl weltweit schrumpft, wird Automatisierung zur Voraussetzung für dynamisches Wachstum. Sie könnte verhindern, dass die Demografie die Konjunktur bremst. Dennoch muss man die kurzfristigen Auswirkungen der Automatisierung auf Arbeitsmärkte und Inflation genau im Blick behalten.

### Schöpferische Zerstörung (Destruction): Weltpolitische Risiken und Marktvolatilität



Auch 2025 und danach werden weltpolitische Risiken und Marktvolatilität für Unsicherheit sorgen und das Umfeld bestimmen. Die Kriege in der Ukraine und dem Nahen Osten haben Auswirkungen auf die Energie- und Rohstoffversorgung, sodass Inflation und Rentabilität der Unternehmen zuletzt kräftig schwanken. Zusätzliche Risiken für Investoren entstehen durch eskalierende Handelskonflikte, vor allem zwischen großen Volkswirtschaften wie den USA, China und Europa, sodass die Lieferketten weltweit noch fragmentierter werden. Im

Westen dürfte der Aufstieg populistischer Regierungen mit einer nationalistischen Politik die Unsicherheit weiter erhöhen. Neue Ideologien stellen traditionelle wirtschaftliche Allianzen infrage und verschärfen Handelskonflikte.

In den nächsten fünf Jahren müssen Anleger mit einem komplexen Umfeld zurechtkommen – vermutlich mit schwankenden Energiepreisen, Lieferkettenstörungen und Inflationsdruck. Für lokal produzierende Branchen kann all das aber auch eine Chance sein – ebenso wie für Unternehmen, die vom Infrastrukturausbau und der Energiewende profitieren. Der weltweite Wachstumsausblick ist uneinheitlich, aber das Risiko neuer Instabilitäten bleibt hoch.

Letztlich müssen sich Investoren weiterhin fragen, welche Auswirkungen politische Instabilität, Spannungen und Konflikte auf die Wirtschaft haben, um sich adäquat vorbereiten zu können.

Alles in allem sind diese sechs strukturellen Faktoren zurzeit wichtig für Wirtschaft und Märkte. Sie beeinflussen aktuelle Entwicklungen ebenso wie mögliche Zukunftsszenarien. Sie sind die Basis für unsere Kurzfristausblicke und für die Analyse von Chancen und Risiken in unterschiedlichen Regionen und Assetklassen. Nur wenn man diese Entwicklungen versteht, kann man krisenfeste Anlagestrategien entwickeln, die nicht nur eine Antwort auf kurzfristige Herausforderungen sind, sondern auch von langfristigen Veränderungen profitieren.

### 2.2 Langfristiger Konjunkturausblick

In den nächsten fünf Jahren dürfte sich das reale Weltwirtschaftswachstum bei etwa 3,0% bis 3,2% p.a. stabilisieren, wegen des geringeren Potenzialwachstums in den Industrieländern und der uneinheitlichen Entwicklung in den Emerging Markets. Manche Länder dürften aufgrund lokaler Faktoren weiter dynamisch wachsen. Dennoch werden strukturelle Entwicklungen das Potenzialwachstum vermutlich begrenzen.

- Industrieländer: Hier dürfte sich das reale Wirtschaftswachstum in Richtung des Potenzialwachstums von etwa 1,5% bis 2,0% entwickeln. Gründe sind Demografie, geringe Investitionen und die Fragmentierung der Lieferketten.
  - USA: Das Wachstum dürfte weiter etwa 2% betragen, weil die gute Entwicklung der Sektoren Technologie und Energie eine straffere Geld- und Fiskalpolitik wohl ausgleicht. Die hohen Staatsschulden und die niedrigere Sparquote der Haushalte bleiben aber Herausforderungen.
  - Europa: Das Wachstum dürfte sich bei etwa 1% einpendeln, aufgrund einer weniger expansiven Fiskalpolitik, unentschlossener Strukturreformen und der Deglobalisierung. Kernländer wie Deutschland könnten weiter unterdurchschnittlich wachsen, eine Folge der Restrukturierungen in der Industrie und des Arbeitskräftemangels.
  - Japan: Hier scheint weiterhin ein moderates Wachstum von etwa 1,0% denkbar, durch steigende Löhne und Unternehmeninvestitionen. Negativfaktoren sind die alternde Bevölkerung und das geringe Potenzialwachstum.
- Emerging Markets: Das reale Wachstum der Emerging Markets dürfte mit etwa 4,5% über dem der Industrieländer liegen, auch wenn das Potenzial infolge struktureller Ineffizienzen weiter nicht vollständig genutzt wird.
  - Indien: Hier rechnen wir mit etwa 6,5% Wachstum, einem der höchsten Werte weltweit. Das Land profitiert von der günstigen Demografie und Infrastrukturinvestitionen. Um das Potenzial vollständig zu nutzen, sind aber umfassendere Bildungs-, Governance- und Arbeitsmarktreformen nötig.
  - China: Hier rechnen wir mit einem Wachstumsrückgang auf etwa 4% bis 4,5%, eine Folge der alternden Bevölkerung, der Schwierigkeiten am Immobilienmarkt und des schwachen Konsumklimas. Auch hier sind für ein höheres langfristiges Potenzialwachstum Strukturreformen nötig.

Dieser langfristige Wachstumsausblick zeigt, wie unterschiedlich sich die Welt entwickelt. Die Industrieländer geraten zunehmend unter Druck. Die Emerging Markets haben zwar Chancen, aber strukturelle Faktoren machen Probleme.

### 2.3 Langfristiger Inflationsausblick

In den nächsten fünf Jahren dürfte sich die Inflation weltweit bei etwa 3% bis 3,5% stabilisieren. Aufgrund der strukturellen Veränderungen durch die „Sechs Ds“ rechnen wir mit einem neuen Inflationsregime. In den Industrieländern dürfte sich die Teuerung stabilisieren, während wir in den Emerging Markets je nach Staatsfinanzen und Integration in den Welthandel unterschiedliche Entwicklungen erwarten.

- Dienstleistungspreisinflation: Der anhaltende Lohnanstieg in den Industrieländern aufgrund von Arbeitskräftemangel und Alterung dürfte in arbeitsintensiven Sektoren wie Gesundheit, Bildung und Gastgewerbe weiterhin für Preisauftrieb sorgen. So rechnen wir in den USA und Europa mit einer Lohninflation von etwa 3,5% bis 4,0%, was weiterhin über dem Vergangenheitsdurchschnitt liegt. Die Kerninflation könnte dadurch weiter hoch bleiben.
- Kosten der Energiewende: Die Dekarbonisierung dürfte in energie- und ressourcenintensiven Sektoren weiter Kosten und Preise treiben. Investitionen in erneuerbare Energien, Netzmodernisierung und CO<sub>2</sub>-Abscheidung (Carbon Capture) dürften die Produktionskosten steigen lassen, vor allem kurzfristig. Durch die unterschiedlich großen Fortschritte der einzelnen Regionen könnten sich die Preise weltweit auseinanderentwickeln.
- Neuausrichtung der Lieferketten: Repatriierung und Regionalisierung der Produktion werden Thema bleiben. Das könnte in Branchen, die vom Welthandel abhängig sind, zu struktureller Inflation führen, etwa in der Technologie und im Automobilbau. Die Veränderungen sorgen zwar für mehr Stabilität in Krisenzeiten, aber auch für höhere Faktorkosten und eine geringere Effizienz als vor Corona.

