

Goldilocks vs Trump 2.0

Was auf die Finanzmärkte jetzt zukommt

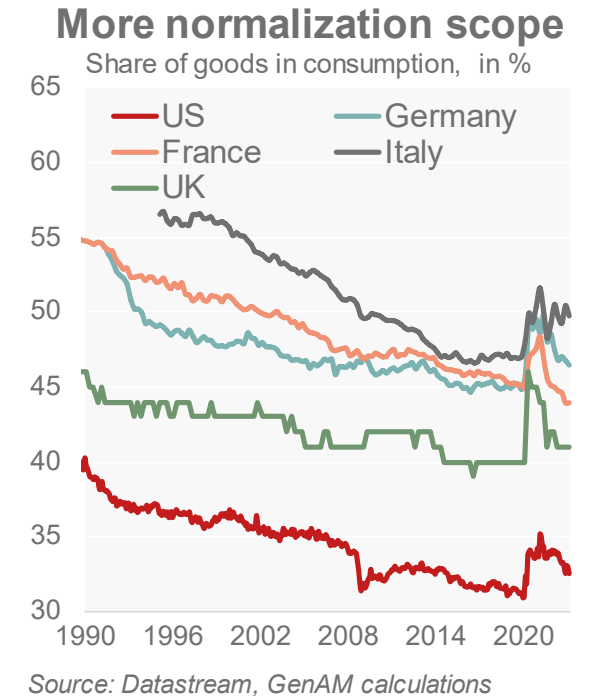
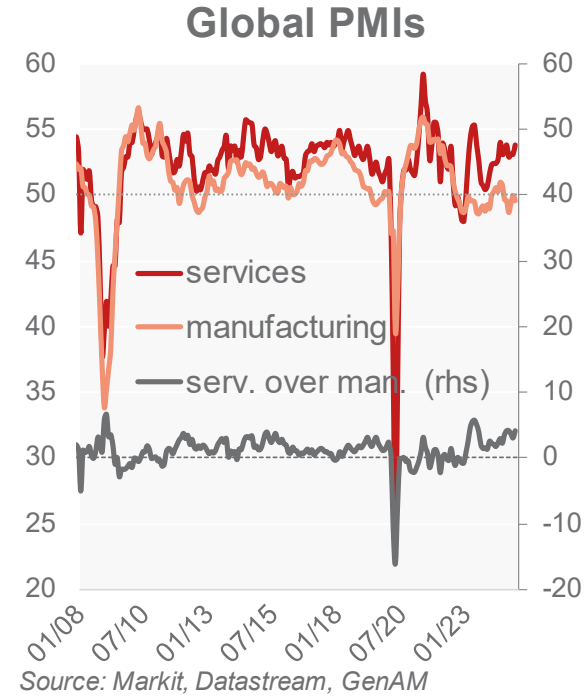
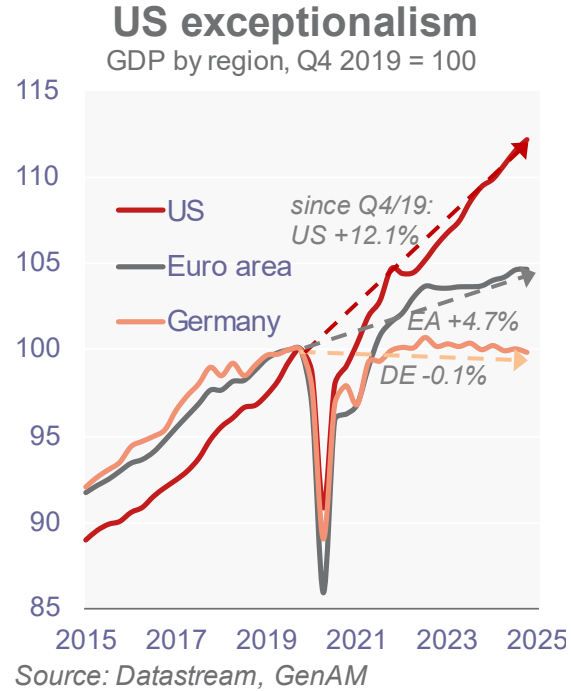
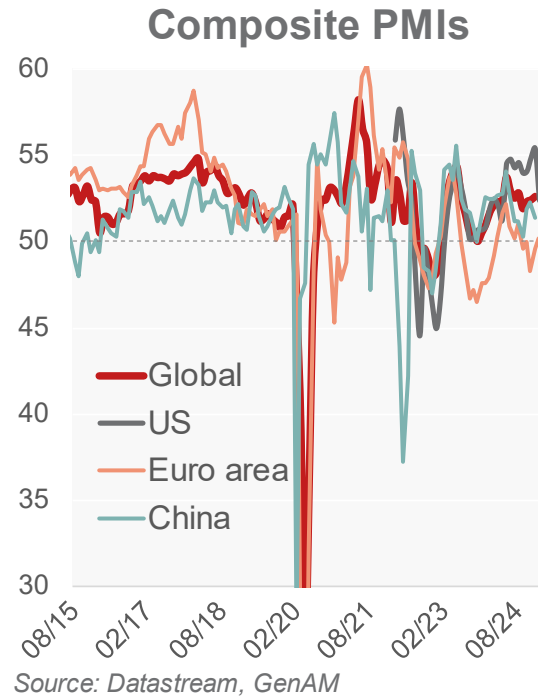
Dr. Thomas Hempell, CFA – Leiter Macro & Market Research

Webinar Die Fondsplattform

5. Februar 2025

Weltwirtschaft: Resilient – aber mit Divergenzen

Starke USA vs. lahmendes Europa und China; Dienstleistungen vs. Industrie



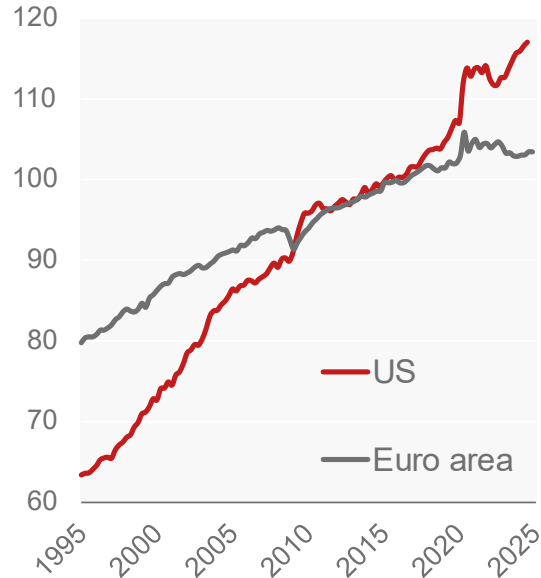
- **Globales Wachstum weiterhin intakt**, wenngleich mit moderater Dynamik und beachtlichen Divergenzen:
 - **US-Resilienz** vs. schwaches **Europa** und China.
 - Starke **Dienstleistungen** vs. schwache **Industrie**: Post-Covid Normalisierung + Zinsstraffungen.
- **Trump-Pläne + pol. Unsicherheiten** Europa werden die Divergenzen verlängern

