



Investmentstrategie 2025

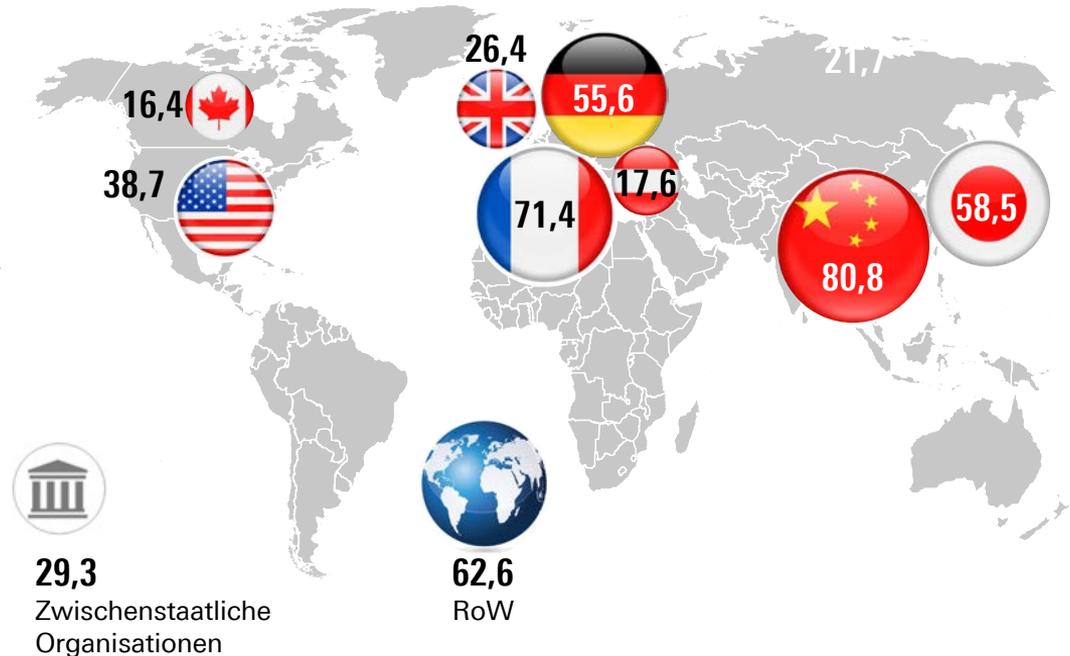
Edgar Walk

Chefvolkswirt Metzler Asset Management

Frankfurt am Main, 18. November 2024

Ist der Ukraine-Krieg ein Auslöser für eine De-Dollarisierung?

Währungsreserven der russischen Zentralbank in Mrd. USD

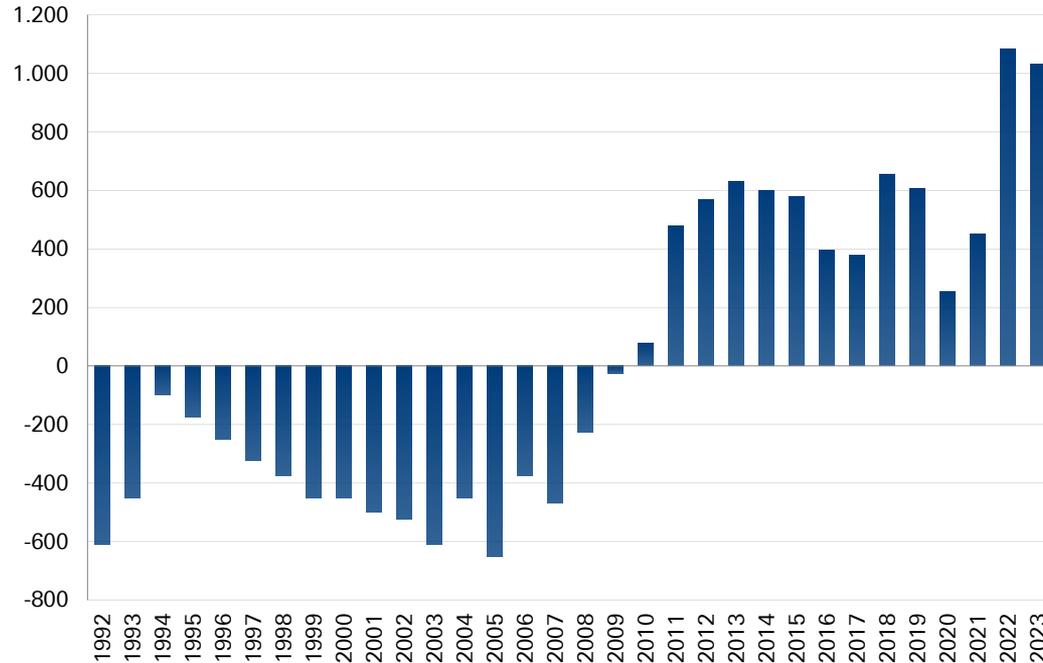


Das Einfrieren der russischen Währungsreserven war ein historischer Einschnitt, an dem mehrere Währungsräume beteiligt waren

Selbst in 1930er-Jahren wagte man diesen Schritt nicht: Vor dem Einmarsch der Nationalsozialisten im März 1939 brachte die Tschechoslowakei ihre Währungsreserven bei der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) in Sicherheit. Dennoch konnten die Nationalsozialisten das Gold enteignen – unter anderem mit Unterstützung der Bank of England, die einen Verkauf des Goldes in London ermöglichte

Goldkäufe der Zentralbanken nehmen merklich zu

Goldnachfrage der Zentralbanken, in Tonnen



Quellen: World Gold Council, Federal Reserve of New York, Metzler; Stand: 31.10.2024

Liberty Street Economics

« Do Exchange-Traded Products Improve Bitcoin Trading? | Main | Thinking of Pursuing a PhD in Economics? Info on Graduate School and Beyond »