Die Inflation in den Emerging Markets dürfte stark von den Auswirkungen externer Schocks und den Staatsfinanzen abhängen. Die Terms of Trade von Rohstoffexporteuren könnten sich verbessern. Länder, die eher Waren importieren und sich im Ausland finanzieren, könnten hingegen mit stärkeren Preisschwankungen und mehr Inflation konfrontiert sein.

Auf Seite 14 gehen wir genauer auf kurzfristige Inflationsrisiken durch die zweite Trump-Präsidentschaft ein.

### 3. Investmентаusblick für 2025

#### Wo wir stehen: Weltweiter Inflationsrückgang und stabiles Wachstum, aber Herausforderungen bleiben

Anfang 2025 scheint sich die Weltwirtschaft zu stabilisieren. Die Inflation geht weiter zurück, das Wachstum bricht nicht ein. In unserem Basisszenario für 2025 rechnen wir mit einem Weltwirtschaftswachstum unter dem Langfristdurchschnitt und einem weiteren Inflationsrückgang, allerdings auch mit einer höheren Teuerung als vor Corona. Die Notenbanken haben bei der Preisstabilität große Fortschritte gemacht; das Wirtschaftswachstum dürfte in den Industrieländern bei etwa 2% und in den Emerging Markets bei etwa 4% liegen. Die Inflation nähert sich langsam wieder den Notenbankzielen an, vor allem in den Industrieländern. Dennoch bleiben regionale Unterschiede, insbesondere im Dienstleistungsbereich.

Sie bleiben ein wichtiges Thema: Die USA befinden sich in einem Goldilocks-Szenario mit stabilem Konsum, auch dank der expansiven Fiskalpolitik. Europa und China hingegen wachsen aufgrund struktureller Schwächen und einer geringen Nachfrage nicht so stark wie im langfristigen Durchschnitt.

Bei einer sorgfältigen und intelligenten Portfoliopositionierung ist dieses Umfeld aber eine Chance. Ausgehend von unserer Investitionsuhr setzen wir auf Assetklassen, die in der aktuellen Zyklusphase traditionell vorn liegen. Dabei bleiben wir wachsam und sind jederzeit zu Anpassungen bereit, wenn sich Daten und Szenarien ändern. Bei schwächerem Wachstum bieten Qualitätsaktien und Qualitätsanleihen meist höhere risikoadjustierte Erträge, und alternative Strategien wie Absolute-Return-Fonds sorgen aufgrund ihrer geringen Korrelation mit den klassischen Märkten für Stabilität. Private-Capital- und Multi-Asset-Impact-Anlagen bleiben unverzichtbare Portfoliobausteine, profitieren sie bei kurzfristiger Unsicherheit doch von langfristigen strukturellen Entwicklungen.

In unserem Szenario „Schwachtes Wachstum“ entwickeln sich Aktien, Anleihen und Private-Assets- meist gut und werden auch von vielen Anlegern bevorzugt. Aktien profitieren von stabilen Gewinnen, Anleihen von einer weniger restriktiven Geldpolitik, Private Assets vom langfristigen Wachstumstrend. Die exportabhängigeren europäischen Aktien sind dabei aber risikoreicher als US-Titel.

Im Anleihenbereich finden wir internationale High-Yield-Anleihen interessant, weil (vor allem in den USA) die Rahmenbedingungen für Unternehmen günstig sind. Wegen der guten Zahlungsbilanzen vieler Schwellenländer investieren wir darüber hinaus in Emerging-Market-Anleihen (in lokaler Währung), denen Zinssenkungen und eine nachlassende Inflation helfen.

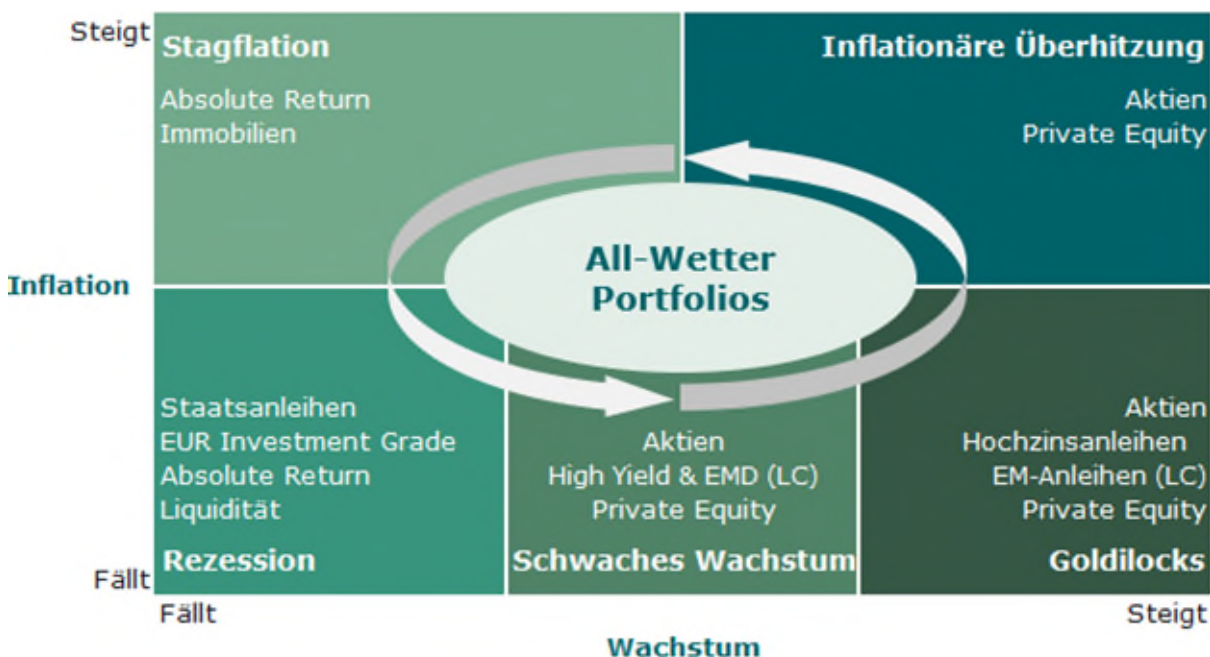
Private-Equity-Manager haben 2024 ihre Portfolios optimiert und sich von sehr ertragreichen Anlagen getrennt. Wir glauben, dass sich das 2025 auszahlt. Da sich Lieferketten und Nachfrage nach mehreren problematischen Jahren normalisiert haben, machten viele Portfoliounternehmen Fortschritte. Ihre Finanzen verbesserten sich, es gab Wechsel im Management, und die Geschäftsstrategien wurden fokussierter. Viele langjährige Beteiligungen stehen jetzt zum Verkauf. Weil die Investoren 2025 wohl auf Ausschüttungen drängen, könnte es wieder zu mehr Beteiligungsverkäufen und Neuanlagen kommen. Die unsichere Weltlage und die wirtschaftlichen Risiken bleiben aber bestehen. Vielleicht behindert das einmal mehr den Fortschritt und bremst den Markt.