Europas Wettbewerbsproblem

Eine breite Mischung an Nachteilen

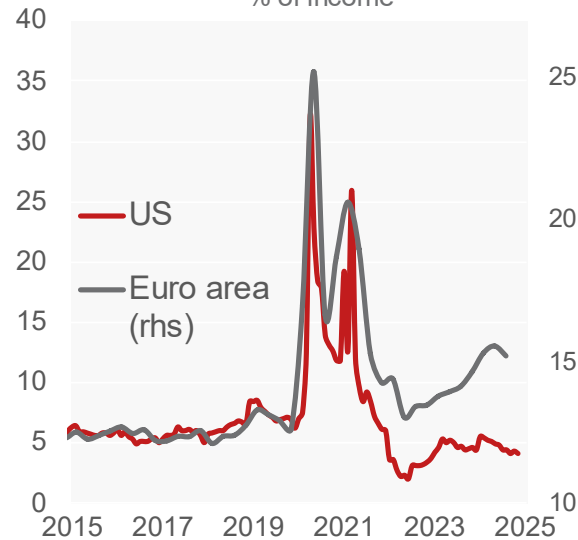
Widening productivity gap

Output per hour, end -2015 = 100



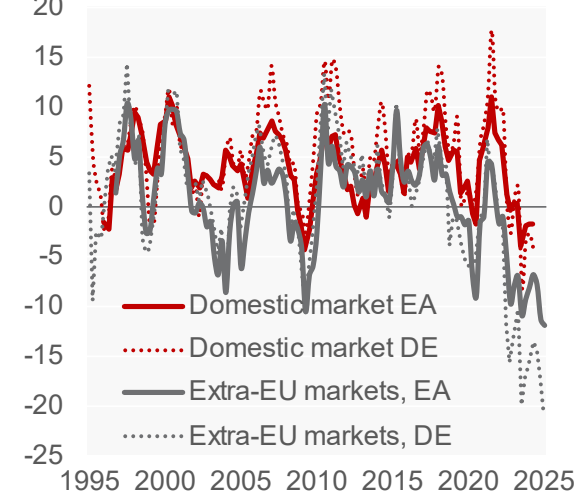
Uneven savings rates

% of income

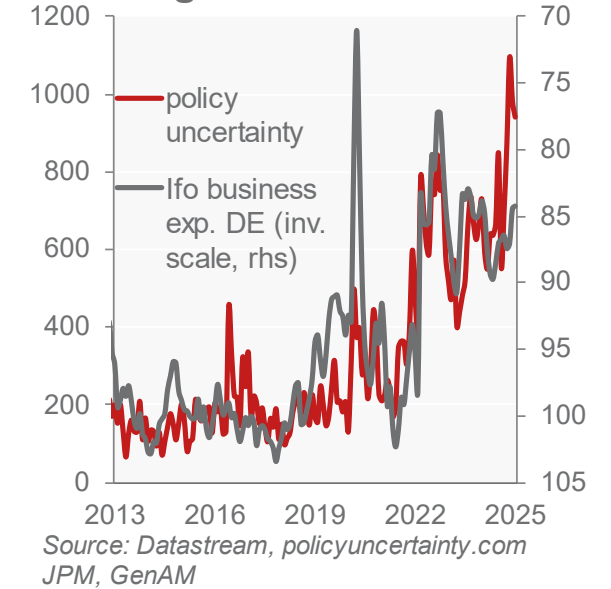


Eroding EU competitiveness

EC survey: comp. position; % balance +/- of ind. firms



Germany: uncertainty weighs on sentiment

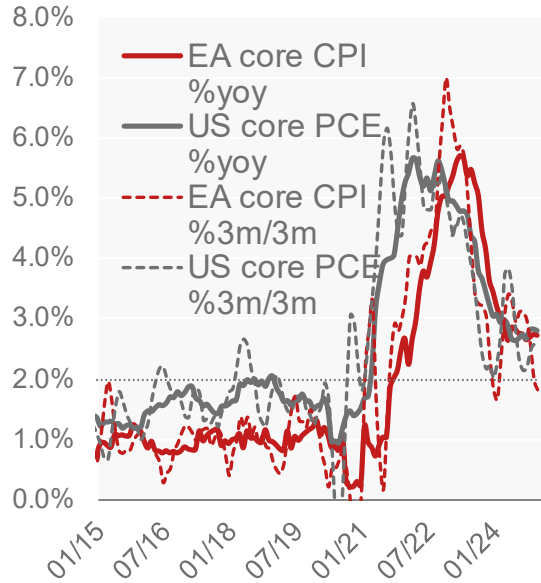


- Pandemie, Ukraine-Krieg und Trumps Sieg haben **Europas strukturelle Nachteile** abrupt offengelegt
 - **Geringes Produktivitätswachstum** (schleppender Binnenmarkt für Dienstl. / Bankenunion, hohe Regulierung, geringe Innovation)
 - **Schwaches Unternehmens- und Verbrauchervertrauen** → hohe Sparquoten, geringe Investitionen
 - **Wachsende Wettbewerbsnachteile** (Energiepreise, Regulierung)
 - **Zunehmende politische Unsicherheiten** (insbes. DE, FR)

Inflationsziele in Sicht

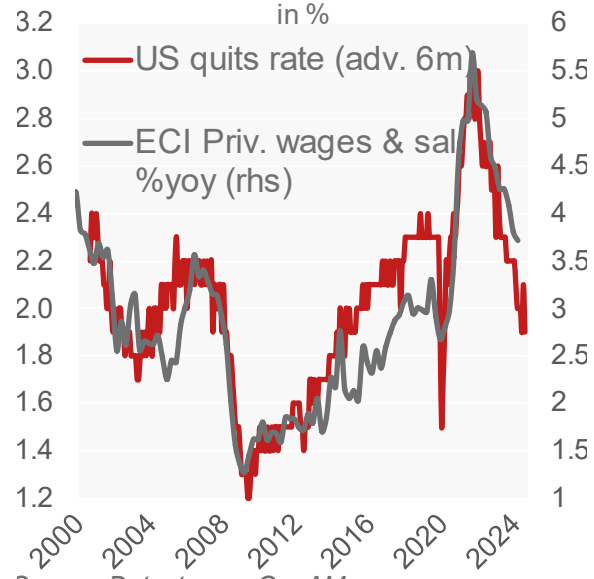
Unterschiedliche Risiken aus Trump-Zöllen

