

ampega.

Talanx Investment Group

Köln, im Januar 2025

Jahresausblick 2025 „Different Speeds“

Dr. Lucas Kramer

Macro Strategy & Tactical Asset Allocation



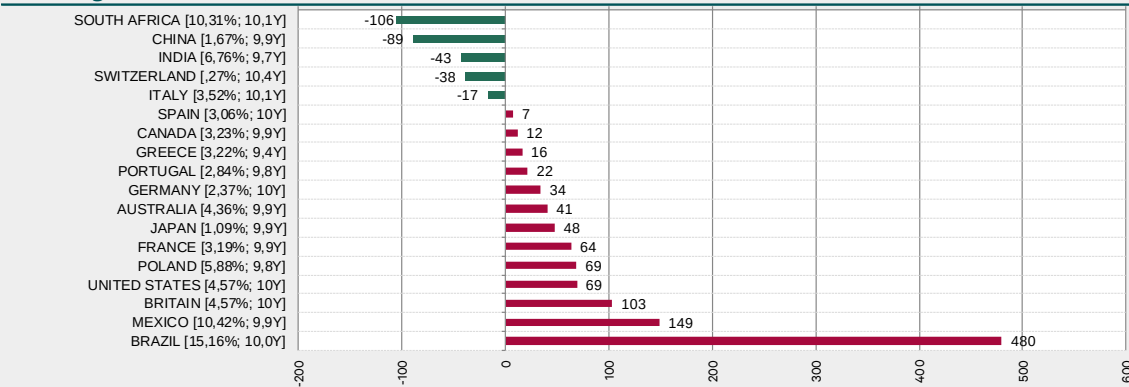
X-Asset | Rückblick 2024

Fed, EZB, Inflation, Mag7, Rezession, US-Wahl, Japan, (Geo-)Politik u.v.m.

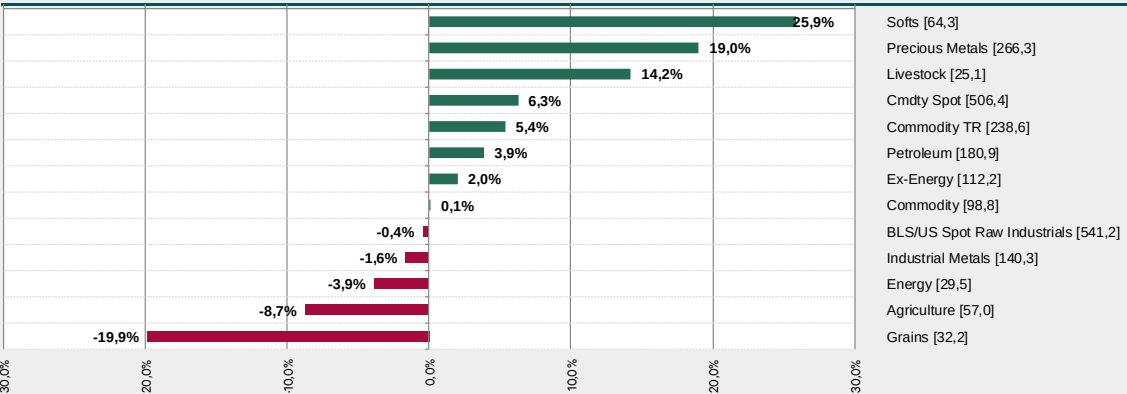
Macro Strategy & TAA X-Asset Overview

(Tuesday, 31.12.2024 versus Sunday, 31.12.2023)

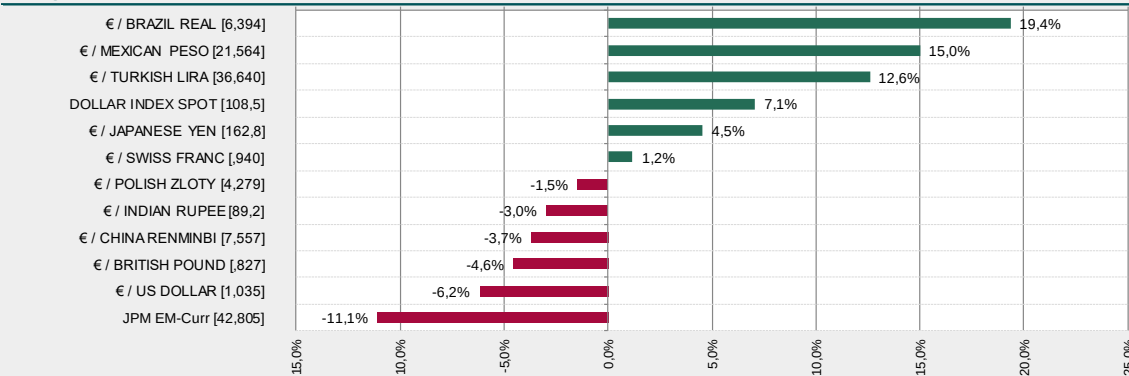
Sovereign Bond Yields, 10Y (bp)



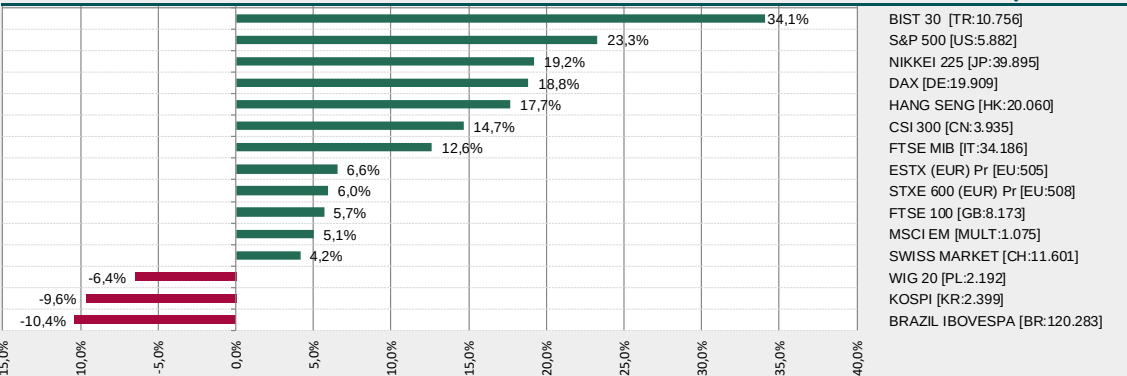
Commodities (%)



FX (green: €-appreciation / red: €-depreciation)



Equities (%)

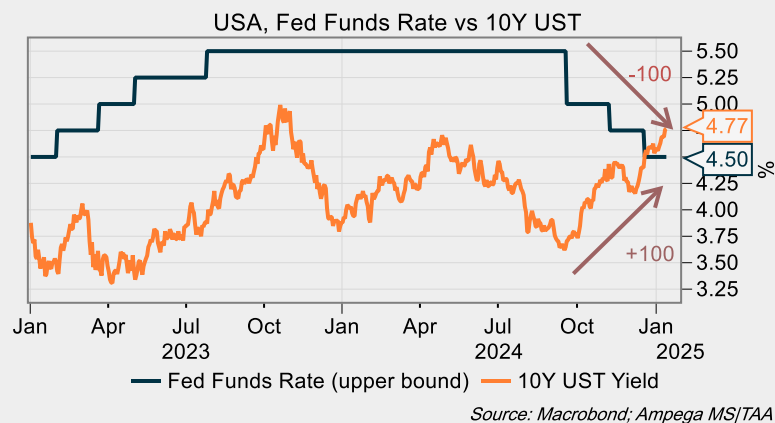


Source: TAA (31.12.2024 vs. 31.12.2023) Data as of 13.01.25 at 11:02

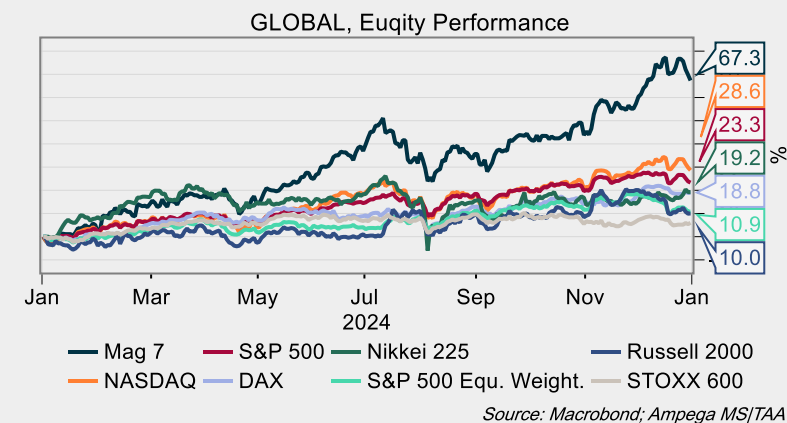
X-Asset

Die ultimative Chart (of the Year) Show – Die Hits des Jahres 2024

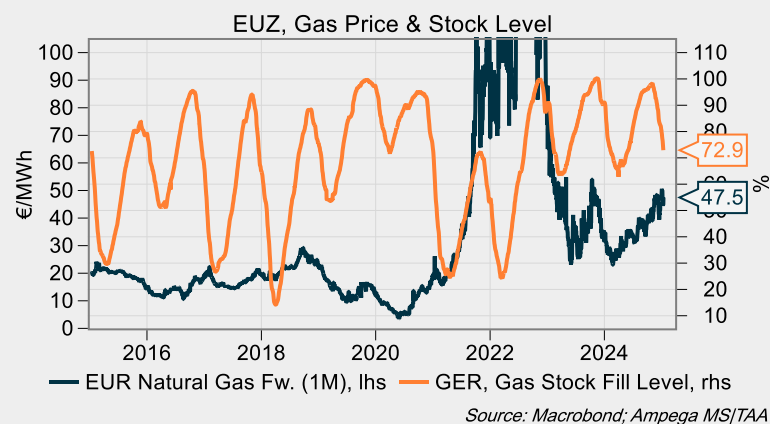
Zinsen:
Diametrale
Entwicklung
bei 10Y UST
vs. Fed Funds
Rate seit
„Jumbo-Cut“
im September