Private Credit ist für 2025 gut positioniert. Die Kreditmargen sind attraktiv, die Konjunktur ist stabil. Aufsichtsrechtliche Restriktionen für Banken sind für Private-Credit-Fonds eine Chance. Sie können individuelle, flexible Finanzierungslösungen für Übernahmen und organisches Wachstum bieten, oft in kürzerer Zeit.

Die Spitzenrenditen von Immobilien haben sich stabilisiert. Chancen sehen wir hier durch stetige laufende Erträge und Wachstum, zumal die Bewertungen bei vermutlich unveränderten Zinsen stabil bleiben dürften. Der Ausblick für die Industrie und den Einzelhandel (insbesondere Basiskonsumgüter) ist gut, ebenso wie der für Wohnimmobilien (wie Studentenwohnheime, Mehrfamilienhäuser und Seniorenwohnen). Die Ertragsprognosen unterscheiden sich aber von Region zu Region und von Sektor zu Sektor; vermutlich sind sie in den USA in den nächsten fünf Jahren am höchsten. Anders als in früheren Konjunkturzyklen fällt die Erholung der Kapitalmärkte mit generell guten Fundamentaldaten der Mieter zusammen, was für höhere laufende Erträge spricht. Nach wie vor halten wir es für sinnvoll, wenn unsere Manager auf Top-down-Ebene Dekarbonisierung und physische Klimarisiken berücksichtigen und auf Einzelwertebene die Investitionspläne der Unternehmen im Blick haben. Wir wollen, dass unsere Portfolios zu den Pariser Klimazielen passen.

Dieser ausgewogene Ansatz stellt sicher, dass die Portfolios gut auf die Besonderheiten des derzeitigen Umfelds vorbereitet sind. Zugleich gewährleistet er die nötige Flexibilität, um bei veränderten Rahmenbedingungen umschichten zu können. Mit unserer Investitionsuhr und vielfältigen Anagemöglichkeiten wollen wir Chancen und Risiken ins Gleichgewicht bringen und während des gesamten Konjunkturzyklus Chancen nutzen.

Investitionsuhr



Quelle: Anthos Fund & Asset Management. Die gezeigten Assetklassen entwickeln sich in den jeweiligen Zyklusphasen meist gut und werden in diesen Phasen von vielen Investoren bevorzugt.

## Der Trump-Effekt

In Gesprächen mit Investoren werden wir oft gefragt, welche Auswirkungen das US-Wahlergebnis auf die Märkte haben kann. Zurzeit sieht es danach aus, dass die Märkte die zweite Trump-Präsidentschaft als unternehmens- und wachstumsfreundlich interpretieren, zumindest kurzfristig. Folgende Themen muss man im Blick behalten:

### 1. Zölle

Trump will folgende Zölle einführen:

- 10% auf alle Importe der USA
- 60% auf chinesische Waren
- Nach der Wahl hat er dann Kanada und Mexiko 25% und China weitere 10% Zoll angedroht, um die Länder zu strengen Grenzkontrollen und Maßnahmen gegen den Drogenhandel zu bewegen.

Diese Zölle könnten große wirtschaftliche Folgen haben:

- Inflation: Das Yale Budget Lab<sup>3</sup> rechnet (ohne Substitutionseffekte) mit einer um 1,4 Prozentpunkte höheren Verbraucherpreis-inflation.
- Weltwirtschaftswachstum: Der IWF erwartet, dass die Zölle das Wachstum 2025 und 2026 um 0,8 bzw. 1,3 Prozentpunkte dämpfen.
- Schrumpfendes BIP: Das US-BIP könnte um 1% schrumpfen, das europäische ebenfalls.

Zölle könnten Industrieländeraktien weltweit schaden, für internationale High-Yield-Anleihen aber unterstützend sein. Allgemeine Zolldrohungen sind wohl eher Teil von Trumps Verhandlungstaktik. Wahrscheinlicher sind gezielte Zölle.

### 2. Einwanderung

Durch strengere Einwanderungsregeln dürfte die Erwerbspersonenzahl fallen,

- sodass Löhne steigen und Arbeitskräfte knapper werden
- und die Arbeitslosenquote fällt, weil weniger Arbeiter zur Verfügung stehen.

Auch wenn sich das Beschäftigungswachstum stabilisiert, könnte Arbeitskräftemangel die Inflation anfachen. Die US-Wirtschaft wechselt dann von einem ausgewogenen Goldilocks-Szenario zur Überhitzung.

Für Anleger bedeutet dies, dass Aktien und Private Equity am interessantesten sind.

### 3. Steuersenkungen

Trump beabsichtigt die Unternehmenssteuern von 21% auf 15% zu senken und die Steuersenkungen von 2017 zu verlängern. Das wird voraussichtlich

- 2025 nur wenige Auswirkungen auf das BIP haben,
- das reale US-BIP bis 2026 um 0,6 Prozentpunkte steigen lassen, wenn die expansive Fiskalpolitik Wirkung zeigt.

All das könnte zu neuen Haushaltsrisiken führen, kurzfristig aber auch zu einem günstigen Umfeld für risikoreiche Titel.

### 4. Deregulierung

In Trumps erster Präsidentschaft verursachte die Regulierung schließlich nur noch jährliche Kosten von 10 Milliarden US-Dollar (gegenüber 111 Milliarden US-Dollar unter Obama). Die Deregulierung dürfte weitergehen, zum Vorteil von Unternehmen und internationalen Industrieländeraktien.

---

<sup>3</sup> Das Yale Budget Lab analysiert die Fiskalpolitik und ihre Auswirkungen auf wirtschaftliche Stabilität, Wachstum und Einkommensverteilung. Die Analyse der Trump'schen Zölle enthält Projektionen der Auswirkungen auf die Verbraucherpreise auf Basis von Konjunkturmodellen und Vergangenheitsdaten.

**5. Federal Reserve**

Trump hat gesagt, dass er niedrigere Zinsen will. Durch Ernennungen oder öffentliche Kritik könnte er versuchen, die Fed dazu zu drängen. Das könnte die Unabhängigkeit der Notenbank auf die Probe stellen, dürfte die Märkte kurzfristig aber nicht irritieren. Vielleicht werden die Zinssenkungen sogar früher beendet als erwartet.