MAY 29, 2024

Taking Stock: Dollar Assets, Gold, and Official Foreign Exchange Reserves

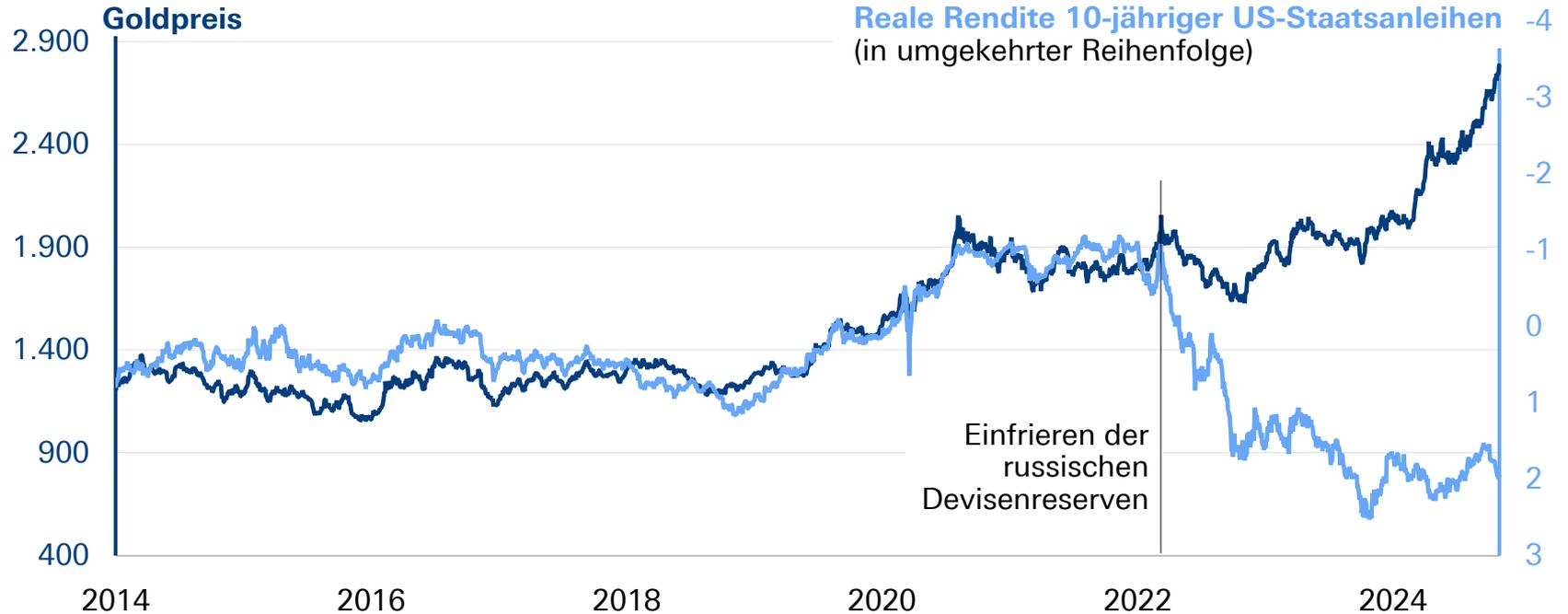
Patrick Douglass, Linda S. Goldberg, and Oliver Z. Hannaoui

„Zudem stellen wir fest, dass **Länder, die geopolitisch kaum mit den USA zusammenarbeiten** – gemessen an ihrer Übereinstimmung mit den USA bei Abstimmungen in den Vereinten Nationen – in den letzten Jahren tendenziell **die größten Goldkäufer** waren.“

Mehr als die Hälfte der seit 2009 gemeldeten Goldakkumulation stammt aus China und Russland, wobei ein weiteres Viertel von einer Handvoll Zentralbanken aus Schwellenländern stammt (Türkei, Indien, Kasachstan, Usbekistan und Thailand).“

Gold als Alternative zum US-Dollar gewinnt an Attraktivität

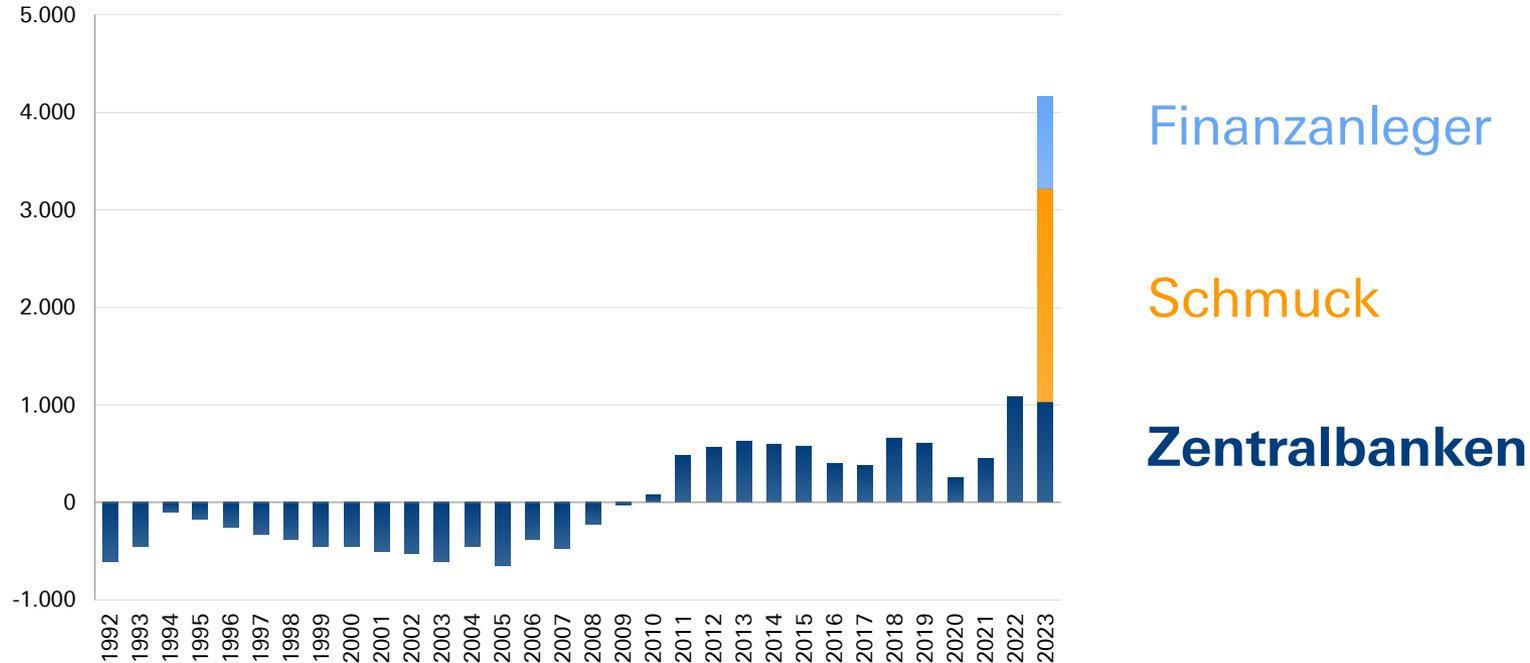
Goldpreis in USD pro Unze und Rendite einer inflationsgeschützten US-Staatsanleihe in %



Quellen: Refinitiv Datastream, Metzler; Stand: 31.10.2024

Der Goldumsatz der Schmuckindustrie ist in etwa so groß wie die Käufe der Zentralbanken und der Finanzanleger zusammen genommen

Goldnachfrage, in Tonnen



Quellen: World Gold Council, Federal Reserve of New York, Metzler; Stand: 31.10.2024