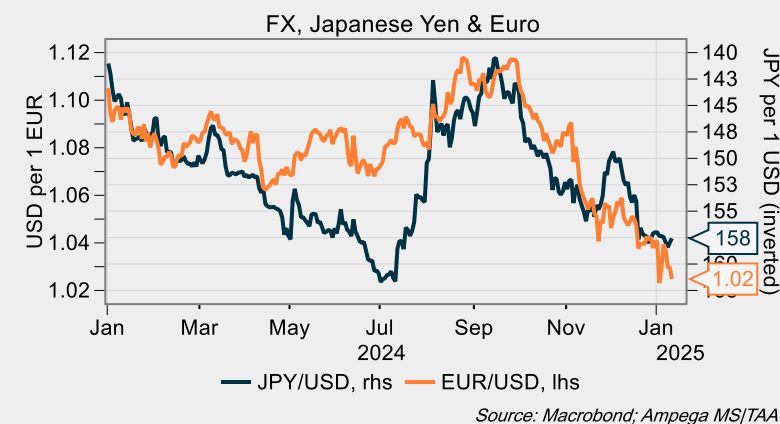
Aktien:
Erneut ein
gutes Jahr



Rohstoffe:
Angebotssor-
gen & niedrige
Speicherstän-
de treiben
Gaspreise



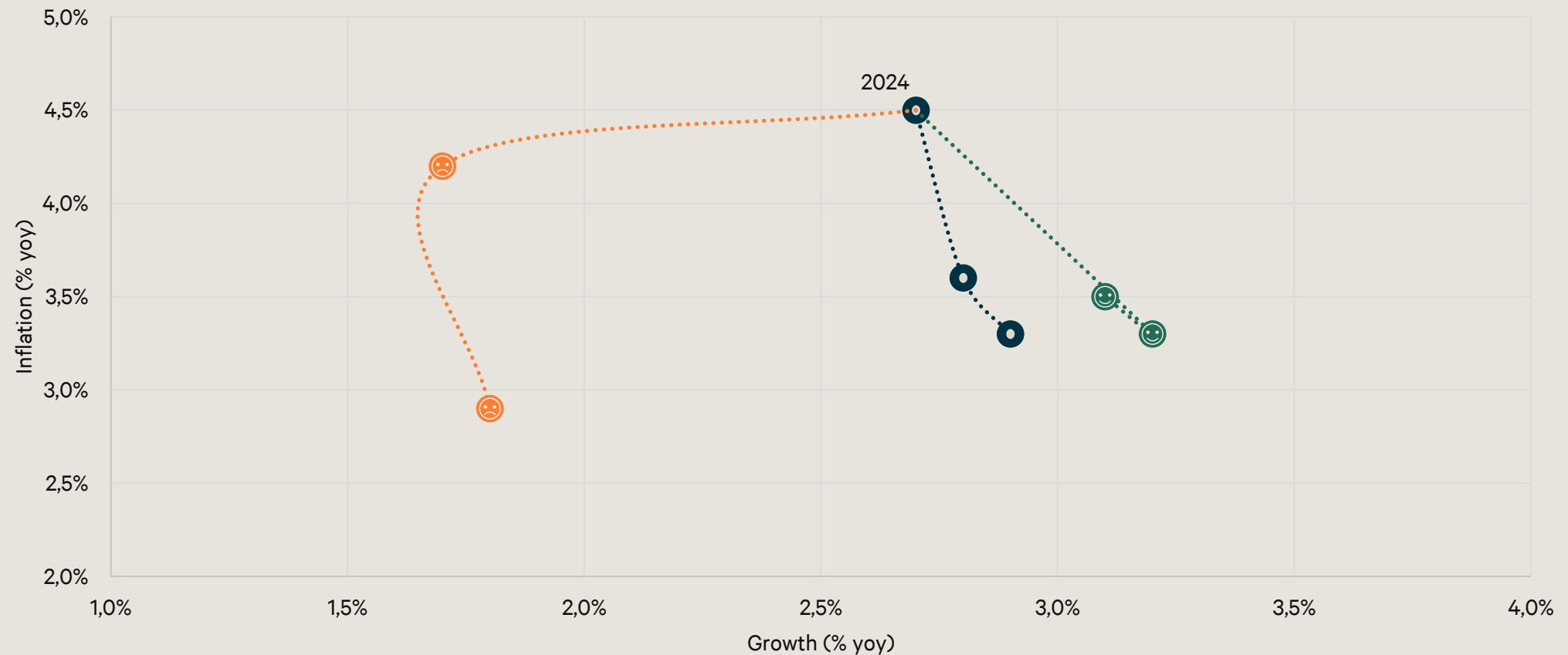
Währungen:
Japanischer
Yen (JPY) im
Auge des Au-
gust-Sturms



Macro View | World

Hauptszenario „Different Speeds“: Stabiles Wachstum, Inflation über Ziel

World: Szenarien 2024-2026 (Wachstum & Inflation)



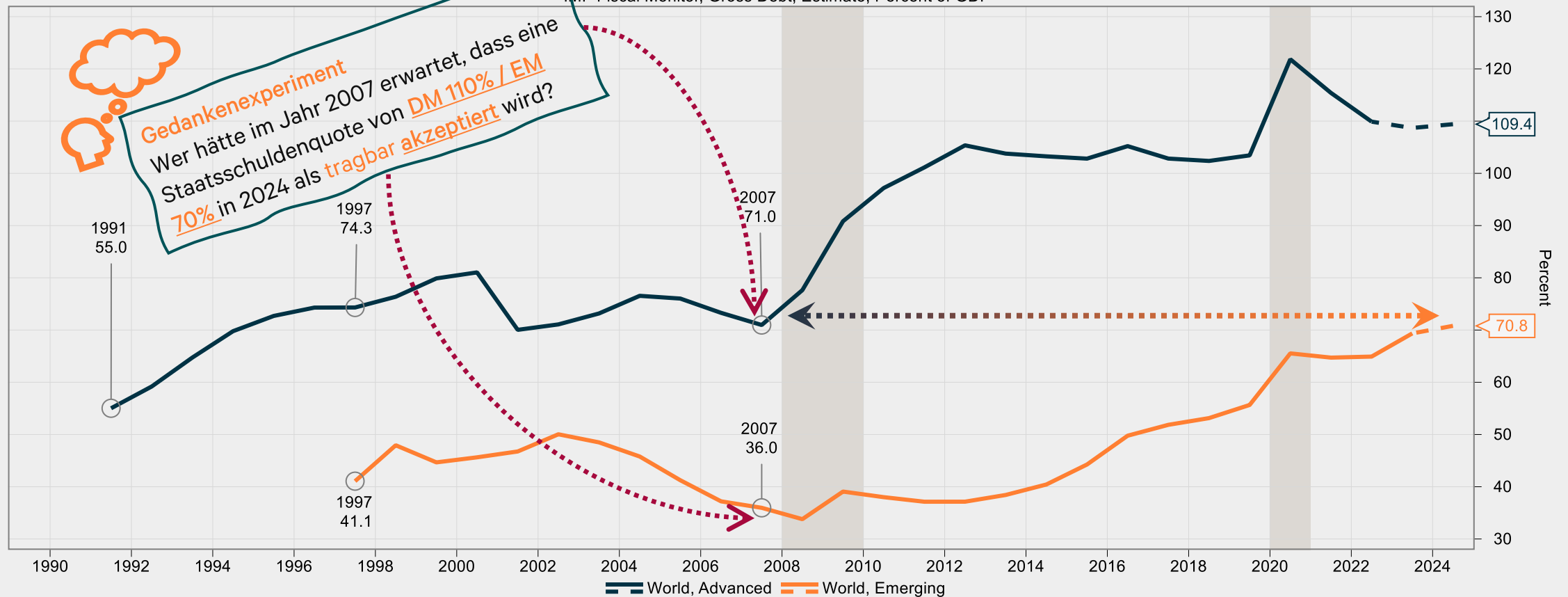
Source: Oxford Economics, Ampega MS/TAA

World of Debt | Fiskal- & Geldpolitik am Anschlag

Post-GFC Staatsverschuldung steigt drastisch, in DM und EM! Zinsniveaus müssen das noch reflektieren

Staatsverschuldung steigt weltweit

IMF Fiscal Monitor, Gross Debt, Estimate, Percent of GDP



World of Debt

Das Ende von „Easy Money“

Inflationäres Umfeld im Angesicht der „5D“:

- **Umkehr** globaler **Metatrends** der vergangenen Jahrzehnte: **Demographie** & **De-Globalisierung**
- **Ausgaben** für **Klimawende** & **Verteidigung** sind Preistreiber: **De-Carbonization** & **Defense**
- **Finanzierbarkeit** höherer **Schuldenstände**: **Debt**



Neues Inflationsregime:

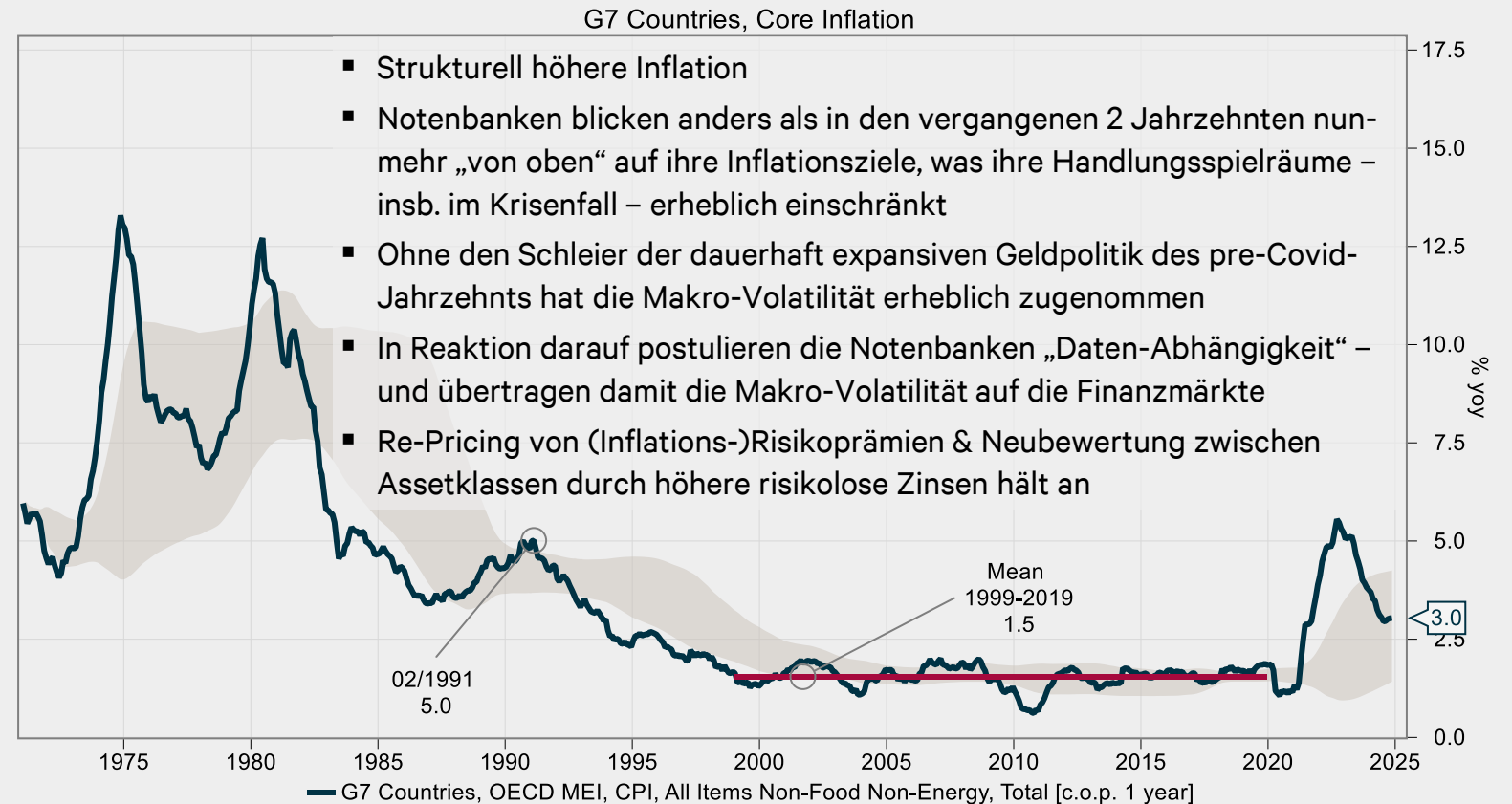
Inflation hat **Pre-Covid-Niveau** nachhaltig **überschritten** & wird **dauerhaft über** den „alten“ **Notenbank-Zielen** liegen