Core inflation: a bumpy landing



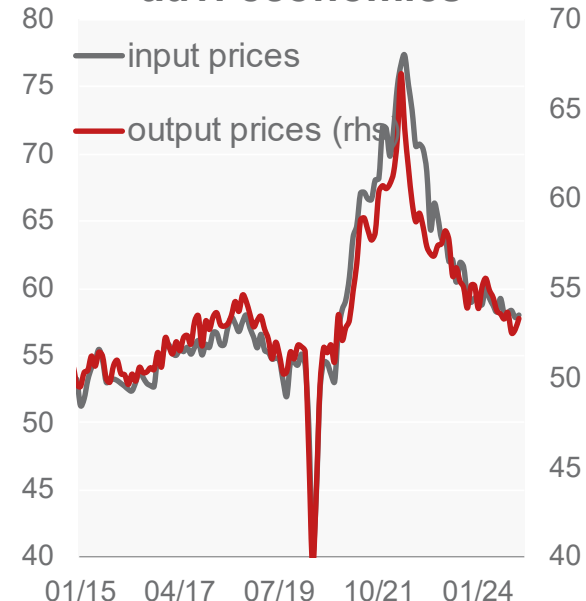
Source: Datastream, GenAM

US quits rate points to slowing wage growth



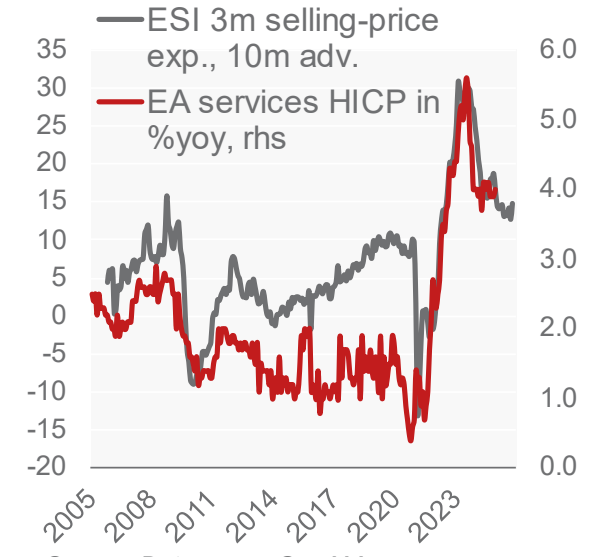
Source: Datastream, GenAM

Service PMIs: prices in adv. economies



Source: Datastream, GenAM

Euro area: services inflation to cool down



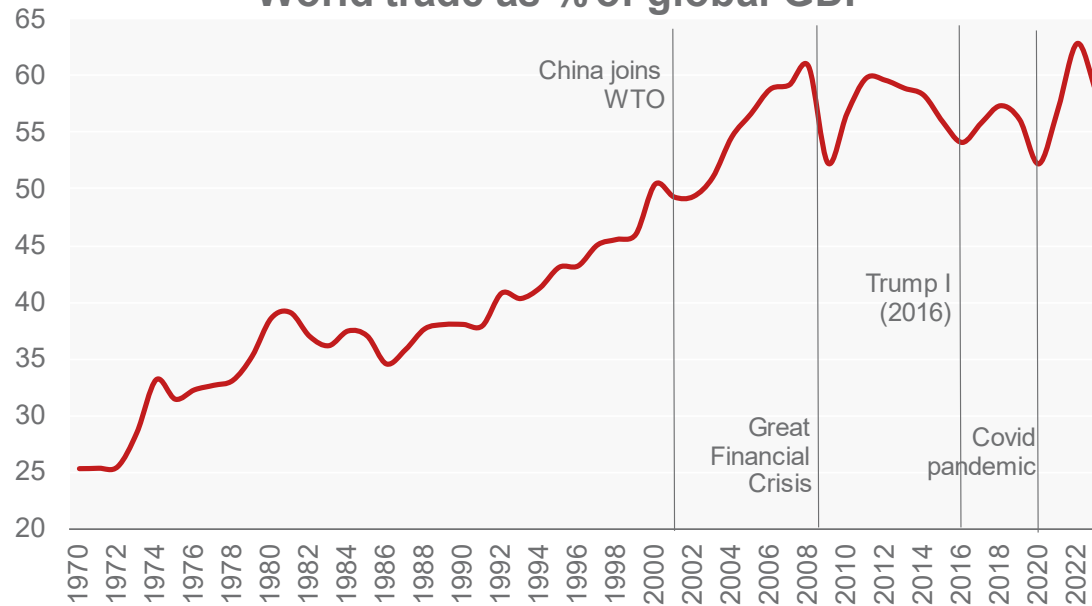
Source: Datastream, GenAM

- **Die Disinflation schreitet weiter voran.** Das Wirtschaftswachstum bleibt global moderat.
- Die Arbeitsmärkte kühlen sich ab, was am Ende auch die Inflation bei Dienstleistungen beruhigen wird.
- **Die Risiken sind regional jedoch unterschiedlich:**
 - **US: Aufwärtsrisiken** aus soliden Wirtschaftszahlen + Risiken aus Trump-Agenda.
 - **Euro-Zone: ausgeglichen** (hartnäckige DL-Inflation + Lohnstückkosten vs. zyklische Risiken, insbes. aus Handelskrieg)

Trump 2.0 – tiefe Spuren absehbar

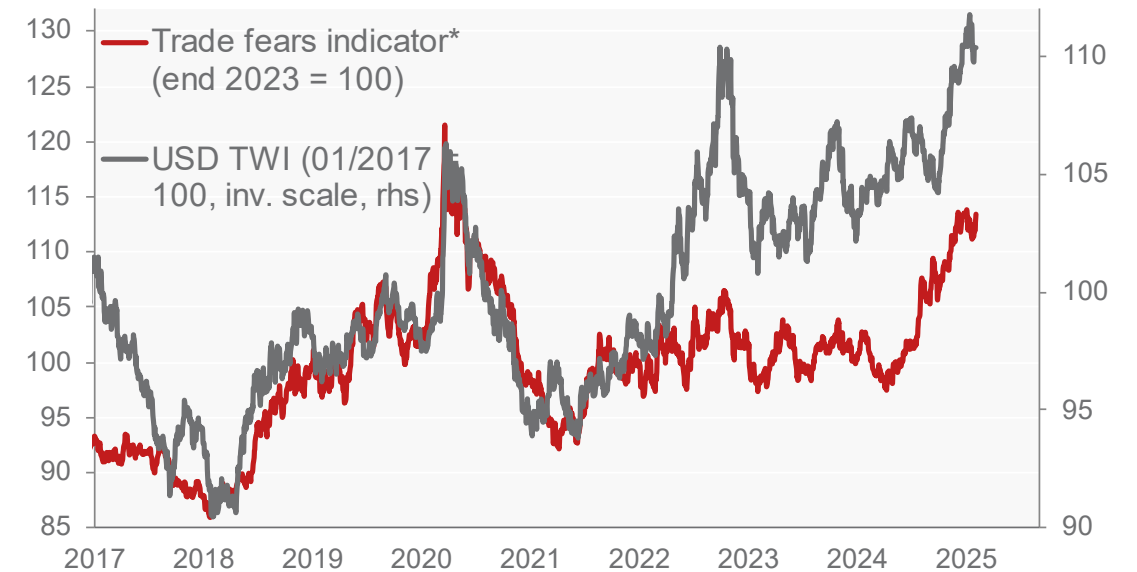
Die neue Amtszeit dürfte deutlich disruptiver werden als 2016-20

World trade as % of global GDP



Source: World Bank, GenAM

Trade war concerns and USD



Source: Datastream, GenAM; *equally weighted Stoxx600 vs auto sector, Fathom US China Exposure Index (inv.), JPY/KRW and USD/AUD, end 2017 = 100