China hat seit Beginn des Ukraine-Kriegs den Bestand an US-Staatsanleihen beschleunigt abgebaut

in Billionen US-Dollar



Quellen: Refinitiv Datastream, Metzler; Stand: 31.10.2024

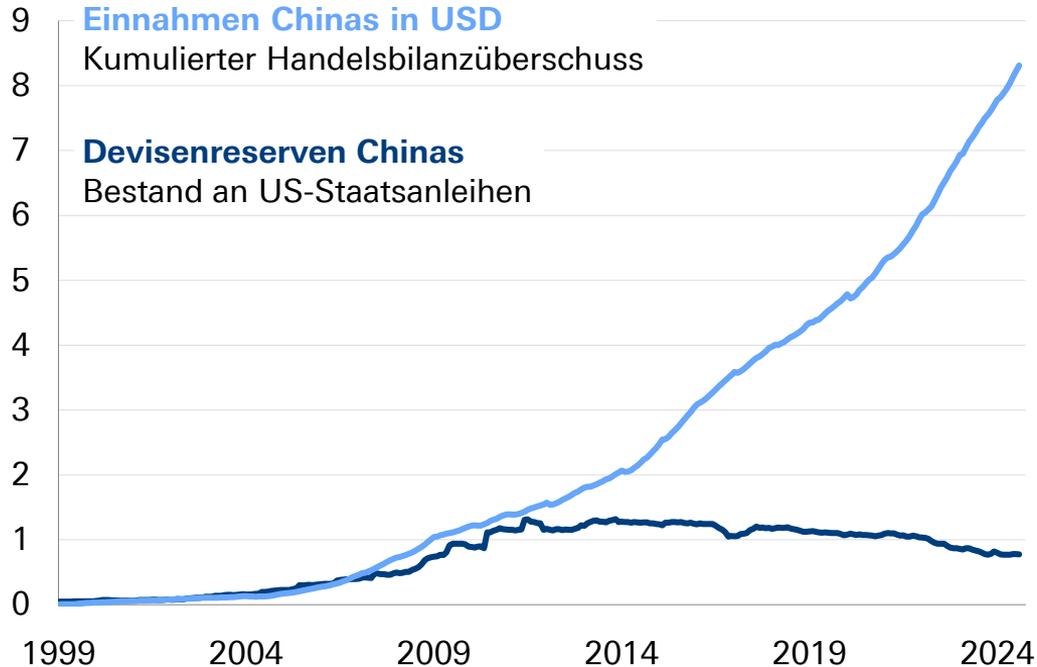
Droht den USA der Verlust des „exorbitanten Privilegs“ einer Weltreservewährung?



- **Banker der Welt**
- **Politische Macht, z. B. durch Sanktionen**
- Niedrigere Zinsen
- Seigniorage
- Potenziell unbegrenzte Finanzierung von Importen und Auslandsinvestitionen mit eigener Währung

Erkenntnis Chinas: Es gibt keine Alternative zum US-Dollar

in Billionen US-Dollar

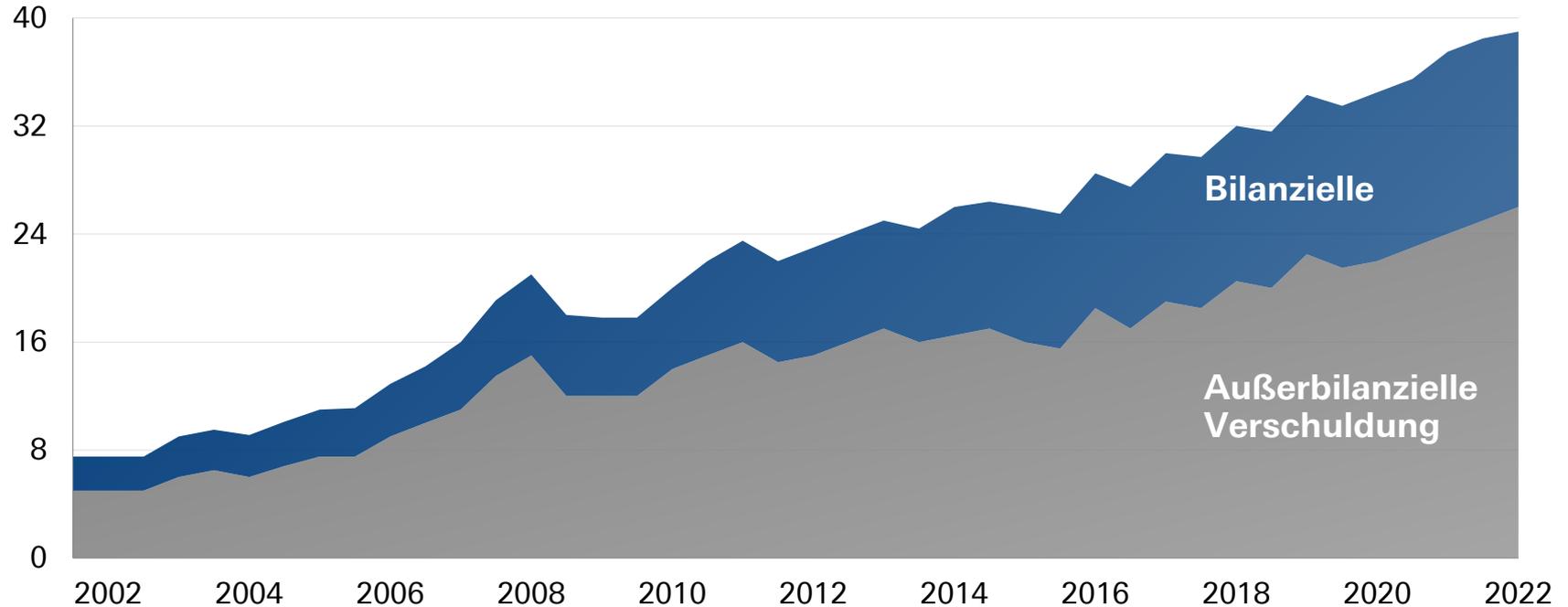


- Von 1999 bis 2009 investierte China die gesamten Handelsbilanzüberschüsse in US-Staatsanleihen
- Von 2010 bis 2022 waren die Bestände an US-Staatsanleihen stabil; ...
- ... neues Geld wurde wahrscheinlich bis 2022 in höher verzinsten Anlagen investiert
- Wahrscheinlich investiert China seitdem verdeckt in US-Finanzanlagen

Quellen: Refinitiv Datastream, Metzler; Stand: 31.10.2024

Erkenntnis der Welt: Es gibt keine Alternative zum US-Dollar

Bilanzielle und außerbilanzielle Verschuldung in Bio. USD, Nicht-Banken außerhalb der USA