„Conditio sine qua non“:

Notwendige **Nebenbedingung** für **Notenbankinterventionen** – dauerhaft niedrige Inflation – **nicht länger erfüllt**

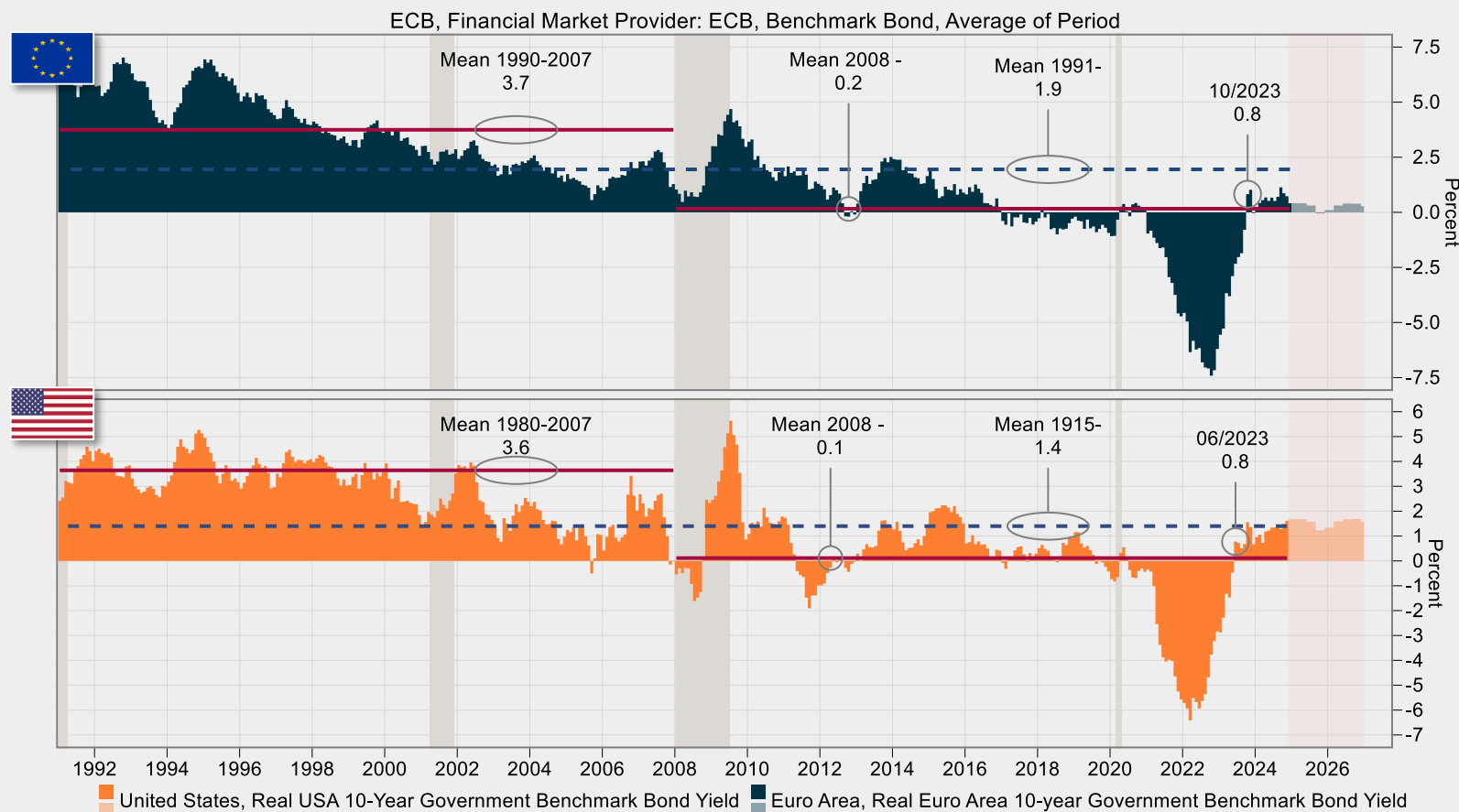
Weitreichende Folgen für Volkswirtschaften & Kapitalmärkte



Source: Macrobond; Ampega MS/TAA

World of Debt

Wachstumsbremse Realzinsen



Source: Macrobond; Ampega MS/TAA

Fazit

Geldpolitik am Anschlag

Neues Inflationsniveau schränkt Handlungsfähigkeit der Zentralbanken ein

Fiskalpolitik am Anschlag

Verschuldung bedenklich hoch – geplante Budgetdefizite verschärfen das Verschuldungsproblem

Inflation

Strukturell höheres Inflationsniveau – Nachfrage aus Fiskalprogrammen erhöht Inflationsdruck

Zinsmärkte

- Reduktion der Zentralbank-Anleihebestände verlagert Zinsfindungsprozess zurück auf Marktteilnehmer
- Realzinsniveau wird steigen

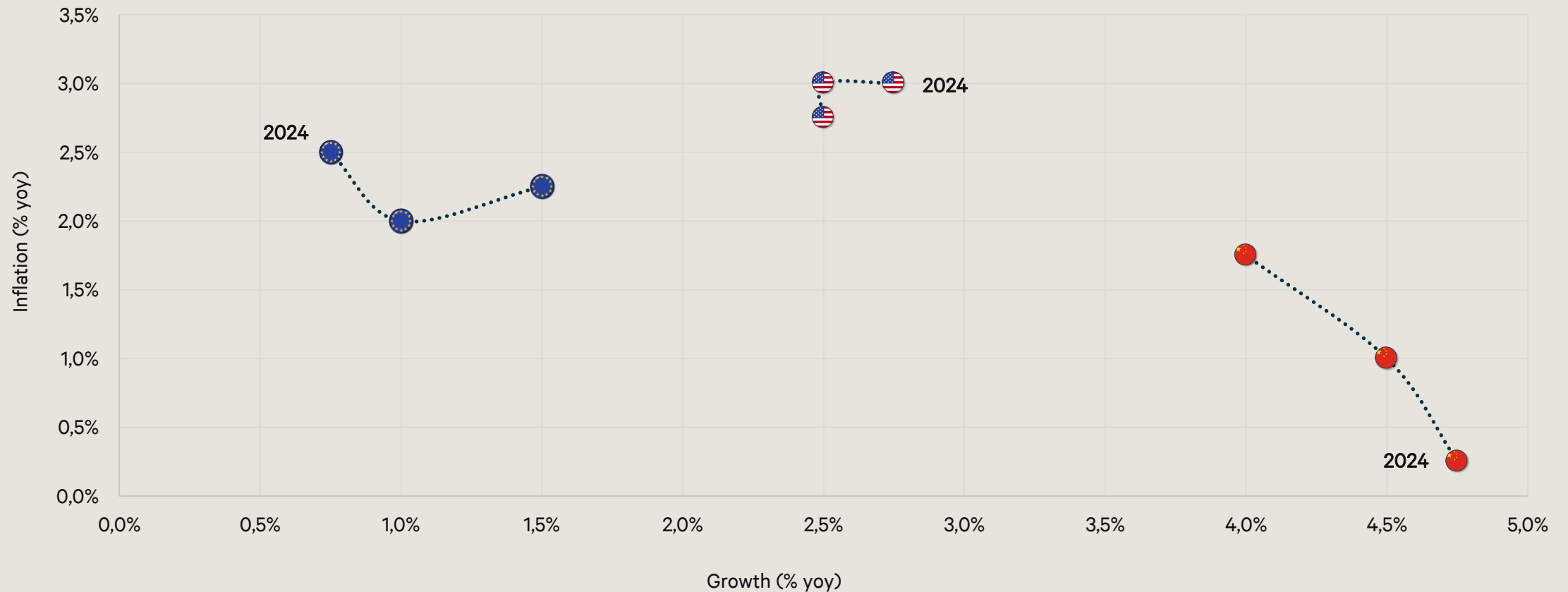
Volkswirtschaft

Wachstumsbremse Realzinsen!

Makro- & Marktszenarien | Hauptszenario „Different Speeds“

USA hängen Eurozone ab, geldpolitische Divergenz, Bremsklotz China

Hauptszenario „Different Speeds“ 2024-2026

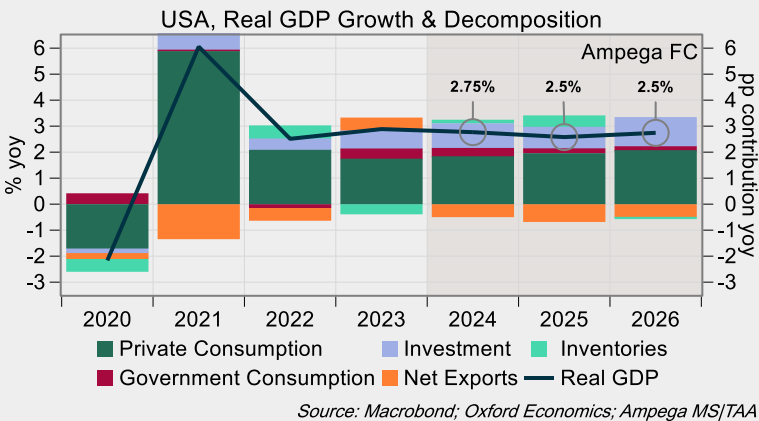


Source: Oxford Economics; Ampega MS/TAA

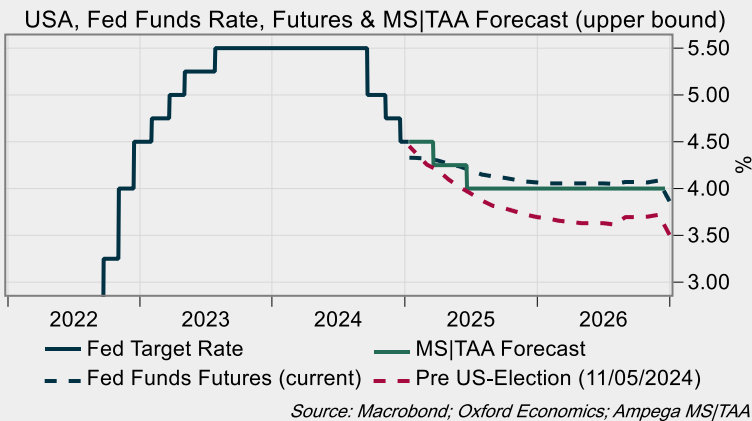
USA | Auf einen Blick

„Limited Trump“ in Baseline integriert: Höheres Wachstum, höhere Inflation, weniger Zinssenkungen