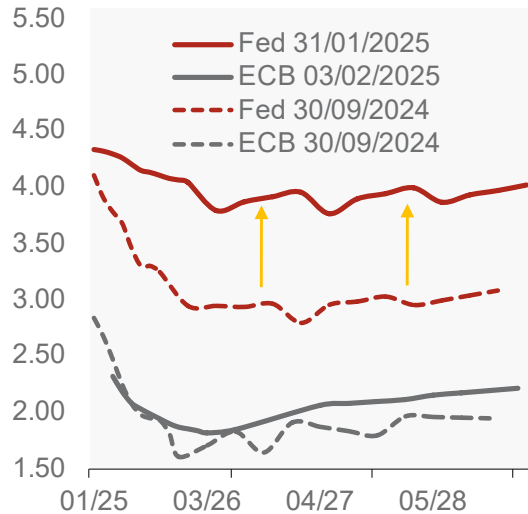
- Trump 2.0 wird **deutlich tiefere Spuren hinterlassen** als 2016-20: Mehrheit im Kongress; bestens vorbereitet; linientreues Personal.
- **Zentral:** Protektionismus/Zölle, Deregulierung, Steuersenkung, Migrationsbeschränkung. Kurzfristig moderate Auswirkungen, mittelfristig jedoch starke:
 - **divergierende Inflations- und Zinsrisiken** (USA aufwärts, Euro-Zone abwärts)
 - **kurzfristig: Konfidenz-Schub in USA vs. Unsicherheiten Euro-Zone, China**
 - **Mittelfristig: Verlierer überall**, aber Deutschland, China besonders betroffen

Zentralbanken auf Senkungspfad

Weitere Zinssenkungen, aber die Fed muss Vorsicht walten lassen

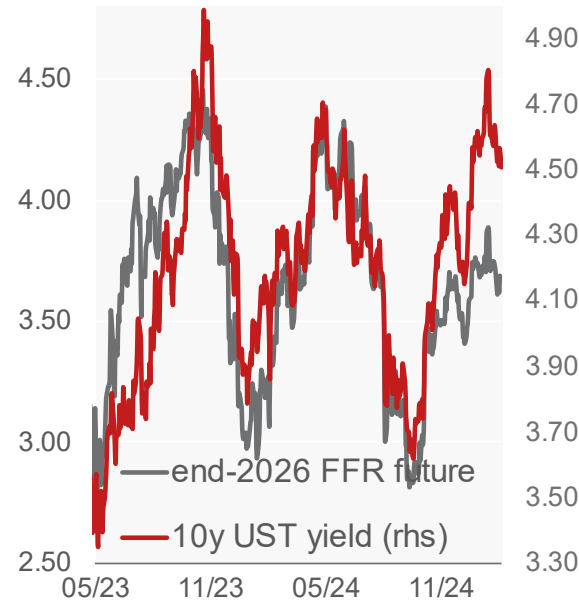
Key rate expectations: divergent repricing

implied by OIS, in %



Source: Refinitiv, GenAM calculations

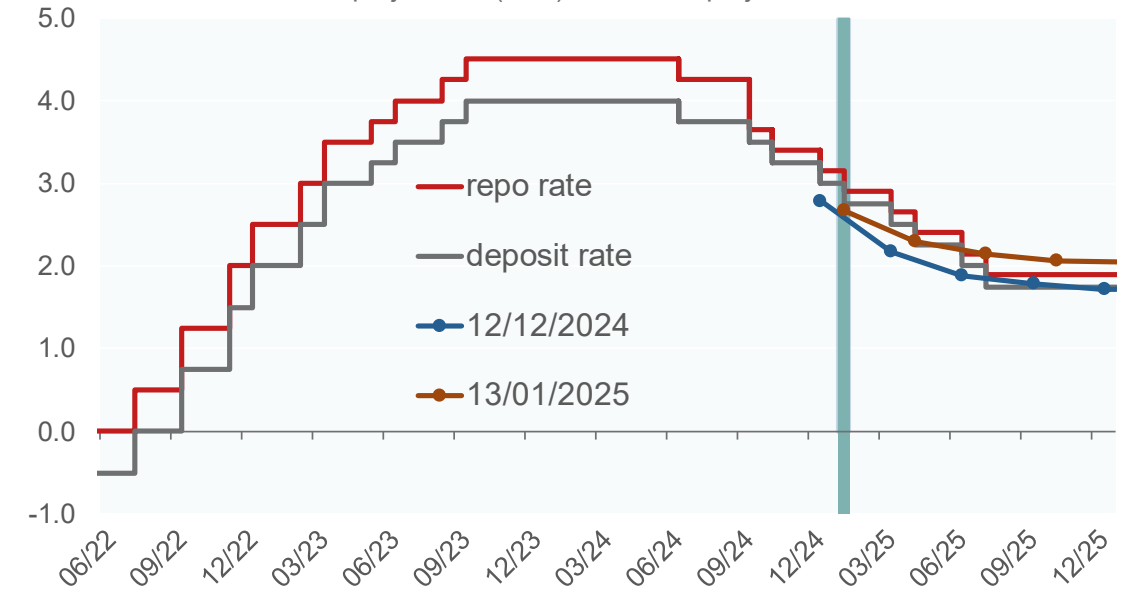
US rates exp. and yields



Source: Datastream, GenAM

ECB key rate expectations

market projections (dots) vs GenAM projections, %



Source: Datastream, ECB, GenAM calculations

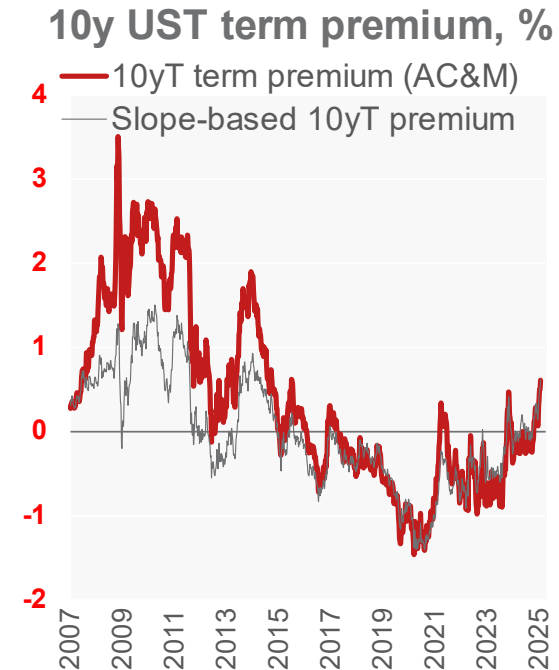
- Nachlassender Preisdruck wird **weitere Zinssenkungen** ermöglichen.
- **USA:** Ökonomische Resilienz + Trump Agenda
→ **moderaterer Pfad der Fed** („Landung“ vermutlich bei ~3.75-4%), d.h. 50bp Senkungen 2025; **Risiko** in Richtung **weniger Senkungen**
- **Euro-Zone:** Inflation im DL-Sektor noch immer ein Problem, aber verschlechterte zyklische Bedingungen, fiskalische Konsolidierung + Handelsunsicherheiten
→ weitere **EZB-Zinssenkungen** bis auf 1.75% (Einlage-Zins), d.h. insges. 125bp in 2025, **Risiken ausgeglichen**