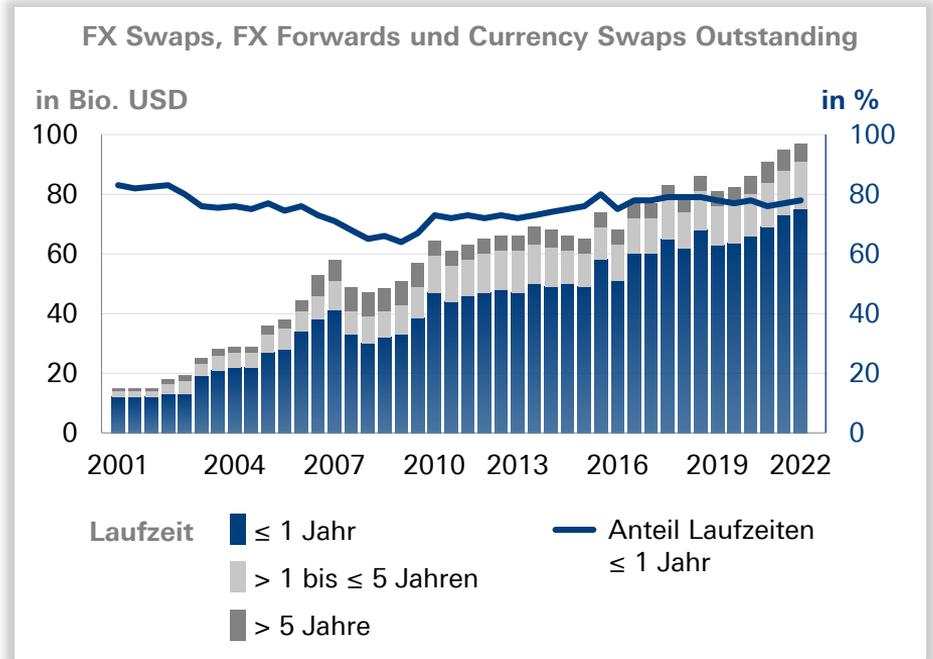
Quellen: Claudio Borio, Robert N McCauley and Patrick McGuire (2022): Dollar debt in FX swaps and forwards: huge, missing and growing

Hohes Niveau an versteckten US-Dollar-Schulden

Bei einem FX-Swap leiht z.B. ein niederländischer Pensionsfonds in der sogenannten „Spot-Leg“-Dollars und vergibt Euro als Kredit

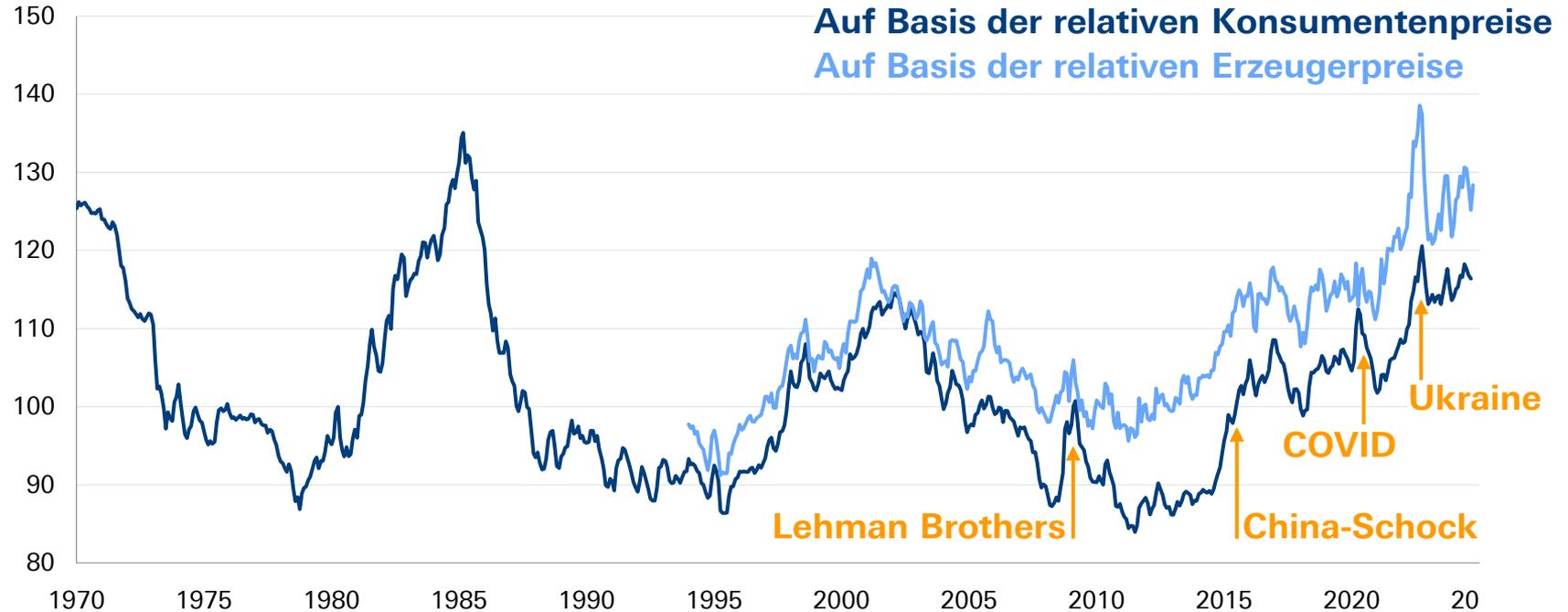
Später zahlt er die Dollars zurück und erhält im „Forward-Leg“-Euro zurück

Ein FX-Swap ähnelt damit einem Repurchase Agreement (Repo), wobei hier eine Währung anstelle eines Wertpapiers als „Sicherheit“ dient



Der Preis für die Alternativlosigkeit des US-Dollar ist ein nicht mehr wettbewerbsfähiger Wechselkurs