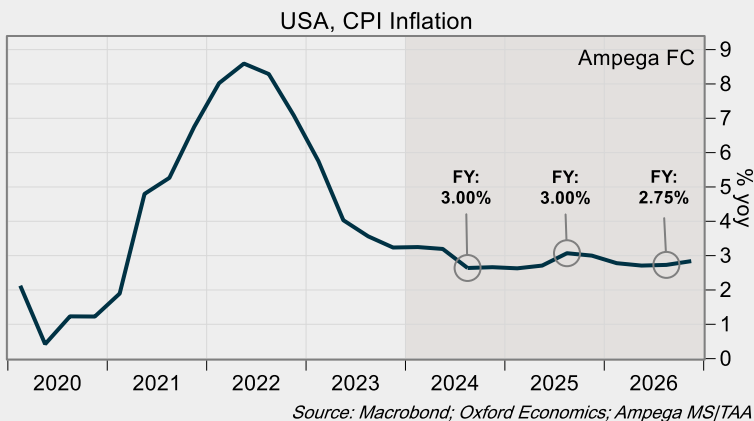
Solides BIP-Wachstum im Prognosezeitraum – nach den Midterms ‘26 Belastung durch Zölle, Inflation & erhöhte Zinsen



Fed: Wir erwarten die Fed Funds Rate Ende ‘25 bei 4,00%



Inflation konsolidiert bei 2,5-3,0%

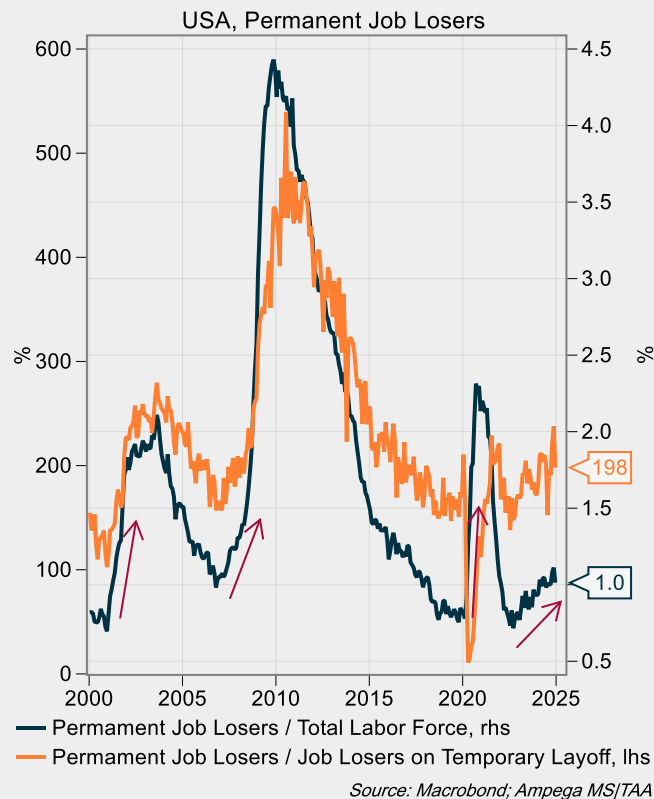


Forecasts Main Scenario	Current	2024	2025	2026
Real GDP Growth (full year, yoy)		+2.75% +0.50pp	+2.50% +1.25pp	+2.50% new
Inflation (full year, yoy)		+3.00% unchanged	+3.00% +0.25pp	+2.75% new
Fed Funds Rate (year end, upper bound)	+4.50%	+4.50% unchanged	+4.00% +0,50pp	+4.00% new

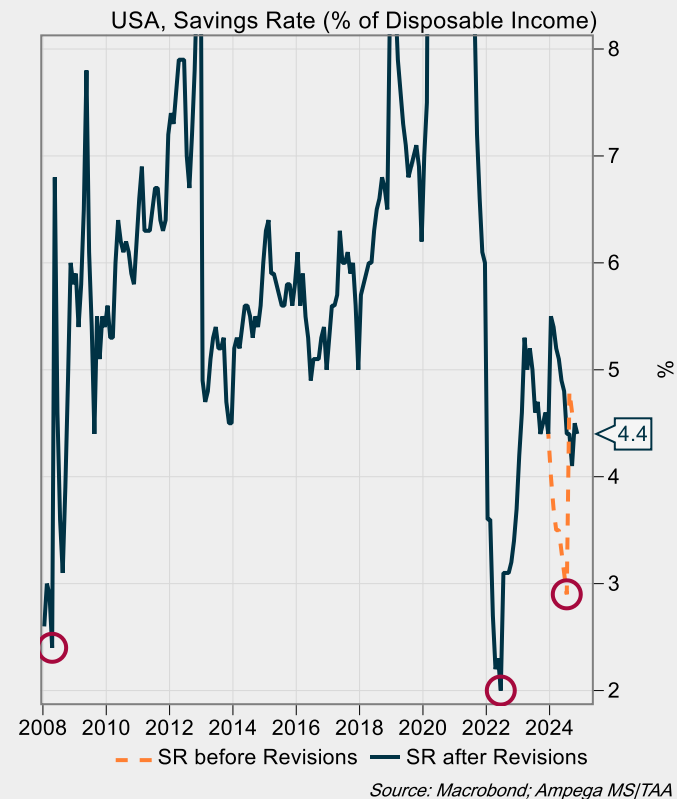
Source: Oxford Economics; Ampega MS/TAA

Konjunktur: Alles auf die Konsum-Karte

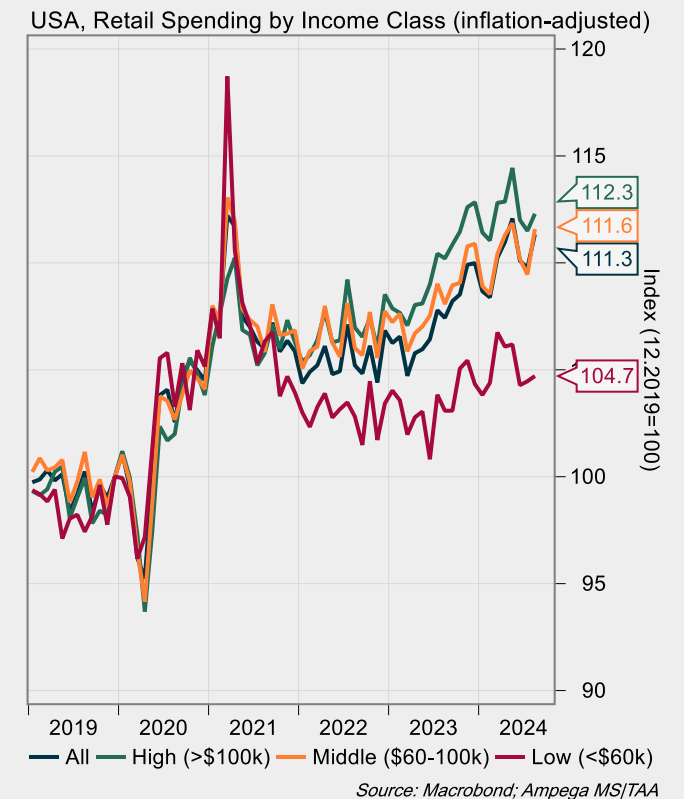
Mehr dauerhafte Kündigungen: Schwäche, aber kein Absturz am Arbeitsmarkt



Fortsetzung Konsum-Boom: Revisionen Haushaltsfinanzen & Reallohnwachstum



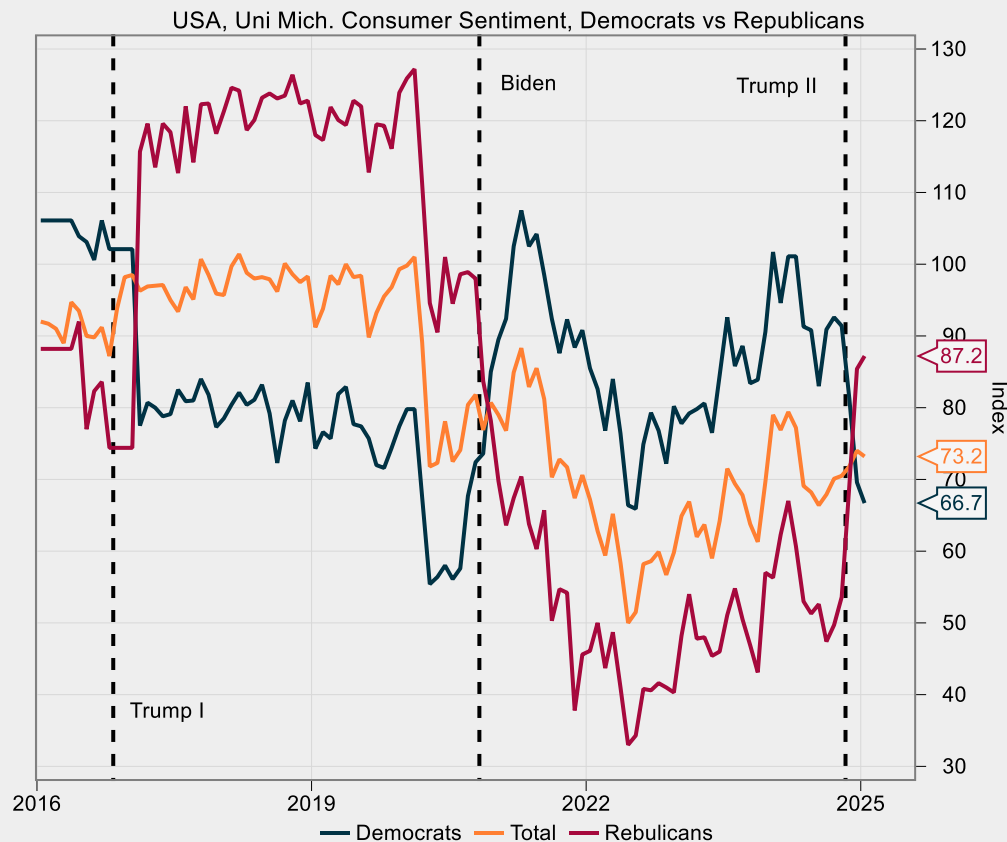
Aber: Nicht alle US-Konsumenten sind „unverwüstlich“