Zinsen: transatlantische Lücke

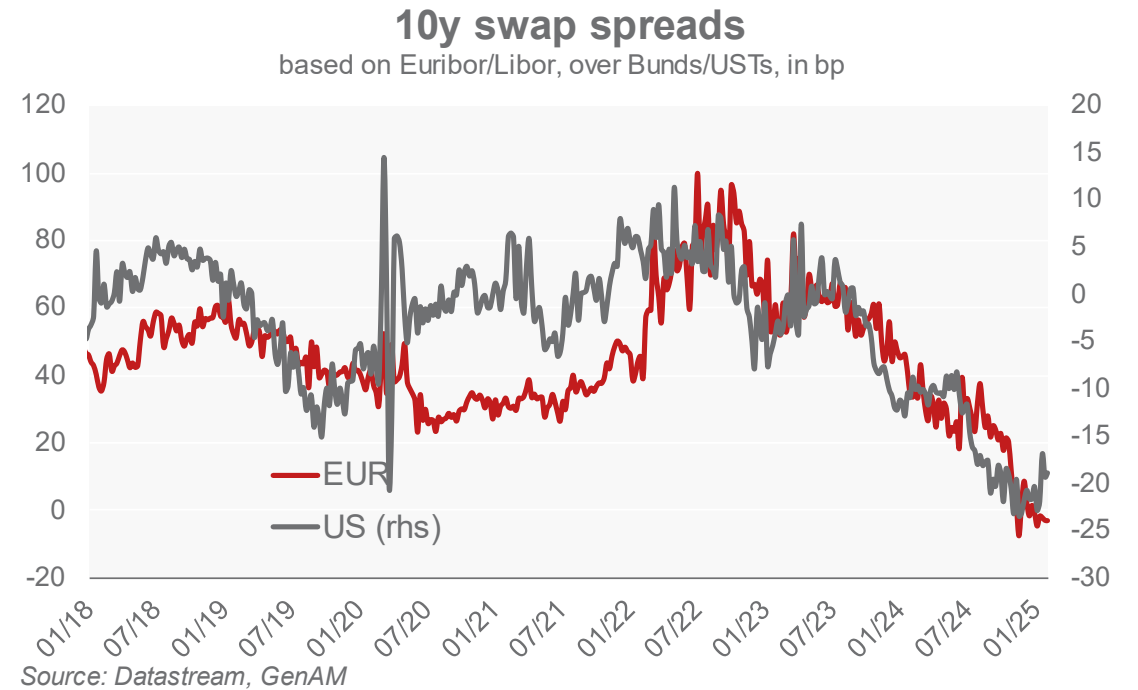
Renditen für Bunds nahe, für US-Staatsanleihen etwas über langfristigem Gleichgewicht



Source: Bloomberg, GenAM



Source: Adrian Crump & Moench, BBG, GenAM

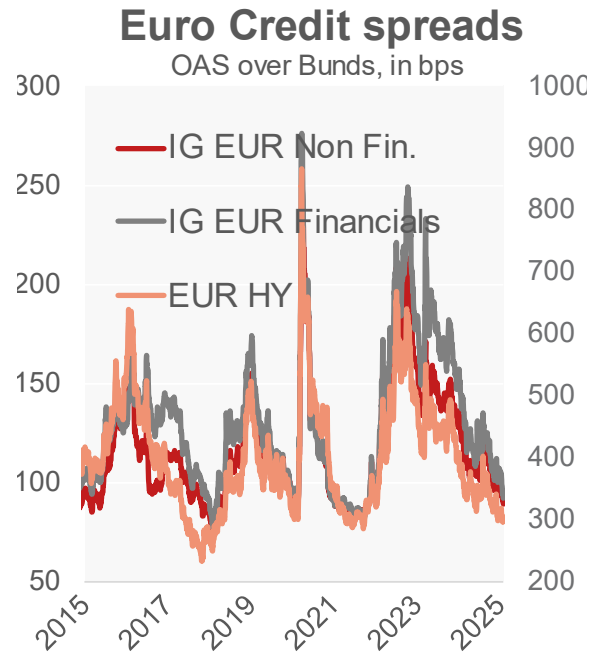


Source: Datastream, GenAM

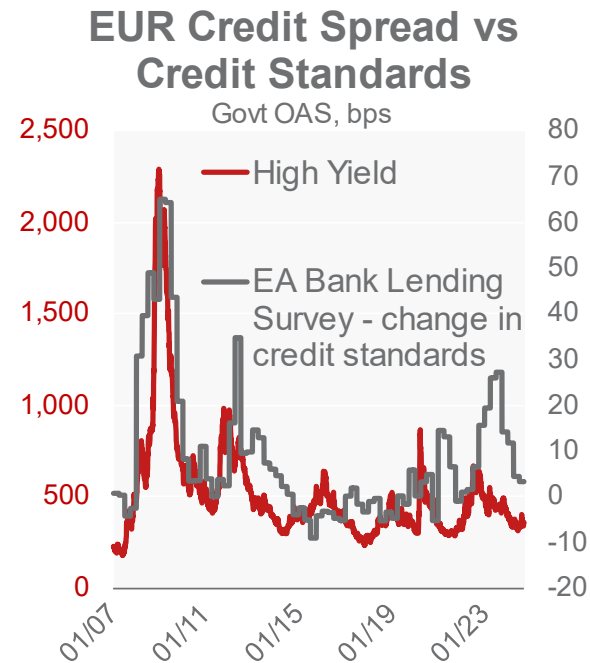
- **Trump erhöht kurzfristig die Aufwärtsrisiken** für globale Renditen inflationären Politikansätzen.
- Auch **fiskalische Sorgen** und **Abbau der Zentralbankbilanzen** bringen herausfordernde Marktbedingungen: Wird die Nachfrage nach Staatsanleihen mithalten? (Asset swap spreads teilweise schon jetzt negativ!)
- **Unter dem Strich aber leicht niedrigere Zinsen in 2025/26:** nachlassende Inflation, sinkende Leitzinsen, kühlere US Konjunktur.