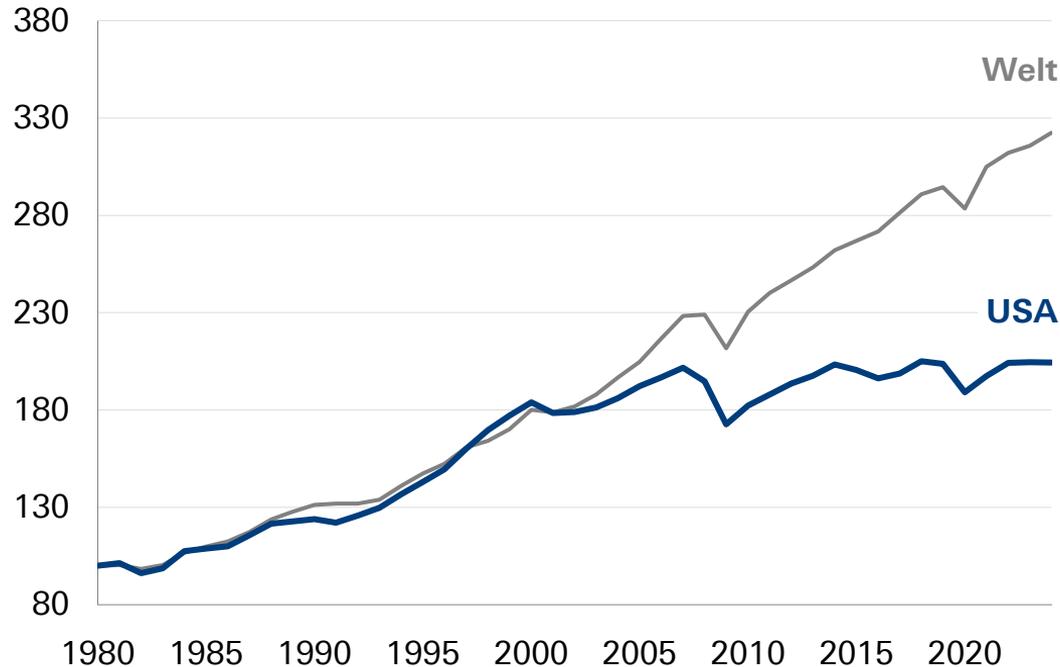
Index des realen handlungsgewichteten US-Dollar-Wechselkurs



Quellen: Refinitiv Datastream, Metzler; Stand: 31.10.2024

Nachteile einer Weltreservewährung: Deindustrialisierung

Industrieproduktion (31.1.1980 = 100)



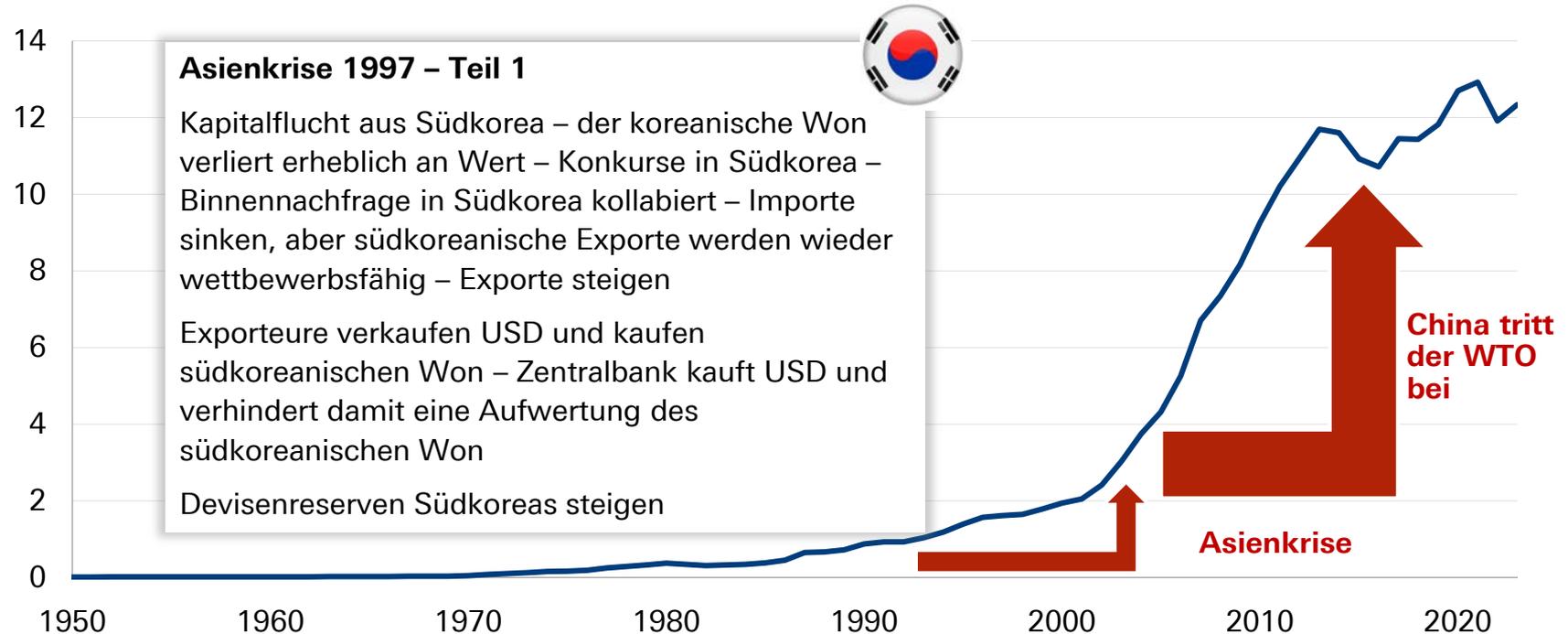
- Überbewertete Währung und Verlust an Wettbewerbsfähigkeit der Industrie
- Solange andere Länder ihre Währungen auf unterbewertetem Niveau an den US-Dollar koppeln, sind die USA machtlos
- Finanzbranche dagegen großer Profiteur

Wallstreet gegen Mainstreet

Wie kam es zur Alternativlosigkeit?