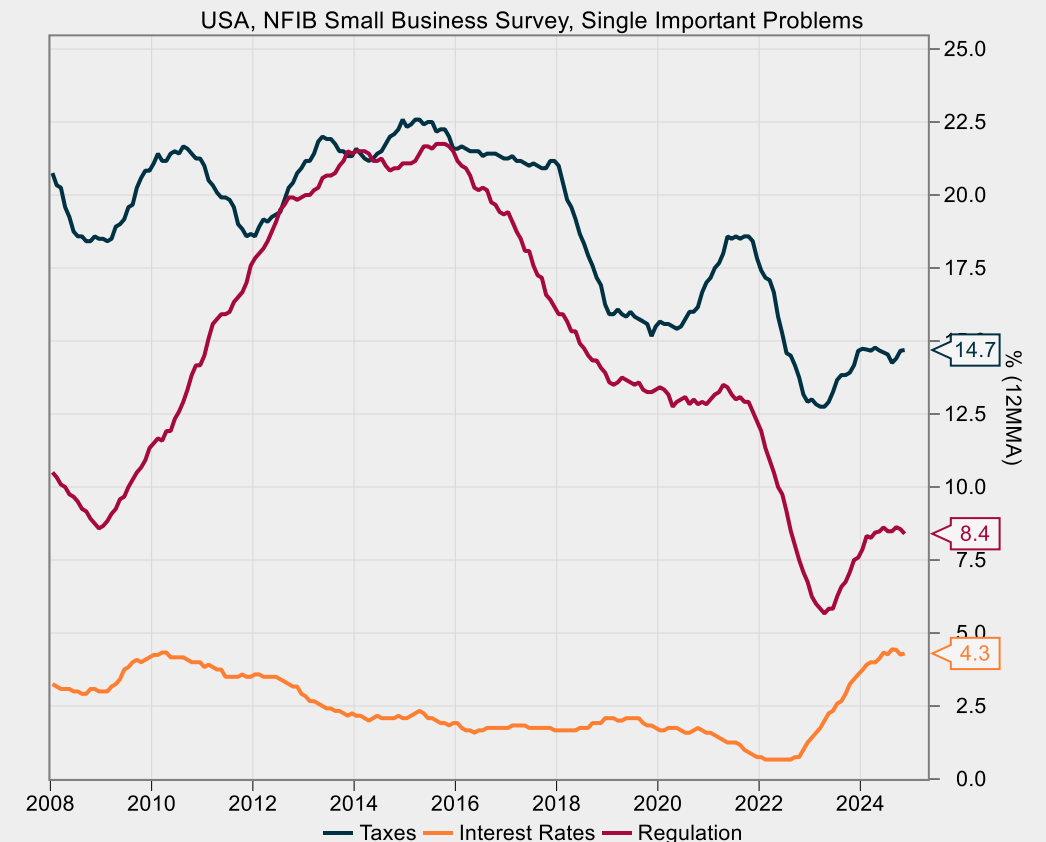
USA

Konjunktur: „Vibecession“ endet – niedrigere Zinsen & Trump-Politik sollten Sentiment aufhellen („animal spirits“)

Typischer Stimmungsaufschwung unter republikanisch-orientierten Konsumenten nach der Wahl

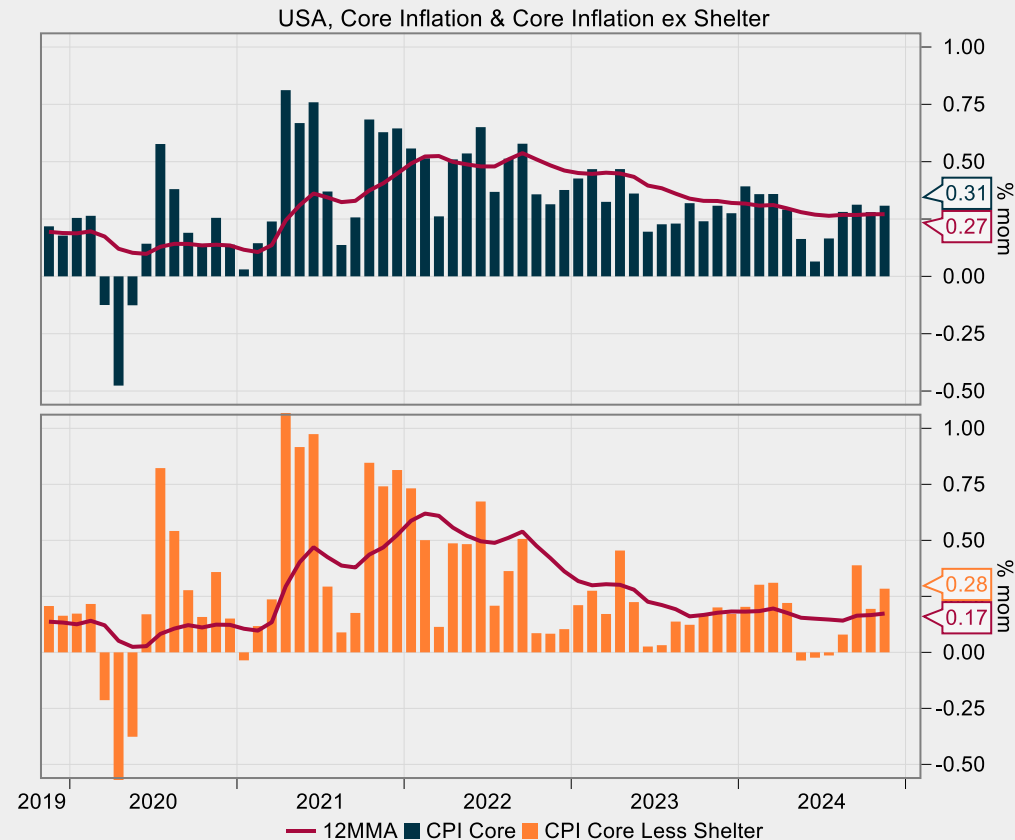


Fed & Trump adressieren unabhängig voneinander Unternehmer-Sorgen: Zinsen, Steuern, Regulierung

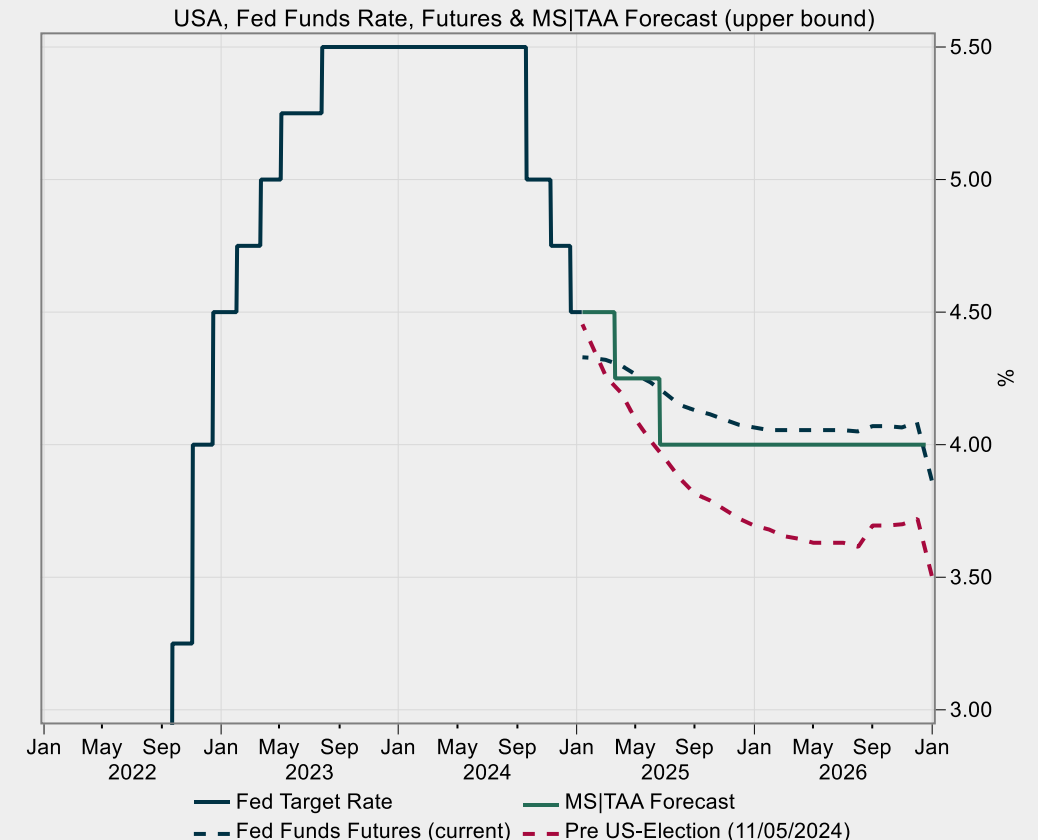


Inflation & Fed: Abwärtstrend läuft aus, Konsolidierung bei 2,5-3,0% – weniger Zinssenkungen

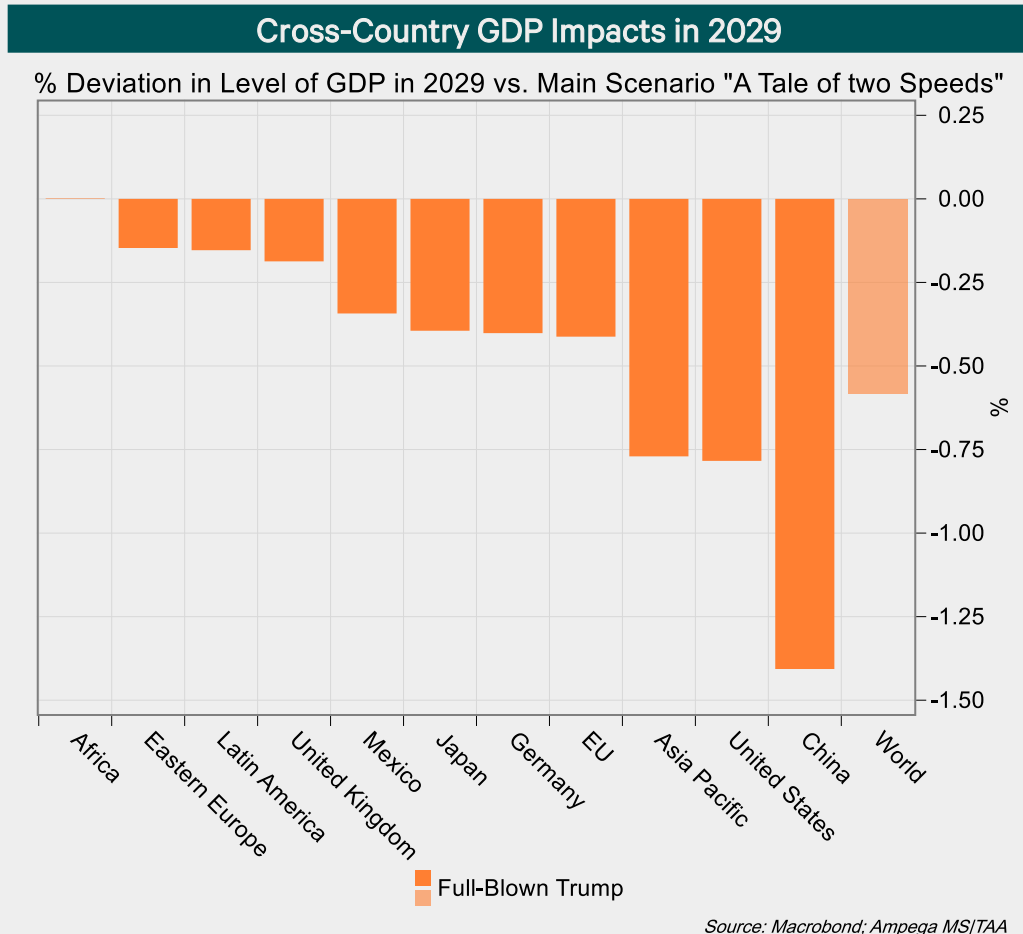
Wohnkosten, solides Lohnwachstum & wieder wachsende Geldmenge: Keine Rückkehr der Inflation unter 2%