All dies wird von Investoren bereits diskutiert und hat zunehmend Auswirkungen auf die Kurse, wenn auch unterschiedliche:

- Am Anleihenmarkt sind das Haushaltsdefizit und die expansive Fiskalpolitik die wichtigsten Themen.
- Am Aktienmarkt fokussiert man sich auf Deregulierung und das Wachstumspotenzial.

Trumps Ausgabenpläne für Wirtschafts- und Industriepolitik, Grenzsicherung und Verteidigung bleiben ebenso vage wie ihre Finanzierung (etwa durch Zölle oder weniger Regulierung). All das sowie das Haushaltsdefizit wird weiterhin Auswirkungen auf US-Anleihen und den Dollar haben.

Daher ist strategische Risikodiversifikation wichtiger denn je, um auf aktuelle Entwicklungen und künftige Herausforderungen reagieren zu können. Trotz der anhaltenden Unsicherheit sind wir für die Märkte 2025 aber weiter optimistisch. Wir positionieren unsere Portfolios so, dass sie zu unterschiedlichen Szenarien passen. Wir haben die Hände fest am Steuer und bleiben optimistisch, dass wir die Entwicklungen zum Vorteil unserer Kunden nutzen können.

**Trumps erste 100 Tage**

Datum	Wichtige Themen	Auswirkungen für Investoren
Tag der Amtseinführung	Präsidentenerlasse mit Auswirkungen auf Handels-, Einwanderungs- und Energiepolitik: Die Märkte werden genau auf die sektorspezifischen Auswirkungen achten.	Handelspolitik und Zölle können Auswirkungen auf Lieferketten und die Gewinnmargen der Unternehmen haben, vor allem im Verarbeitenden Gewerbe und dem Einzelhandel.
Erste Woche	Erste Gesetzesinitiativen, vermutlich Steuerensenkungen, Deregulierung und Infrastrukturinvestitionen: Interessant sind die Marktreaktionen in Sektoren wie Bau und Technologie.	Sektoren wie Finanzen, Energie und Bau könnten volatil werden – je nachdem, wer als Gewinner und Verlierer der ersten Trump’schen Maßnahmen gilt.
Erster Monat (Februar 2025)	Bekanntgabe der ersten Haushaltspläne	
50. Tag (10. März 2025)	Überprüfung der Gesetzesinitiativen; ggf. Volatilität, wenn wichtige Pläne von Trump im Kongress auf erheblichen Widerstand stoßen	Aktienmärkte könnten schwanken, je nach Fortschritten und Verzögerungen der Gesetze
100. Tag (29. April 2025)	Beurteilung der Fortschritte bei wichtigen Wahlversprechen: Die Märkte werden auf erste Anzeichen für Erfolge oder Stillstand achten.	Vermutlich mehr Klarheit in der Wirtschaftspolitik, aber ggf. weitere Unsicherheit durch weltpolitische Risiken und gesetzgeberische Hürden

Datumsangaben sind Schätzungen, bis das Joint Congressional Committee on Inaugural Ceremonies (JCCIC) und der National Park Service (NPS) den offiziellen Kalender vorlegen. Themen und Auswirkungen auf Basis von Anthos-Analysen. Änderungen möglich.

## 4. Extremrisiken und Chancen

Anfang 2025 ist die Weltwirtschaft mit mehreren Extremrisiken konfrontiert, die große Auswirkungen auf die Konjunkturszenarien haben könnten. Neue Chancen sind aber ebenfalls denkbar. Die folgenden Risiken und Chancen sollte man genau im Blick behalten:

### 1. US-Handelspolitik

- Mögliches Ereignis: unter Trumps Führung Eskalation des Handelskonflikt mit Europa und China, Revanchezölle
- Auswirkungen: mehr Inflationsdruck durch teurere Importe, geringere Handelsvolumina und weltweit höhere Konzentrationsrisiken
- Regionale Auswirkungen:
  - USA: Schutz der inländischen Industrie durch Zölle, die Verbrauchern und Exporteuren aber schaden
  - EU: möglicherweise geringere Gewinnmargen für Automobile, Medikamente und andere Güter
  - China: Neuausrichtung auf Binnenwirtschaft und andere Handelspartner aufgrund von Exporthindernissen

### 2. Krieg zwischen Russland und der Ukraine, Lebensmittel- und Energiepreisinflation

- Mögliches Ereignis: weitere Lieferengpässe bei Gas und Getreide durch einen längeren Krieg
- Auswirkungen: Inflation durch Energieknappheit in Europa, weltweit schwächerer Konsum durch höhere Lebensmittelpreise, vor allem in den Emerging Markets
- Regionale Auswirkungen:
  - EU: möglicherweise schwächere Industriekonjunktur und deutlicher Inflationsanstieg durch Gasknappheit
  - Emerging Markets: mehr Armut und mögliche Unruhen durch steigende Lebensmittelpreise

### 3. Spannungen zwischen USA und China wegen Taiwan

- Mögliches Ereignis: Störung der weltweiten Technologielieferketten durch eskalierende Spannungen zwischen den USA und China
- Auswirkungen: höhere Preise für Elektronik, Autos und Konsumgüter durch Halbleitermangel, dadurch höhere Inflation; weitere Belastungen der internationalen Zusammenarbeit durch Handelskonflikte
- Regionale Auswirkungen:
  - USA: höhere Gewinnmargen, weniger Investitionen und schwächerer Konsum durch höhere Zölle und Kosten
  - EU: niedrigere Industrieproduktion durch verschlechterten Zugang zu Technologie
  - China: schwächeres Wachstum durch geringeren Export; höhere Inflation durch schlechteren Zugang zu Technologie

### 4. Konflikte im Nahen Osten und Energiekrise

- Mögliches Ereignis: Eskalation unter Beteiligung des Iran, Saudi-Arabiens oder Israels; dadurch Störungen der Öl- und Gasförderung und -lieferung
- Auswirkungen: weltweiter Ölpreisanstieg, höhere Inflation und niedrigere verfügbare Einkommen in unterschiedlichen Regionen; möglicherweise straffere Geldpolitik, dadurch höhere Rezessionsrisiken



- Regionale Auswirkungen:
  - USA: Belastung von Verbrauchern und Unternehmen durch höhere Energiepreise, dadurch schwächeres Wachstum
  - EU: Höhere Inflation durch steigende Produktionskosten, vor allem in industrielastigen Ländern
  - Emerging Markets: Belastungen für soziale Stabilität und Wirtschaftswachstum durch Inflation und steigende Lebensmittelpreise