Unternehmensanleihen: attraktiv trotz niedriger Prämien

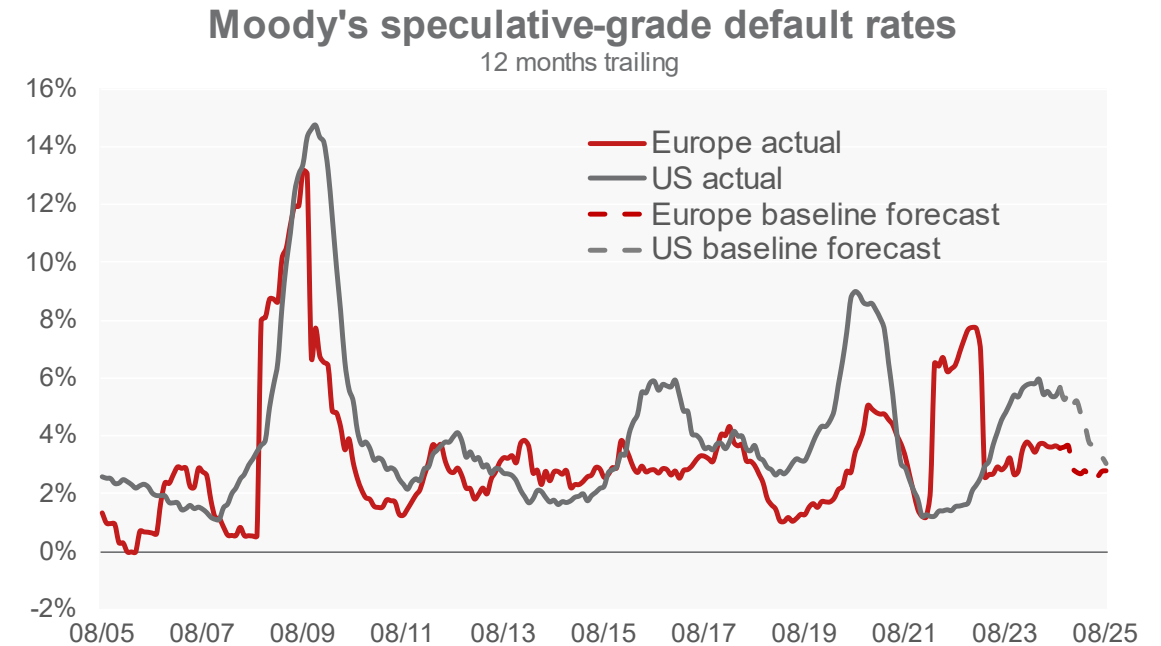
Vorteile vor allem aus höherem laufenden Einkommen



Source: Datastream, GenAM



Source: Bloomberg, BofAML indices, GenAM



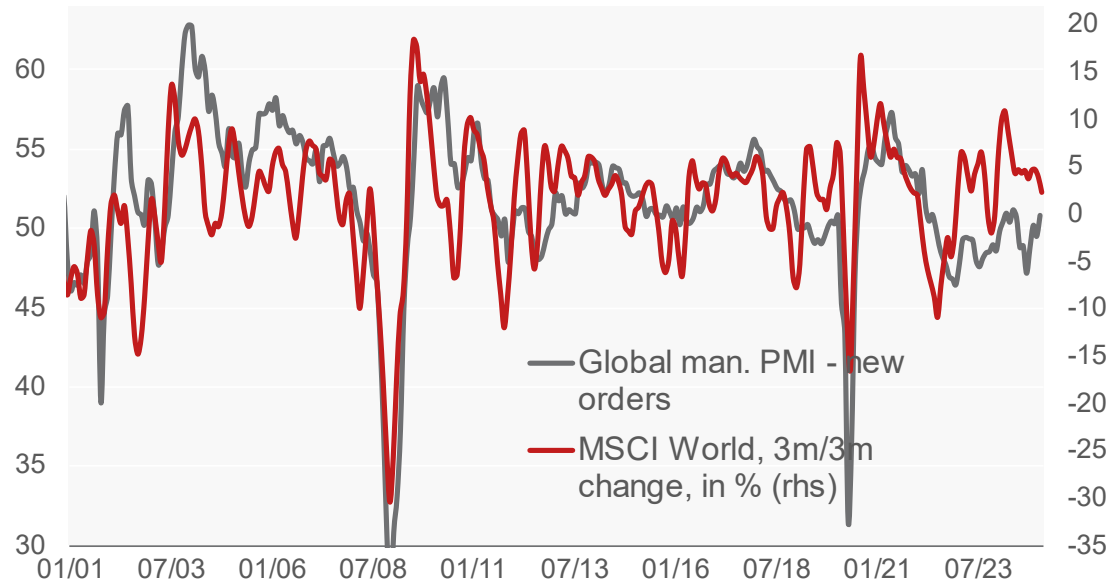
Source: Moody's, GenAM

- Spreads auf Unternehmensanleihen haben sich deutlich eingeeignet.
- Teilweise jedoch ist dies auch auf **geringere Attraktivität von Staatsanleihen** zurückzuführen (asset swap spread ist auch gesunken).
- **Unternehmensanleihen bleibt attraktiv, vor allem wg. laufendem Einkommen:**
 - **Ausfallraten moderat** (und sinkend), Rezession nicht in Sicht
 - **Zinslast nachlassend**
 - Unternehmen insgesamt mit **soliden Bilanzen**

Aktien: nicht günstig, aber noch mit Potenzial

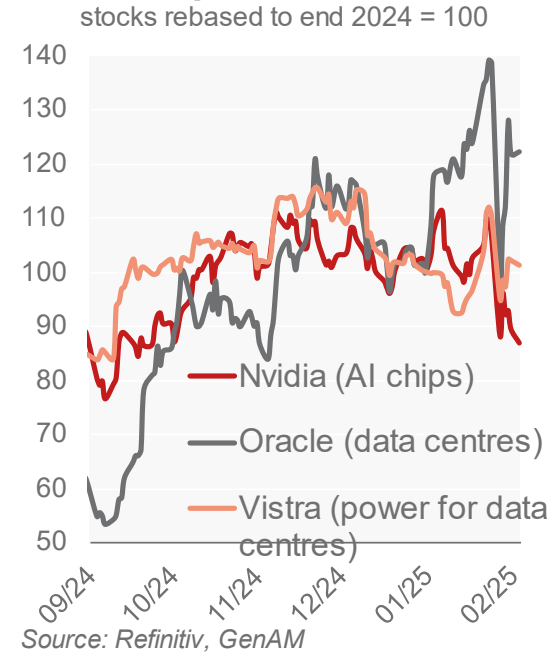
„Goldilocks“ ein freundliches Marktumfeld, aber höhere Volatilität aus politischer Unsicherheit