Die Asienkrise und der Beitritt Chinas zur Welthandelsorganisation

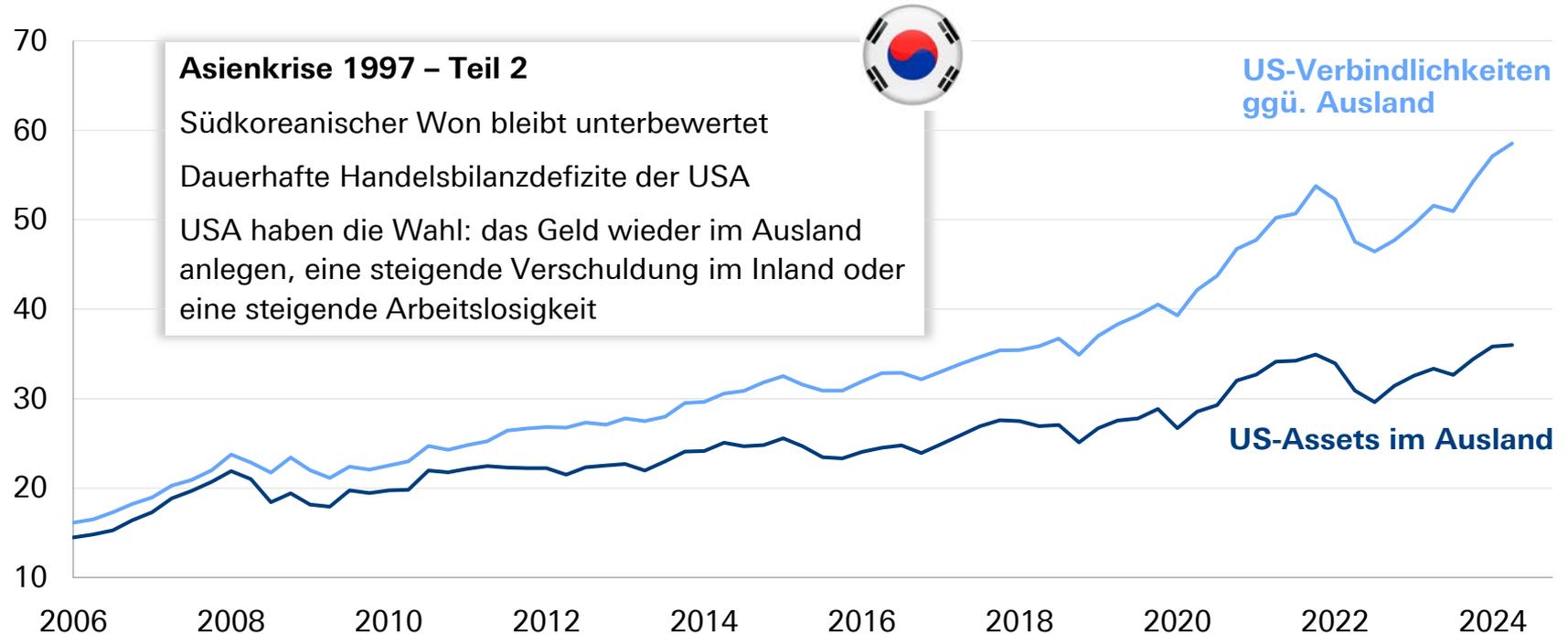
Globale Devisenreserven ohne Gold in Billionen USD



Quellen: Refinitiv Datastream, Metzler; Stand: 31.10.2024

Der Preis für den Status „Weltreservewährung“ ist eine stetige Zunahme der Netto-Auslandsverbindlichkeiten

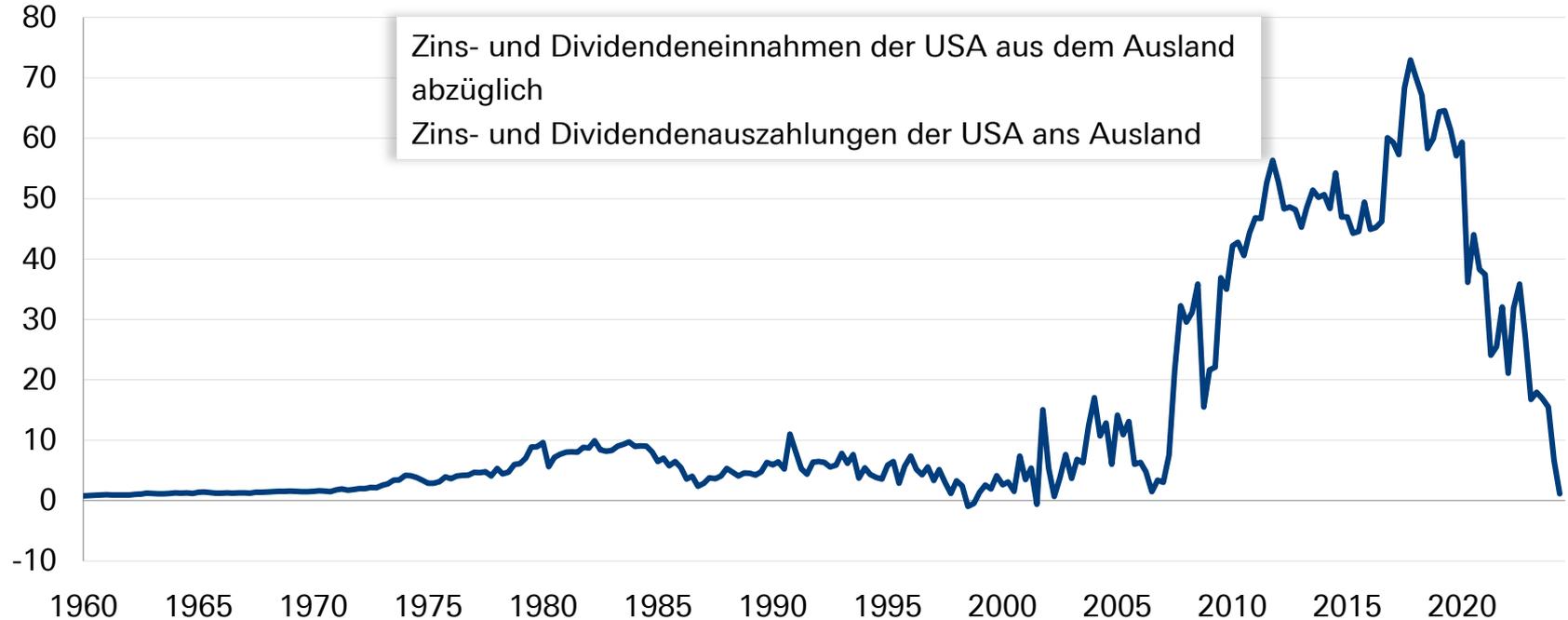
in Billionen US-Dollar (Fremdkapital plus Eigenkapital)



Quellen: Refinitiv Datastream, Metzler; Stand: 31.10.2024

Die USA profitieren nicht mehr von ihrem Status als „Banker der Welt“ – die steigenden Verbindlichkeiten gegenüber dem Ausland werden zu einer Last

in Milliarden US-Dollar



Quellen: Refinitiv Datastream, Metzler; Stand: 31.10.2024



Zwischenfazit: De-Dollarisierung

Die USA haben das größte Interesse an einer De-Dollarisierung:

- Deindustrialisierung und steigende Netto-Verbindlichkeiten ggü. Ausland
 - Strafzölle dürften von einem stärkeren US-Dollar konterkariert werden
 - US-Dollar mit Aufwertungspotenzial in Krisenzeiten
- Den USA wird es auf absehbare Zeit nicht möglich sein, den Status des US-Dollar als Weltreservewährung aufzugeben

China: Wirtschaftskrise und anhaltende Deflation – großer Konsumstimulus als Verhandlungsmasse bei Zollverhandlungen mit den USA?

BIP-Deflator in % ggü. Vj.



China hat derzeit sicher kein Interesse daran, dass der Yuan Weltreservewährung wird, da dies die Deflation verstärken würde

Quellen: Refinitiv Datastream, Metzler; Stand: 30.9.2024



Ausblick: Was plant der designierte US-Präsident Donald Trump?