## Mögliche Nachhaltigkeitsrisiken in Trumps zweiter Präsidentschaft

### 1. Lockerung von Umweltvorschriften

- Mögliches Ereignis: Deregulierung, die fossile Brennstoffe begünstigt, dadurch mehr Treibhausgasemissionen
- Auswirkungen: Unsicherheit für Unternehmen, weniger Investitionen in grüne Technologie, Zweifel an Klimazielen
- Regionale Auswirkungen
  - USA: verzögerte Nutzung erneuerbarer Energien durch verstärkte Nutzung fossiler Brennstoffe
  - EU: Schwierigkeiten, ohne Unterstützung der USA beim Klimaschutz führend zu bleiben
  - China: wegen nachlassender internationaler Zusammenarbeit möglicherweise weniger grüne Initiativen

### 2. Mehr fossile Energie

- Mögliches Ereignis: geringere Wettbewerbsfähigkeit erneuerbarer Energien, wenn mehr Öl, Gas und Kohle gefördert werden
- Auswirkungen: Verzögerung der Energiewende durch zu geringe Investitionen in erneuerbare Energien
- Regionale Auswirkungen:
  - USA: Behinderung grüner Investitionen durch Dominanz fossiler Brennstoffe
  - EU: höhere Kosten durch Abhängigkeit von importierten fossilen Brennstoffen
  - Emerging Markets: mehr Umweltschäden, weil zur Sicherung der Energieversorgung möglicherweise mehr Kohle und Öl genutzt werden

### 3. Rückzug aus Klimaabkommen

- Mögliches Ereignis: Austritt der USA aus dem Pariser Klimaschutzabkommen, dadurch weltweit schwächerer Klimaschutz
- Auswirkungen: langsamere Emissionsverringern und weltweit weniger Investitionen in erneuerbare Energien durch weniger internationale Zusammenarbeit
- Regionale Auswirkungen
  - USA: Klimaschutzziele werden weniger ernst genommen
  - EU: höhere Kosten durch alleinige Führungsrolle in der Klimapolitik
  - China: Emissionsziele möglicherweise weniger wichtig, da weniger internationale Rechenschaftspflicht

## Mögliche Nachhaltigkeitschancen

Trotz dieser Risiken rechnen die meisten Assetmanager und Investoren weltweit damit, dass nachhaltige Anlagen in den nächsten zwei Jahren weiter wachsen werden. Das zeigt eine Umfrage von Morgan Stanley unter mehr als 900 institutionellen Investoren in Nordamerika, Europa und der Pazifikregion. Wir stimmen dem wichtigsten Ergebnis dieser Studie zu: „Institutionelle Investoren sehen in den nächsten Jahren weltweit Wachstumschancen für nachhaltige Anlagen – wegen der steigenden Kundennachfrage und dem Wunsch der Stakeholder nach nachhaltigen Anlagen an einem reiferen Markt.“<sup>4</sup>

Wir sind uns der skizzierten Herausforderungen und Probleme bewusst und wissen, dass sie kurzfristig zu einer Renaissance klassischer Energieträger führen können. Am langfristigen Wachstum erneuerbarer Energien besteht unserer Ansicht nach aber kein Zweifel – wegen der Anforderungen von Assetmanagern und Investoren (wie in der Morgan-Stanley-Studie gezeigt), der wachsenden Nachfrage nach sauberer Energie und der zunehmenden Investitionen. So legten die Investitionen in saubere Energie 2023 weltweit um 17% auf 1,8 Billionen US-Dollar zu, schreibt BloombergNEF.<sup>5</sup> Das ist ein neuer Rekord und zeigt, dass auch ein Jahr mit weltpolitischen Turbulenzen, hohen Zinsen und steigenden Kosten die Energiewende nicht wirklich gestoppt hat.

Allerdings müssen die Investitionen um über 170% steigen, wenn wir in den nächsten Jahren die Netto-Null erreichen wollen. Wir sehen daher eine Reihe von Nachhaltigkeitschancen, unabhängig von Trumps zweiter Präsidentschaft:

### 1. Vielfältige Anlagechancen durch die Energiewende – bei börsennotierten Titeln und Private Capital<sup>6</sup>

- Mögliches Ereignis: wieder höhere Investitionen in die Energiewende durch niedrigere Zinsen
- Auswirkungen: Ein gutes Wirtschafts- und Marktumfeld in Verbindung mit neuen Klimaschutzvorschriften weltweit sorgt für eine neue Anlegernachfrage nach grüner Energie in unterschiedlichen Sektoren, Regionen und Assetklassen. Die höheren Kapitalkosten bewirken aber, dass selektiver investiert wird – nicht nur in Anbieter erneuerbarer Energien, sondern auch in andere relevante Sektoren. Elektrifizierung und Netzausbau bieten ebenso eine Chance wie innovative Mischfinanzierungen, damit für kapitalschwache Sektoren und Regionen mehr privates Kapital bereitgestellt wird.

### 2. Die Energiewende ist wirtschaftlich zu sinnvoll, um ignoriert werden zu können<sup>7</sup>

- Mögliches Ereignis: beschleunigte Substitution fossiler Brennstoffe durch erneuerbare Energien weltweit, weil es wirtschaftlich ist – selbst wenn die USA vorübergehend bremsen
- Auswirkungen: Mit China, anderen Emerging Markets sowie Europa an der Spitze werden die erneuerbaren Energien rasch ausgebaut, und es wird mehr investiert. Sowohl die Kosten durch neue Vorschriften als auch die höheren Preise fossiler Brennstoffe bewegen Regierungen, Unternehmen und Investoren zum Wechsel zu grüner Energie.

<sup>4</sup> Morgan Stanley, *Sustainable Signals: Insights into ESG Investment Trends*, Dezember 2024.

<sup>5</sup> BloombergNEF, *Energy Transition Investment Trends 2024*.

<sup>6</sup> Internationale Energieagentur (IEA), *World Energy Investment 2024*.

<sup>7</sup> World Economic Forum, *Energy Transition Positive for Climate Change*.