Global economy and equities



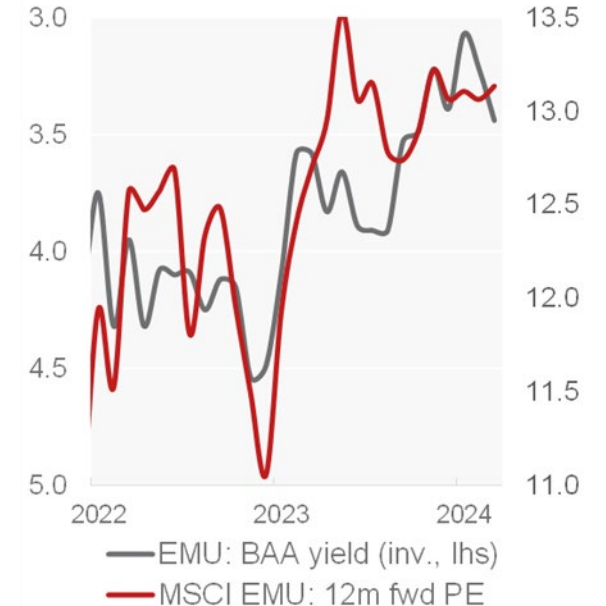
Source: Datastream, GenAM calculations

DeepSeek tremor



Source: Refinitiv, GenAM

MSCI EMU: BAA yield and PE

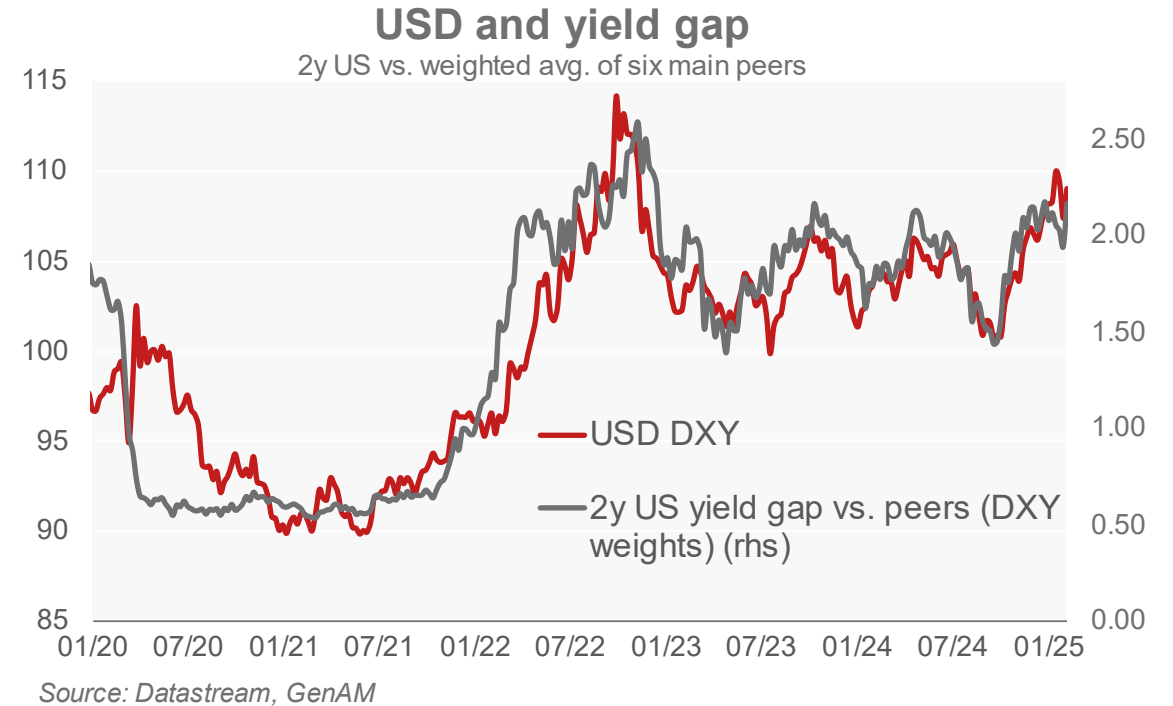
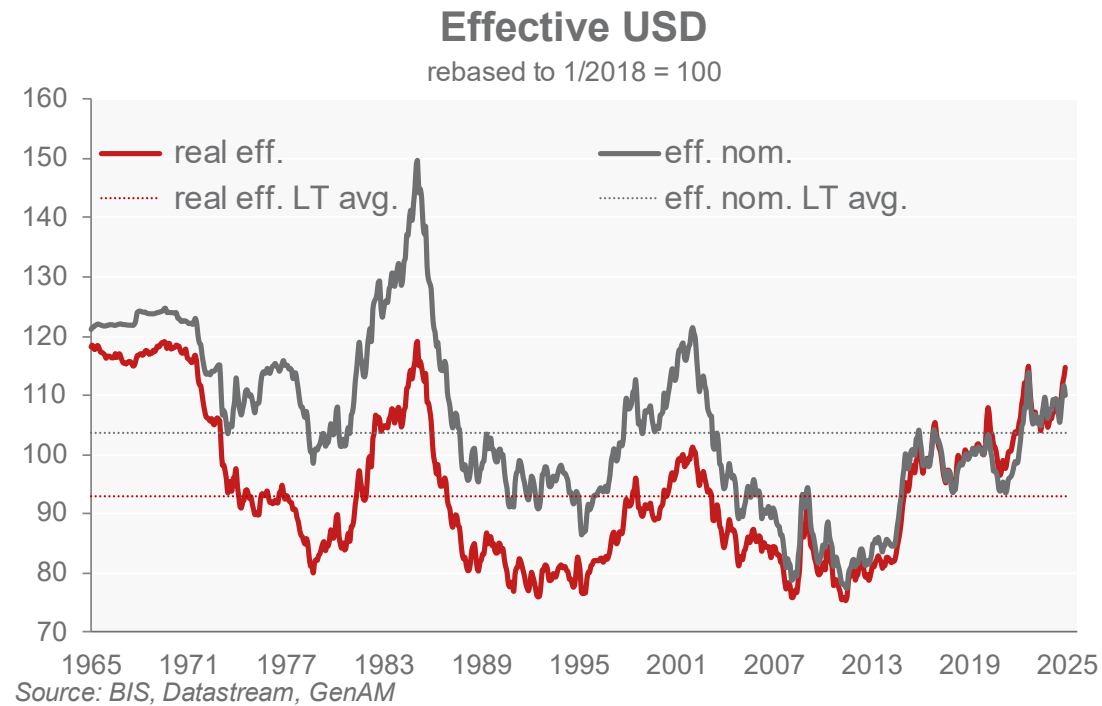


Source: Datastream, GenAM

- **Goldilocks** (moderates Wachstum, rückläufige Inflation, Zinssenkungen) bieten ein **günstiges Makroumfeld für Aktien**.
- Gutes **US Wachstum und Steuersenkungen** bieten selbst in den US-Märkten noch Aufwärtspotenzial.
- Hohe Bewertungen, starke Indexkonzentration (Tech-Titel) und pol. Unsicherheit wird für **volatilere Kurse** sorgen.
- Im **Euro-Raum** sind die **Bewertungen deutlich moderater**. Der Wachstumsausblick ist verhalten, aber – ebenso wie das Zinsniveau – weiterhin günstig für moderate weitere Kursgewinne.

US-Dollar ist teuer - aber mit anhaltender Unterstützung

Trumps Politik-Agenda im Widerspruch zu propagierter Dollar-Abwertung



■ USD ist teuer, kann von Trumps Plänen aber weiter moderat profitieren:

- **Zölle, Wachstumspolitik** und rückläufige **Immigration** sind inflationär → die **Fed muss vorsichtiger lockern**
- **Steuernachlässe** und **politischer Druck** auf ausländische Produzenten werden **Direktinvestitionen** anziehen
- **US-Zölle verteuern Importe** und erzeugen Aufwertungsdruck für den USD
- **Geopolitische Unsicherheiten** stärken die USD-Nachfrage (sicherer Hafen)