Fed sind die Hände gebunden: Leitzins sinkt nicht unter 4%



„Full-Blown Trump“: Alternative Baseline vs. Hauptszenario „Different Speeds“



Entwicklungen in den kommenden Monaten (finale Kongress-Mehrheiten, Kabinettsposten, Day 1 Entscheidungen) erfordern ggf. Wechsel zu „Full-Blown Trump“ als neues Hauptszenario

Hauptszenario: „Different Speeds“

- Hauptszenario basiert auf unserem vormaligen „Limited Trump-Szenario“
- Kongress beschließt fiskalische Stimuli (Umfangreiche Steuersenkungen); Einwanderungsbeschränkungen & zielgerichtete Zölle (China, EU, etc.) per Präsidentenerlass
- Fiskalpolitik erhöht das Haushaltsdefizit
- Trump-Politik sorgt für Preisdruck: Inflation bleibt über Notenbank-Ziel – Fed beendet Zinssenkungszyklus Mitte '25

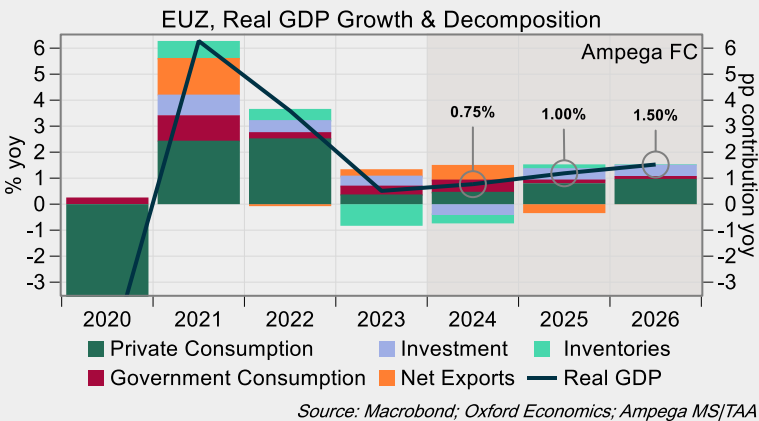
Alternative Baseline: „Full-Blown Trump“

- Republikaner erlangen die Kontrolle über den Kongress: Aggressivere Fiskalpolitik, Einwanderungsbeschränkungen & breiter angelegte Zölle ab 2026 werden mit deutlicher Mehrheit verabschiedet
- Wirtschaftswachstum durch Inflation & Handelskriege
- Inflation bleibt über Notenbank-Ziel & zieht ab 2027 weiter an
- Handelskriege hinterlassen Spuren: **globales BIP bis 2029 0,5% unter Baseline**, China am stärksten betroffen
- Mittelfristig nachlassendes

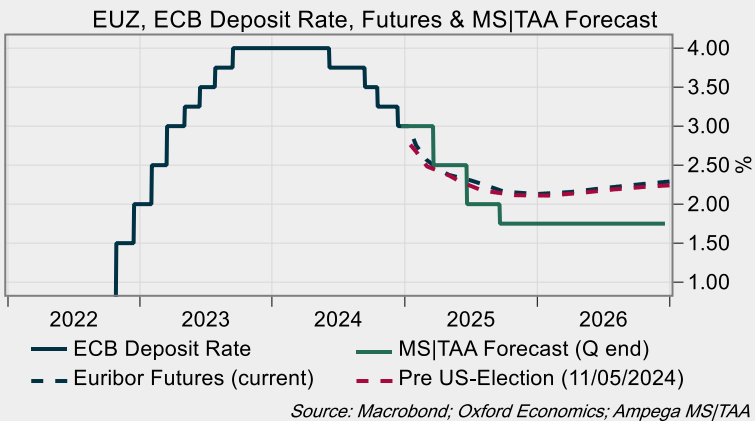
Eurozone | Auf einen Blick

EZB: Schwaches Wachstum + gesunkene Inflation + Trump II = Zinssenkungen

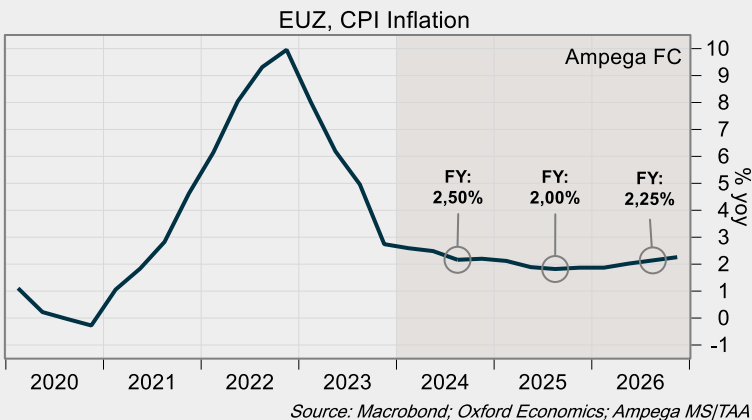
BIP-Wachstum: Langsam aufwärts



EZB: Wir erwarten den Einlagensatz Ende '25 bei 1,75% (aktuell in line mit dem Markt)



Inflation sinkt nicht nachhaltig unter EZB-Ziel von 2%

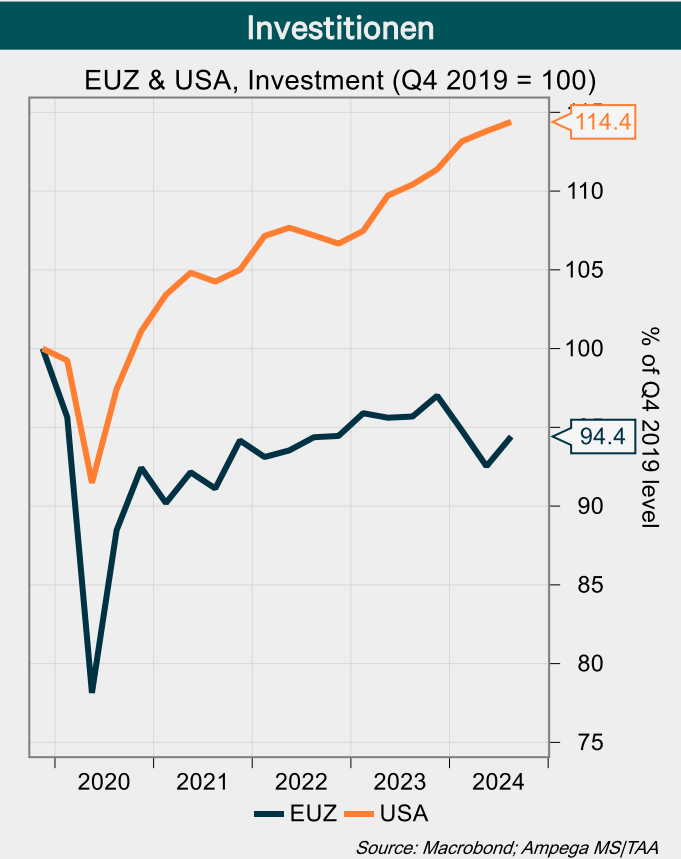
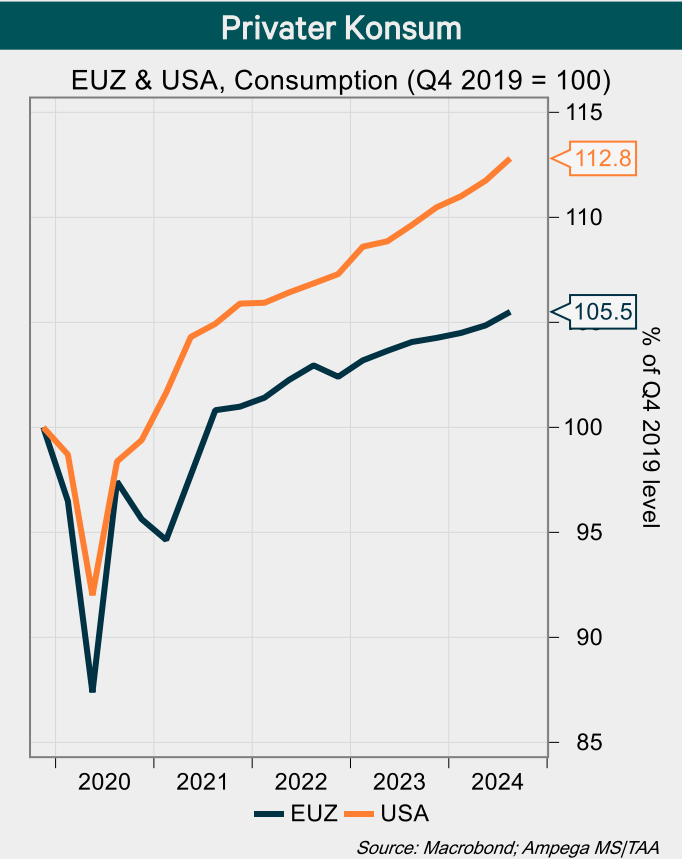
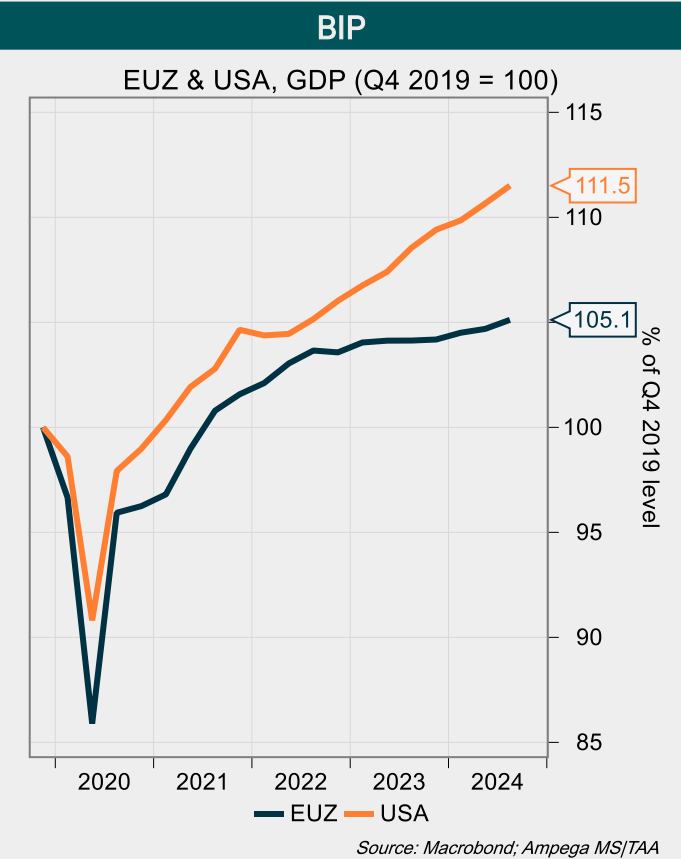