- Strafzölle (=inflationär)
- Schwacher US-Dollar (=inflationär)
- Lockere Geldpolitik (=inflationär)
- Neue Einwanderungspolitik (=inflationär)
- Steuersenkungen (=inflationär)
- Deregulierung (=disinflationär)
- ➔ Inflation ist aber immens unpopulär bei den US-Bürgern

Ein neuer „Mar-a-Lago“ Accord zur Schwächung des US-Dollar?



Quelle: Wikipedia

USA

keine oder nur moderate Erhöhung der Zölle

China

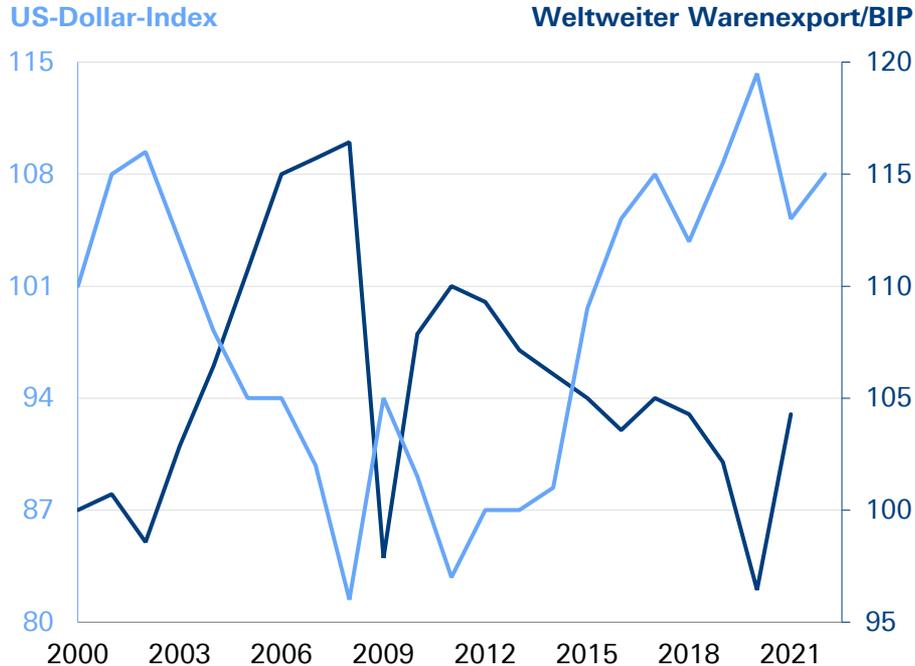
Aufwertung der Währung plus großer Konsumstimulus im Inland

Europa

Erhöhung der Militärausgaben, mehr Energieimporte aus den USA und fiskalischer Stimulus

Ein schwächerer US-Dollar hätte eine Belebung des Welthandels zur Folge

indexiert, Q1/2000 = 100



Der Warenhandel hängt stark von der Vorfinanzierung des Betriebskapitals von Exportunternehmen weltweit in US-Dollar ab

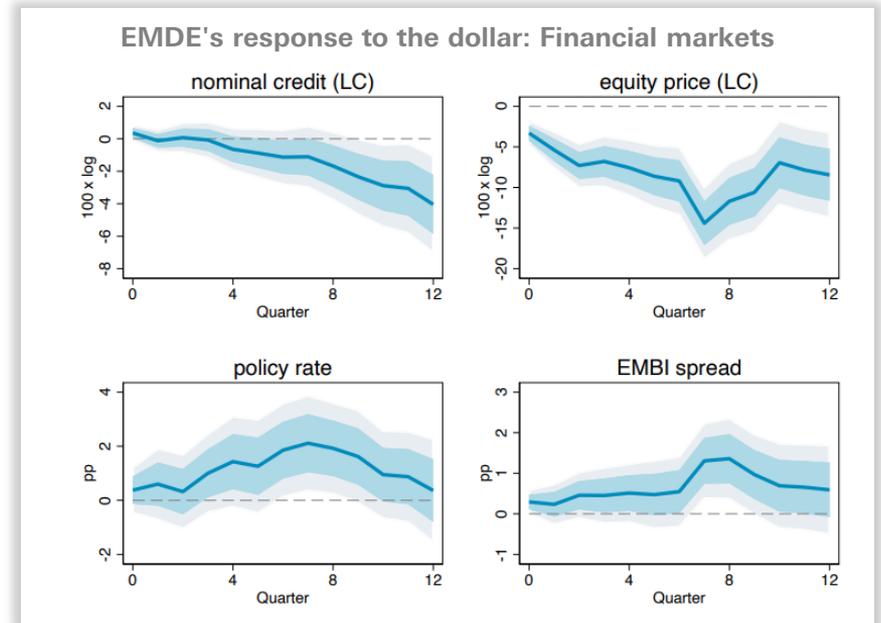
Der derzeit starke US-Dollar bedeutet, dass internationalen Banken nur wenig US-Dollar-Kredite für Exportunternehmen – vor allem in den Schwellenländern – bereitstellen

Quellen: Maurice Obstfeld Haonan Zhou (2021): Dollars and exports: The effects of currency strength on international trade, Metzler

Eine Trendumkehr zu einem schwächeren US-Dollar würde einen positiven Wachstumsimpuls für die Schwellen- und Entwicklungsländer bringen

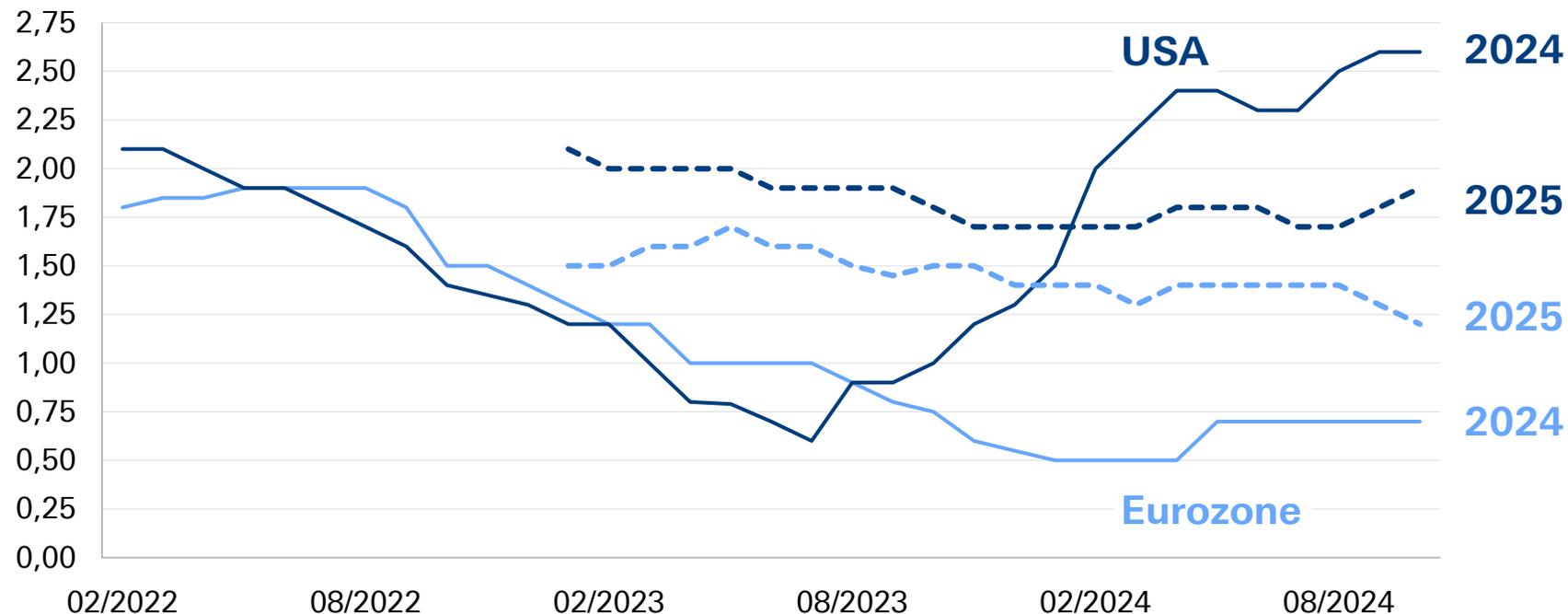
Wie Finanzmärkte in Schwellen- und Entwicklungsländern gemäß dem Modell „Globaler Dollar Zyklus“ reagieren