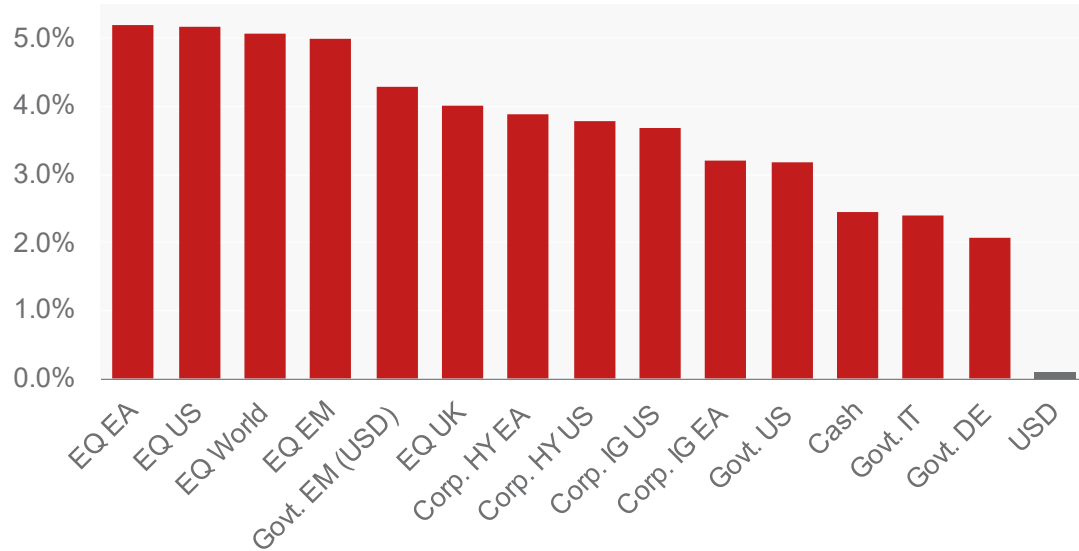
■ Trump wird die Fed attackieren, aber kaum erfolgreich die formale Unabhängigkeit der Fed antasten können.

Langfristiger Return-Ausblick: Aktien vorn, aber...

... Credit attraktiver im Risk/Return-Profil

Total Return Projections

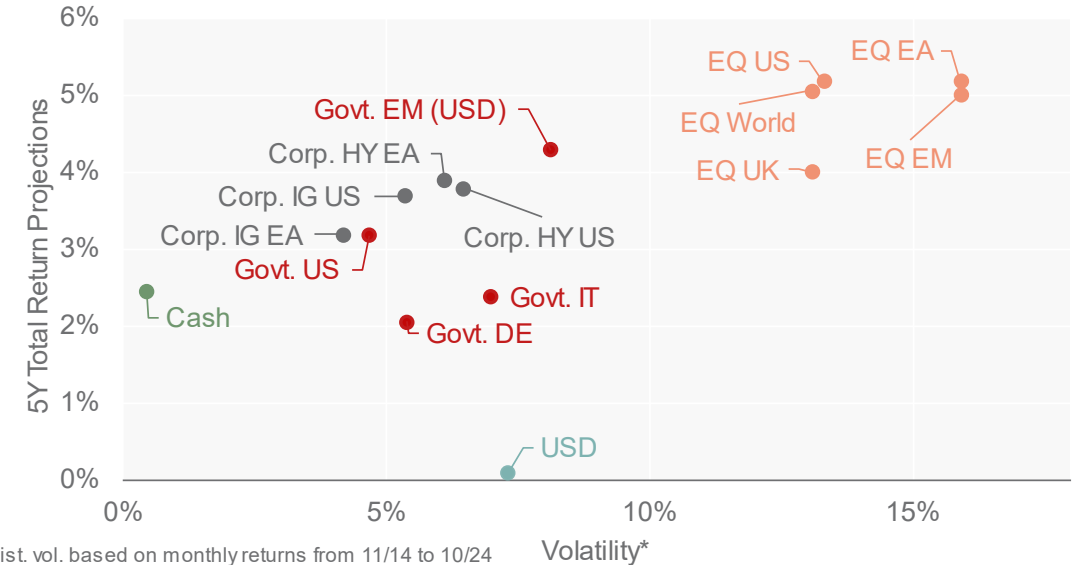
5Y annualized, in EUR, FX hedged



Source: Datastream, GenAM

Risk-Return Characteristics

in EUR, FX hedged, annualized



*hist. vol. based on monthly returns from 11/14 to 10/24

Source: Datastream, GenAM

- Eine **schwierigere Ausgangslage**: Wir senken die erwarteten 5-Jahres-Renditen ggü. 2023 – insbesondere bei Euro Fixed Income (FI).
- **Internationale Diversifikation zahlt sich aus**. US-FI bietet einen höheren Carry und ein größeres Kapitalgewinnpotenzial. Allerdings: Risiken aus Trump-Inflation.
- **Auslandsanleihen der Schwellenländer sind interessant** dank eines robusten Ausblicks für die Schwellenländer und fallender US-Zinsen
- **Unternehmensanleihen sind nach wie vor attraktiv**. Enge Spreads, aber niedrige Ausfallraten und solide Unternehmensbilanzen.
- **Aktien führen das Ranking** mit erwarteten Renditen im mittleren einstelligen Bereich an – allerdings bei deutlich höherer Volatilität als Anleihen.

Unterm Strich:

- Resiliente **Weltwirtschaft** + nachlassende **Inflation** + **Zinssenkungen** = **moderater Rückenwind für Risikotitel**
- **Trump-Sieg** (Deregulierung, Zölle) wird **Divergenzen** weiter befeuern: **US** vs. Euro-Zone/China, **Dienstleistungen** vs. Industriegüter
- **Unternehmensanleihen attraktiv**, trotz niedriger Risikoaufschläge, auch auf mittlere Sicht
- Kürzlicher Anstieg **10y US-Renditen über 4.5%** bietet **interessante Einstiegsmöglichkeiten**
- **USD** ist der lachende Gewinner aus Zöllen und Unsicherheiten

Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit!

Dieses Dokument basiert auf Informationen und Meinungen, die Generali Asset Management S.p.A. Società di gestione del risparmio aus Quellen innerhalb und außerhalb der Generali Group erhalten hat. Obwohl diese Informationen für die hier verwendeten Zwecke als zuverlässig erachtet werden, wird keine ausdrückliche oder stillschweigende Zusicherung oder Gewährleistung dafür übernommen, dass diese Informationen oder Meinungen richtig oder vollständig sind. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen, Meinungen, Schätzungen und Prognosen beziehen sich auf das Datum dieser Veröffentlichung und stellen lediglich die Einschätzung von Generali Asset Management S.p.A. Società di gestione del risparmio dar und können ohne Vorankündigung geändert werden. Sie sind nicht als ausdrückliche oder stillschweigende Empfehlung einer Anlagestrategie oder als Anlageberatung zu betrachten. Vor der Zeichnung eines Angebots für Investmentdienstleistungen erhält jeder potenzielle Kunde alle Dokumente, die in den jeweils geltenden Vorschriften vorgesehen sind und die der Kunde sorgfältig lesen muss, bevor er eine Anlageentscheidung trifft. Generali Asset Management S.p.A. Società di gestione del risparmio hat möglicherweise Anlageentscheidungen für die von ihr verwalteten Portfolios getroffen, die den hier geäußerten Ansichten widersprechen, und wird dies möglicherweise auch in Zukunft tun. Generali Asset Management S.p. A. Società di gestione del risparmio lehnt jegliche Verantwortung für Fehler oder Auslassungen ab und haftet nicht für mögliche Schäden oder Verluste im Zusammenhang mit der unsachgemäßen Verwendung der hier bereitgestellten Informationen. Es wird empfohlen, die auf unserer Website www.generali-am.com verfügbare Verordnung einzusehen. Generali Asset Management S.p. A. Società di gestione del risparmio ist Teil der Generali Group, die 1831 in Triest als Assicurazioni Generali Austro Italiche gegründet wurde.