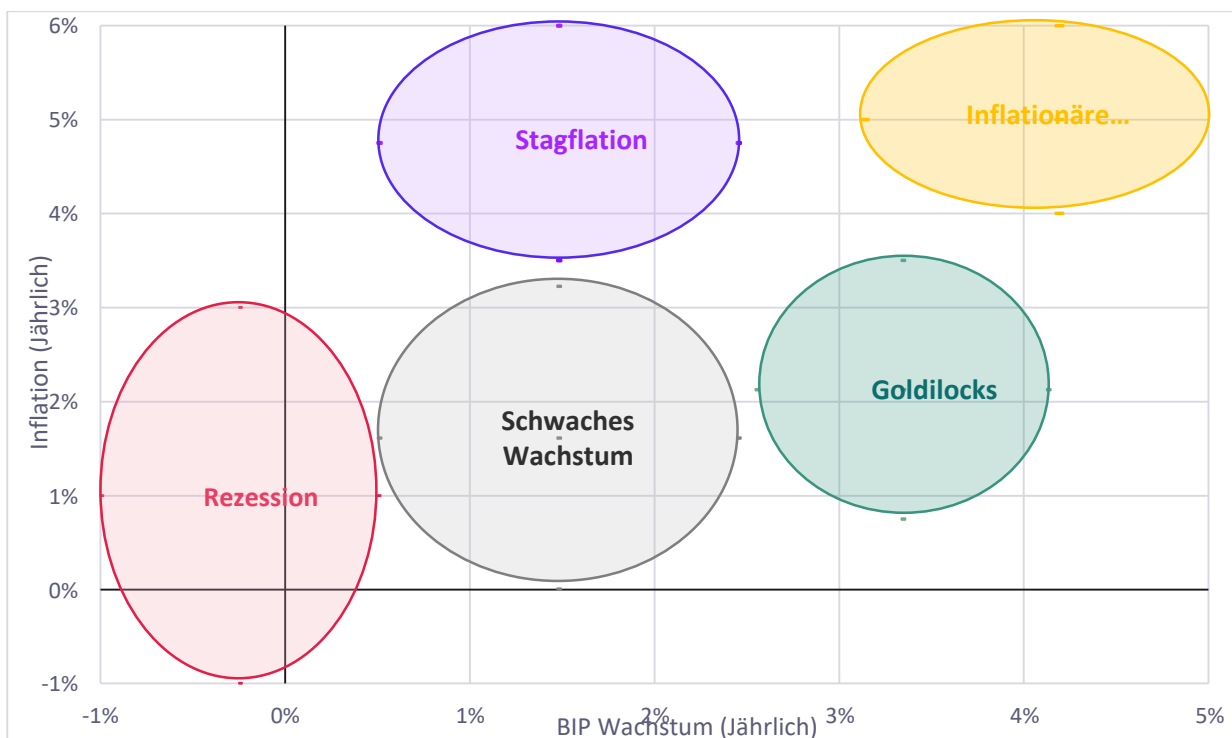
## 5. Konjunkturszenarien

Jedes Szenario zeigt eine plausible Entwicklung in den nächsten zwei Jahren, von einer schwachen Konjunktur bis zu hohem Wachstum. Dieses Jahr haben wir unsere fünf Szenarien umbenannt, damit sie die aktuelle Lage besser abbilden. Unser Basiszenario „Schwachtes Wachstum“ beschreibt den grundsätzlich guten aktuellen Ausblick mit Wachstum und nachlassender Inflation, aber auch Risiken. Wenn die Konjunktur Auftrieb erhält, vielleicht weil Trumps Politik positiv aufgenommen wird, die weltweiten Spannungen nachlassen und Konsum sowie Arbeitsmärkte stabil bleiben, könnte das „Goldilocks“-Szenario möglich werden. Wenn es schnell geschieht, vielleicht durch neue politische Reformen nach dem Superwahljahr 2024, ist auch eine „Überhitzung“ denkbar. Das ist auch dann möglich, wenn KI sehr viel verändert.

Es kann aber auch schlechter kommen. Wenn einige der in diesem Ausblick beschriebenen Risiken, die natürlich nicht vollständig sind, eintreten, könnte das Wachstum stagnieren („Schwachtes Wachstum“ in den USA und China und „Rezession“ in Europa). Auch könnten höhere Preise aufgrund der Trump’schen Zoll- und Einwanderungspolitik die Inflation steigen lassen und Geschäftsklima und Konjunktur so stark schwächen, dass eine „Stagflation“ folgt.

Alles in allem halten wir zum Jahresbeginn 2025 die Positivszenarien für wahrscheinlicher als die Negativszenarien. Das spricht für unseren optimistischen Ausblick, aber auch für Wachsamkeit. Auch in nächster Zeit wird es überraschende Wendungen geben. Deshalb ist es wichtig, die „Hände fest am Steuer“ zu haben.

### Die Anthos-Konjunkturszenarien



Die Anthos-Konjunkturszenarien sind ein strukturiertes Instrument zur Bewertung möglicher wirtschaftlicher Entwicklungen unter unterschiedlichen Rahmenbedingungen. Anhand qualitativer und quantitativer Faktoren werden gesamtwirtschaftliche Kennzahlen wie BIP-Wachstum, Inflation, Zinsen und Marktentwicklungen in meist fünf unterschiedlichen Basis-, Positiv- und Negativszenarien beurteilt. Diese Analysen sind die Basis für unsere strategische Asset-Allokation, Risikoanalysen und Anlageentscheidungen, damit unsere Portfolios zu allen Marktlagen passen und unter unterschiedlichen Rahmenbedingungen stabil sind. Durch die Kombination von internem Know-how mit externen Erkenntnissen kann Anthos damit Anlagestrategien an die langfristige Konjunktorentwicklung und Kundenziele anpassen. Die Einschätzungen beziehen sich auf die drei Regionen USA, EU und China. Die Abbildung zeigt die aggregierten Analysen für die drei Regionen.

Scenario Bandwidths (%)	Below Trend		Goldilocks		Stagflation		Recession		Inflat.Boom	
	GDP	Core Inflation	GDP	Core Inflation	GDP	Core Inflation	GDP	Core Inflation	GDP	Core Inflation
US	0,5 - 2,1	0 - 3,3	>2,3	1 - 3,5	0,5 - 2,1	>3,5	<0,5	<3	>2,3	>3,5
EU	0,5 - 1,4	0 - 3,3	>1,6	1 - 3,5	0,5 - 1,4	>3,5	<0,5	<3	>1,6	>3,5
China	0,5 - 4,5	0 - 3	>5,0	0 - 3,5	0,5 - 4,5	>3,5	<0,5	<3	>5,0	>3,5

Nur zur Illustration. Mögliche Spannen für die einzelnen Szenarien.

### „Schwachtes Wachstum“ (Wahrscheinlichkeit 35%)

Die Weltwirtschaft wächst weiter, schöpft ihr Potenzial aber nicht aus. Die Geld- und Fiskalpolitik wird vorsichtig angepasst, der Konsum hält sich in Grenzen.

- USA: Trumps wirtschaftsfreundliche Politik stärkt kurzfristig das Wachstum durch Steuersenkungen und Deregulierung. Die Fed senkt die Zinsen weiter langsam, sodass die Federal Funds Rate auf ein akzeptables Niveau fällt. Der Konsum bleibt auch wegen des guten Arbeitsmarktes stabil.
- EU: Das Wachstum stabilisiert sich, da die EZB die Zinsen in kleinen Schritten weiter senkt. Das BIP wächst zwar nur schwach, aber es legt zu. Die Inflation ist mäßig, die Unternehmen investieren verhalten.
- China: Das Wachstum ist stabil, aber nicht hoch, dank einzelner Konjunkturmaßnahmen und einer leichten Erholung des Konsums. Der Staat nimmt kleinere Infrastrukturinvestitionen vor, sodass die Wirtschaft nicht einbricht, aber das Wachstum auch kaum zunimmt.
- Währungen: Der US-Dollar bleibt stark, der Euro schwach.
- Nachhaltigkeit: Die Bereitschaft zu einer grünen Wende ist nicht überall gleich hoch. Auch wird nicht in allen Regionen gleich viel in sie investiert. Weil die USA auf kurzfristiges Wachstum setzen, könnte die grüne Wende hier an Dynamik verlieren; die EU könnte hingegen sehr viel mehr Wert auf Nachhaltigkeit legen. China dürfte selektiv vorgehen und mehr in die Infrastruktur investieren.