Forecasts Main Scenario	Current	2024	2025	2026
Real GDP Growth (full year, yoy)		+0.75% unchanged	+1.00% -0.25pp	+1.50% new
Inflation (full year, yoy)		+2.50% unchanged	+2.00% unchanged	+2.25% new
ECB Deposit Rate (year end)	+3,00%	+3.00% unchanged	+1.75% -0.50pp	+1.75% new

Source: Oxford Economics; Ampega MS/TAA

Eurozone

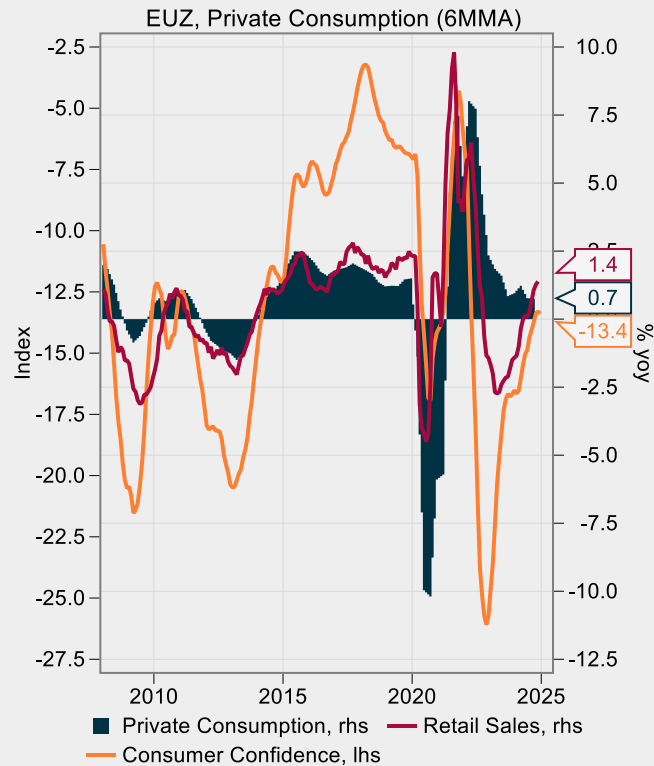
Konjunktur: „Different Speeds“ – „USA Exceptionalism“ vs. „EUZ Stagnation“



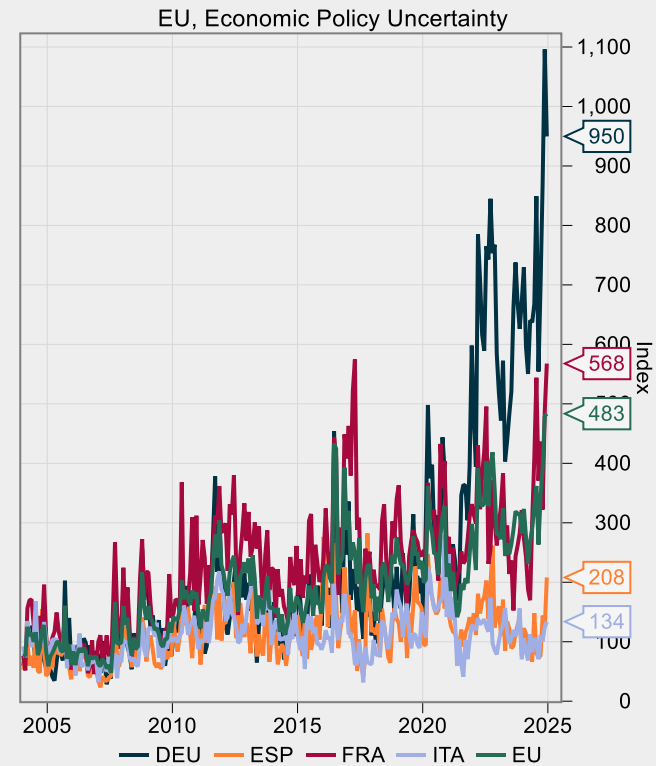
Eurozone

Konjunktur: Durchwachsenes Bild spricht für nur langsamen Aufschwung

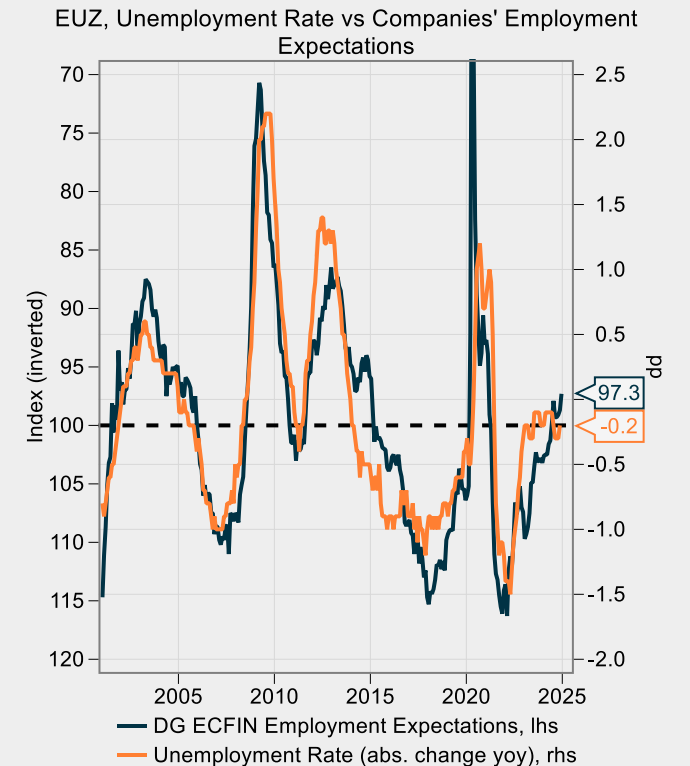
Basis für leicht Erholung: Höheres Reallohnwachstum verbessert Konsumstimmung



Wirtschaftspolitische Unsicherheit: Nicht nur in Deutschland ein Hemmschuh



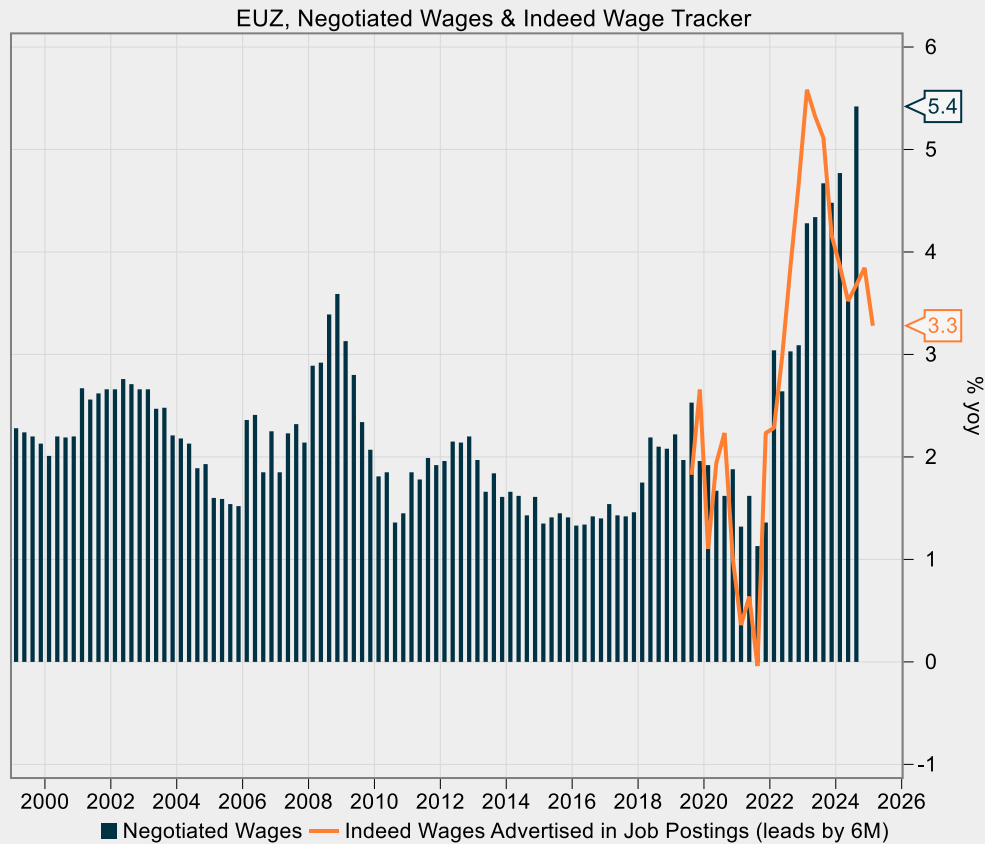
Risikofaktor Arbeitsmarkt: Schwäche würde Konsumerholung in Frage stellen



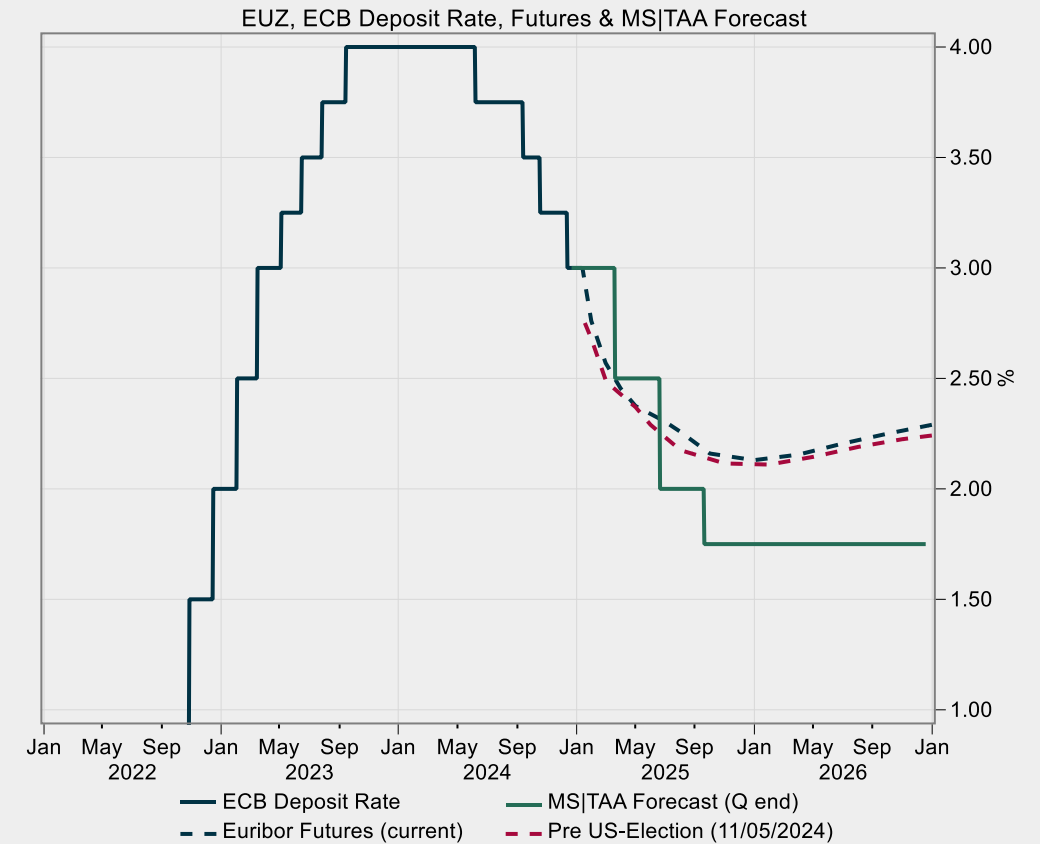
Eurozone

Inflation & EZB: Disinflationstrend läuft aus, Konsolidierung bei 2-2,5%, mehr Zinssenkungen