### „Rezession“ (Wahrscheinlichkeit 15%)

Es kommt zu einem moderaten Abschwung über zwei bis drei Quartale, weil die inflationstreibende US-Politik, die restriktive Fiskalpolitik der EU und die schwache Erholung Chinas die Wirtschaft schwächen.

- USA: Trumps Zölle und seine restriktive Einwanderungspolitik lassen die Wirtschaft stagnieren. Das Konsumklima verschlechtert sich, die Verbraucher geben weniger Geld aus. Die Unternehmen setzen Investitionen aus, sodass die USA in die Rezession fallen.
- EU: Die restriktive Fiskalpolitik und hohe Energiepreise, zusammen mit einer schwachen Nachfrage, dämpfen das Wachstum. Die mäßigen Zinssenkungen der EZB und die verhaltenen Staatsausgaben machen die EU anfällig für Außenhandelschocks und US-Zölle.
- China: Die schwache Binnennachfrage und die hohen US-Zölle dämpfen das Exportwachstum; Konjunkturprogramme sind aufgrund der hohen Schulden nur beschränkt möglich. Das Wachstum fällt, weil die Verbraucher weniger Geld ausgeben und die Immobiliennachfrage weiter fällt.
- Währungen: Der US-Dollar wertet auf, da Anleger sichere Häfen suchen, der Euro wertet ab.
- Nachhaltigkeit: Die geringere Industrieproduktion und die niedrigere Konsumnachfrage könnten die CO<sub>2</sub>-Emissionen kurzfristig dämpfen. Ein längerfristiger Abschwung kann aber bewirken, dass das Interesse an Umweltzielen langfristig verloren geht und man weniger in die für die Energiewende nötigen sauberen Energien investiert. Auch die Anpassung an den Klimawandel könnte nachlassen, da die Staatsfinanzen angespannt sind und man eine Rezession fürchtet.

### „Goldilocks“ (Wahrscheinlichkeit 20%)

Die Weltwirtschaft wächst stark, und die Inflation bleibt überall unter Kontrolle. Die Geldpolitik wird weitgehend als expansiv wahrgenommen, das Konsumklima verbessert sich.

- USA: Trumps Fiskalpolitik mit Steuersenkungen und mäßigen Zöllen sorgt für einen hohen Konsum. Das Wachstum nimmt zu, die Inflation stabilisiert sich auf einem akzeptablen Niveau. Produktivitätsgewinne durch KI-Investitionen dämpfen die Teuerung, und der moderate Lohnanstieg stärkt weiter die Nachfrage (Sonderstellung der USA).
- EU: Koordinierte EU-Konjunkturprogramme oder länderspezifische Maßnahmen stärken das Wachstum. Die EZB senkt die Zinsen. Eine Fiskalpolitik aus einem Guss stärkt das Geschäftsklima und fördert den Einsatz grüner Energie. Die Inflation stabilisiert sich, was gut für den Konsum ist.
- China: Chinas Konsumnachfrage steigt, weil eine expansivere Fiskalpolitik und die Einigung auf niedrigere Zölle der Binnenwirtschaft helfen. Das BIP wächst überraschend stark, auch wegen einer höheren Exportnachfrage.
- Währungen: Der US-Dollar ist stabil oder wertet etwas ab, der Euro könnte aufwerten.
- Nachhaltigkeit: Grüne Initiativen finden viel Unterstützung, weil Regierungen, Unternehmen und Investoren aufgrund des ausgewogenen Wachstums verstärkt in Nachhaltigkeit investieren können, ohne auf andere Projekte verzichten zu müssen.

### „Stagflation“ (Wahrscheinlichkeit 15%)

In diesem Szenario ist die Inflation hoch, und das Wachstum stagniert – durch Zölle, Arbeitskräftemangel und weltweit steigende Rohstoffpreise.

- USA: Trumps aggressive Zölle und seine restriktive Einwanderungspolitik führen zu Angebotsengpässen, sodass die Inflation unangenehm stark steigt. Die Fed muss an höheren Zinsen festhalten, was das Wachstum bremst. Höhere Zinsen dämpfen Investitionen und Konsum.
- EU: Störungen des Welthandels und hohe Energiepreise sorgen für Inflationsdruck; die EZB beendet die Zinssenkungen. Das Wachstum stagniert, auch wegen hoher Lohnforderungen und leerer Staatskassen.
- China: Zölle machen die chinesischen Exporte weniger wettbewerbsfähig, das Wachstum geht zurück. Steigende Löhne und Lieferprobleme heizen die Inflation weiter an, eine Folge steigender Kosten.
- Währungen: Der US-Dollar wertet auf, da man wegen der Inflation mit Zinserhöhungen rechnet. Der Euro wertet ab.
- Nachhaltigkeit: Grüne Initiativen verlieren wegen der hohen Inflation und des stagnierenden Wachstums an Bedeutung. Die kurzfristigen Kosten werden ernster genommen als die langfristige Nachhaltigkeit. Das kann auch zu sozialer Ungleichheit führen und damit zu mehr Instabilität im Innern. Langfristig werden Nachhaltigkeitsmaßnahmen dann noch schwerer umsetzbar.

### „Inflationäre Überhitzung“ (Wahrscheinlichkeit 15%)

In diesem Szenario sind Wachstum und Inflation hoch, weil die Weltnachfrage aufgrund plötzlich nachlassender internationaler Spannungen steigt – vielleicht eine Konsequenz des Superwahljahrs 2024.

- USA: Trumps Politik löst einen Investitionsboom aus, vor allem in KI, Technologie, Energie und Verarbeitendem Gewerbe. Die Inflation steigt aufgrund von Arbeitskräftemangel; hohe Löhne führen zu Preisdruck. Die Fed zögert mit Zinserhöhungen, sodass die Inflation kräftig steigen kann.