Robustes Lohnwachstum weckt Zweifel an fortgesetzter Disinflation

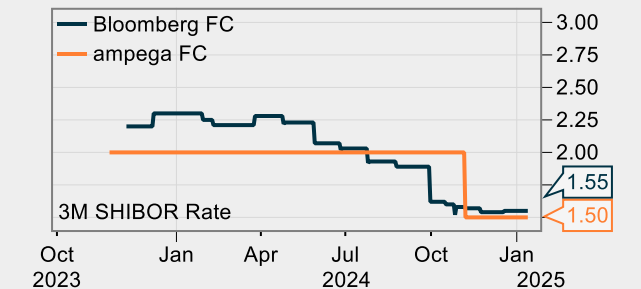
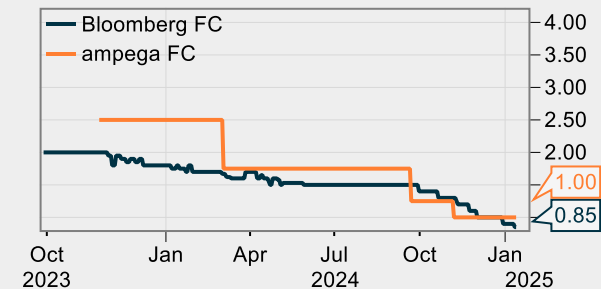
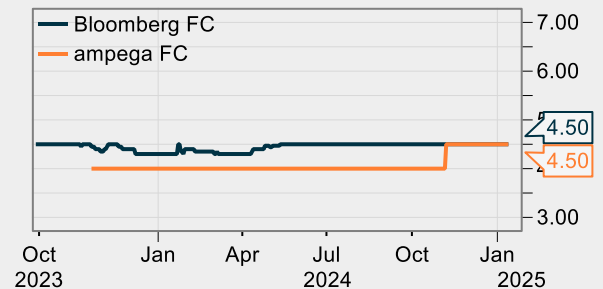
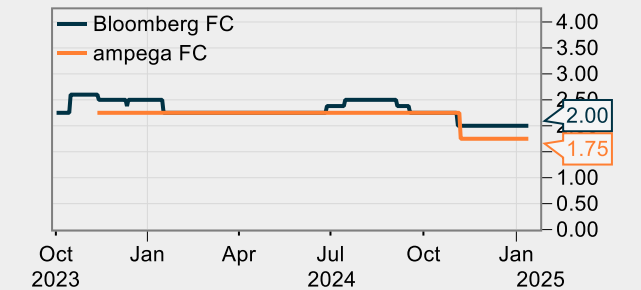
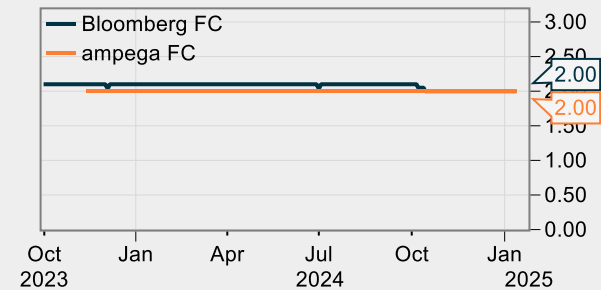
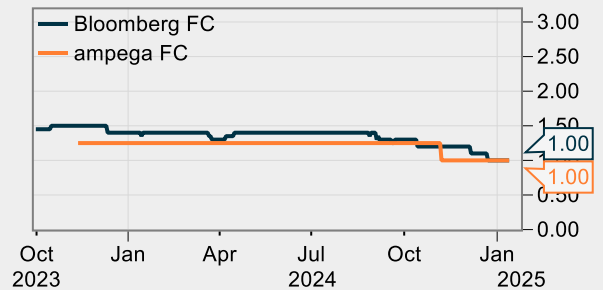
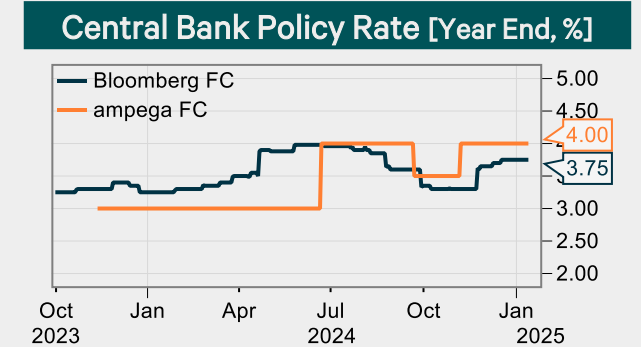
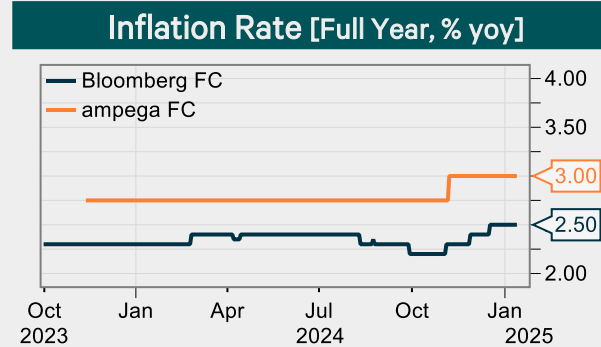
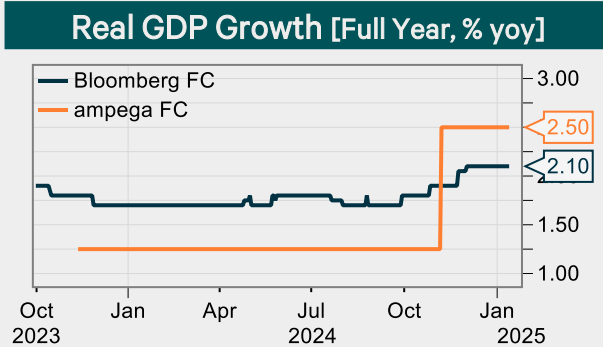


EZB „findet“ Argumente für mehr Leitzinssenkungen



Ampega | Makroökonomische Prognosen

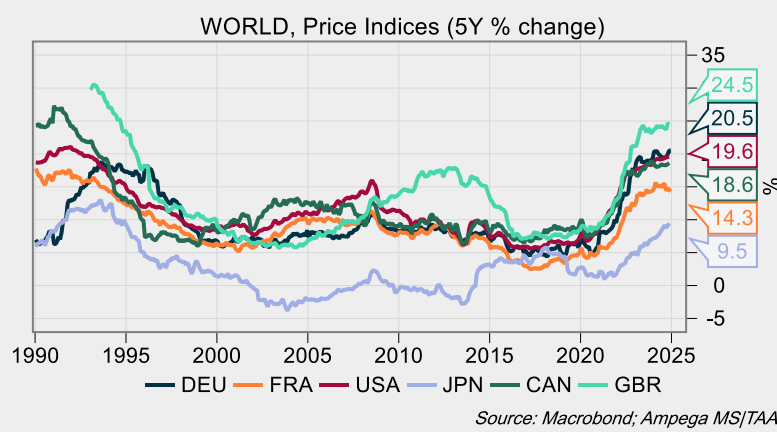
2025: Unsere Prognosen für das Kalenderjahr im Zeitverlauf (vs. Bloomberg Consensus)



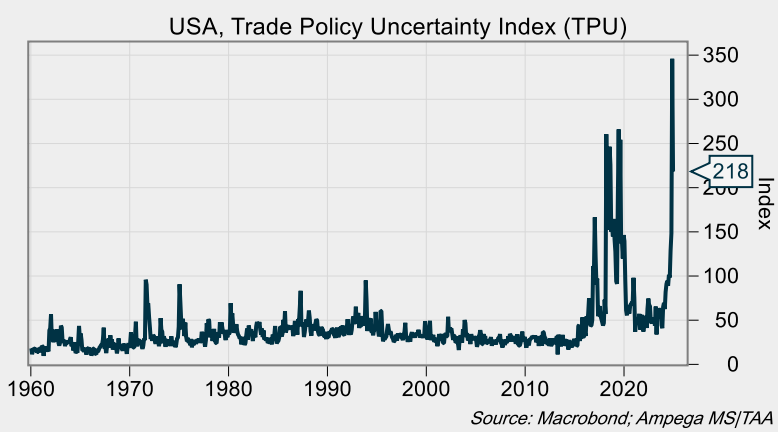
Charts to Watch | 2025 & beyond

Eine (nicht abschließende) Auswahl

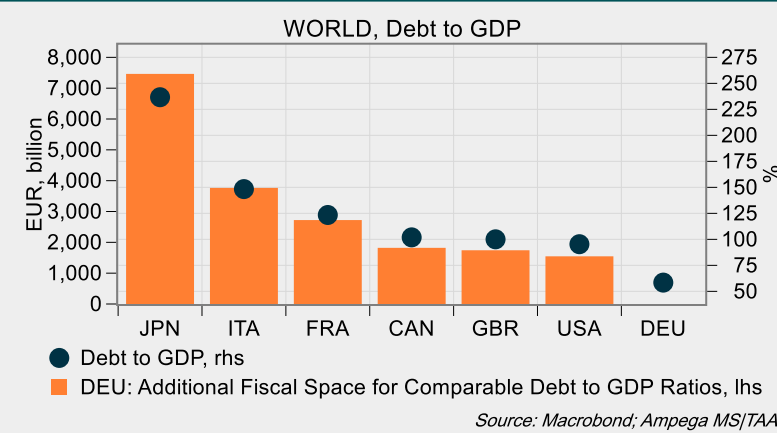
Superwahljahr '24: Regierungen stolpern reihenweise – auch über das hohe Preisniveau? Ist die Inflation gekommen, um zu bleiben?



Droht ein globaler Handelskrieg?



Löst eine Lockerung der deutschen Schuldenbremse Europas Probleme?



Bleibt der Arbeitsmarkt in den USA (& in der Eurozone) stabil?