- EU: Die EU entscheidet sich für umfangreiche Konjunkturprogramme, die grüne Energie und Infrastruktur fördern. Das Wachstum nimmt zu, die Inflation aber auch. Die engere politische Zusammenarbeit führt zu mehr wirtschaftlicher Integration und nachhaltigem Wachstum.
- China: Chinas Wirtschaft erholt sich durch steigenden Konsum. KI und die stabile Nachfrage nach grüner Energietechnik fördern chinesische Exporte etwa von Batterien, Windkraftanlagen und Solarpanels. Durch Produktivitätsgewinne hält sich die Inflation in Grenzen, obwohl die Arbeitskosten steigen.
- Währungen: Die Wechselkurse bleiben volatil, der Dollar wertet wegen der hohen Nachfrage nach US-Anlagen auf. Alle anderen Währungen fallen dahinter zurück.
- Nachhaltigkeit: Das hohe Wachstum sorgt für mehr grüne Investitionen, aber Nachhaltigkeitsprojekte werden wegen der steigenden Inflation teurer. Das erfordert ein effizientes Ressourcenmanagement, damit das Wachstum anhält. Alles in allem gilt der Investitionsboom als umweltschädlich. Hohe Investitionen in (traditionelle) Energie, Technologie und das Verarbeitende Gewerbe könnten der Umwelt aufgrund verstärkter Ressourcennutzung kurzfristig schaden, vor allem, wenn mehr fossile Brennstoffe eingesetzt werden und die Industrie expandiert. Die steigenden Rohstoffpreise könnten neue Nachhaltigkeitsprojekte immer weiter erschweren. Zum Ausgleich könnten sich die Regierungen dann zu mehr Regulierung entscheiden.

## 6. Kapitalmarkterwartungen 2025 bis 2029

Die folgende Tabelle zeigt unsere Ertragserwartungen für unterschiedliche Assetklassen. Sie beziehen sich auf die fünf Jahre von 2025 bis 2029. Außerdem zeigen wir die kurzfristigen Erwartungen für unsere fünf Konjunkturszenarien.

Anlageklassen	Erwartete Renditen der fünf Szenarien (in Euro, währungsgesichert)					
	Anthos	Schwachere Wachstum	Rezession	Goldilocks	Stagflation	Inflationäre Überhitzung
	Erwartungen 2025-2029					
Industrieländeraktien	7,3%	7%	-10%	16%	-7%	14%
EUR Anleihen (Aggregate)	2,1%	7%	8%	-2%	-21%	-16%
EUR Staatsanleihen (10 Jahre)	2,0%	7%	9%	-3%	-24%	-18%
US Staatsanleihen (10 Jahre)	3,8%	14%	17%	-7%	-4%	-8%
EUR ABS	2,4%	4%	2%	4%	5%	5%
EUR Unternehmensanleihen (IG)	2,6%	5%	3%	1%	-11%	-7%
USD Unternehmensanleihen (IG)	5,0%	7%	6%	3%	-7%	-5%
Globale Hochzinsanleihen	5,6%	6%	-2%	2%	-7%	-3%
Schwellenländeranleihen - Lokale FX	4,4%	10%	1%	6%	-14%	3%
Absolute Return	4,0%	4%	2%	4%	5%	5%
Globale Immobilien (Core+)	4,5%	8%	3%	10%	3%	1%
Globale Infrastrukturaktien	5,5%	5%	-5%	7%	-3%	0%
Private Equity	9,5%	9%	-4%	15%	0%	14%
Private Credit	7,0%	7%	2%	8%	3%	4%
EUR Geldmarkt	1,6%	2%	1%	2%	4%	4%

Quelle: Anthos Fund & Asset Management. Die Anthos-Kapitalmarkterwartungen für 2025 bis 2029 enthalten Annahmen zur Entwicklung des USD/EUR-Wechselkurses (nach dem Kaufkraftparitätsmodell von Anthos).

## Wichtige Hinweise

Dieses Dokument ist vertraulich. Es wird ausschließlich zu Informations- und Diskussionszwecken bereitgestellt und ist in keinem Land als Angebot, Werbung oder Aufforderung zum Kauf von Finanzinstrumenten oder -dienstleistungen zu verstehen. Es wurde von der Anthos Fund & Asset Management B.V. („Anthos“) zusammengestellt und darf ohne die vorherige schriftliche Zustimmung von Anthos weder vervielfältigt noch an Dritte weitergeleitet werden.

Anthos (Handelsregisternummer 34258108) ist von der niederländischen Finanzmarktaufsicht (AFM) zugelassen. Das vorliegende Dokument richtet sich ausschließlich an (a) professionelle Anleger im Sinne des niederländischen Finanzaufsichtsgesetzes, (b) qualifizierte Anleger im Sinne von Artikel 10(3) und (3ter) des eidgenössischen Kollektivanlagengesetzes und seiner Durchführungsverordnung und (c) Personen, die nach anderen anwendbaren Gesetzen derartige Informationen erhalten dürfen.

Das vorliegende Dokument richtet sich in keinem Rechtsraum an Personen denen (aufgrund ihrer Staatsangehörigkeit, ihres Wohnsitzes oder aus anderen Gründen) keine ausländische Finanzinstrumente oder Finanzdienstleistungen angeboten werden dürfen (wie US-Bürger und -Einwohner). Außerdem gilt es dort nicht, wo die Dienstleistungen von Anthos nicht verfügbar sind.

Die in diesem Dokument zum Ausdruck gebrachten Meinungen oder Informationen sind in keinem Fall eine Aufforderung, ein Angebot oder eine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf oder zur Veräußerung von Wertpapieren, zum Abschluss anderer Geschäfte oder zur Bereitstellung von Anlageempfehlungen oder -dienstleistungen. Die in dem vorliegenden Dokument dargebotenen Informationen dürfen von Anlegern in keinem Fall als Grundlage für Anlageentscheidungen aufgefasst werden, da diese unvollständig sein oder Änderungen unterliegen können. Vor der Investition in ein Anthos-Produkt müssen die Interessenten die von Anthos bereitgestellten Rechtshinweise sorgfältig lesen. Falls dieses Dokument Informationen über Unterfonds von Anthos Fund II RAIF-SICAV S.A. enthält, nehmen Sie bitte vor Ihrer endgültigen Investitionsentscheidung unbedingt das spezifische Private Placement Memorandum von Anthos Fund II RAIF-SICAV S.A. zur Kenntnis.

Obwohl Anthos stets genaue, vollständige und aktuelle Informationen aus für zuverlässig gehaltenen Informationsquellen bereitstellen möchte, wird keinerlei ausdrückliche oder stillschweigende Garantie oder Zusicherung für die Genauigkeit oder Vollständigkeit dieser Informationen übernommen.

Der Wert von Investitionen kann Schwankungen unterliegen. Die Vergangenheitsperformance ist keine Prognose für die Zukunft. Bei den dargestellten Szenarien handelt es sich nicht um exakte Angaben, sondern um Schätzung der künftigen Performance auf Basis von Vergangenheitsdaten. Sie treffen Aussagen über die Wertentwicklung von Anlagen, die auf den aktuellen Marktbedingungen beruhen und sind daher nicht genau. Ihre Ergebnisse sind davon abhängig, wie sich der Markt entwickelt und wie lange Sie die Investition/das Produkt halten.