Hier werden die Simulationsergebnisse für eine Aufwertung des US-Dollar um 10 Prozent gezeigt:



2025 liegen die Wachstumsprognosen für die USA und Europa wieder enger beieinander

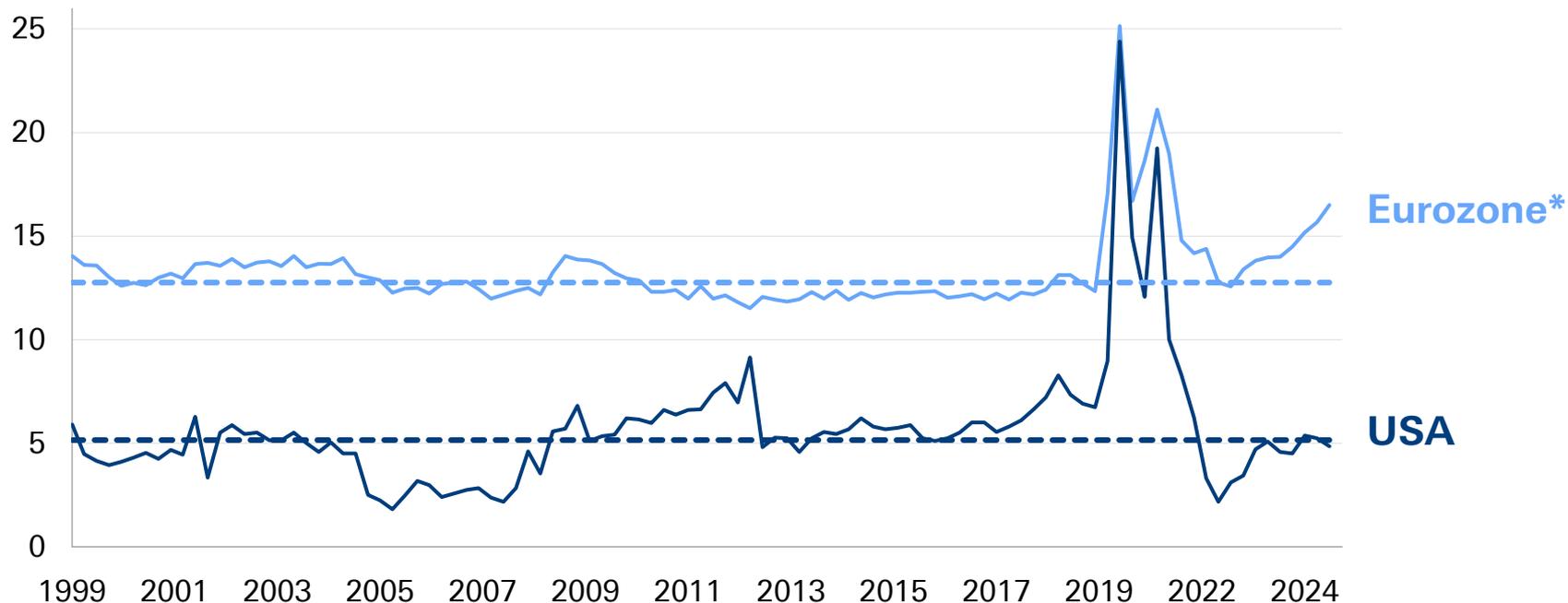
Konsensus-Wachstumsprognose laut Bloomberg für 2024 und 2025 in %



Quellen: Bloomberg, Metzler; Stand: 31.10.2024

Divergierendes Konsumverhalten auf den beiden Seiten des Atlantiks

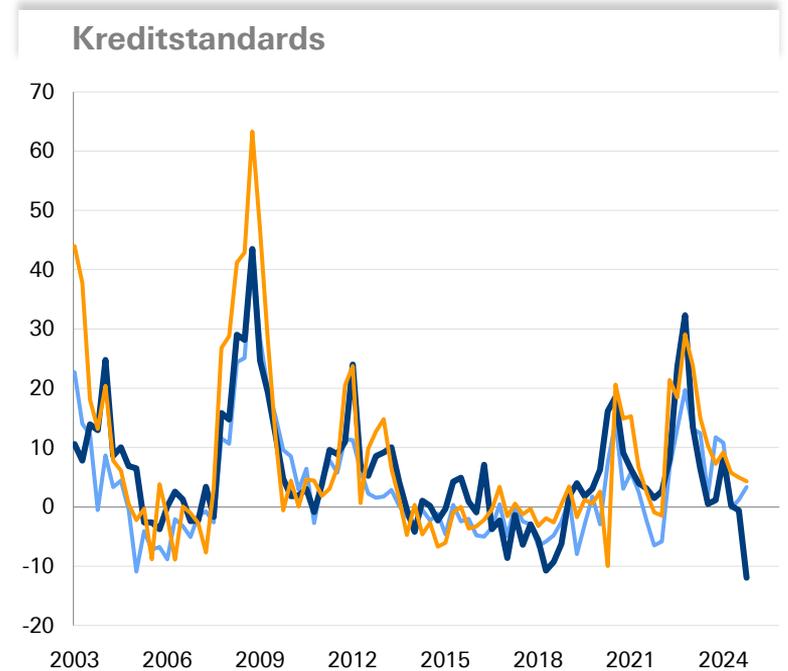
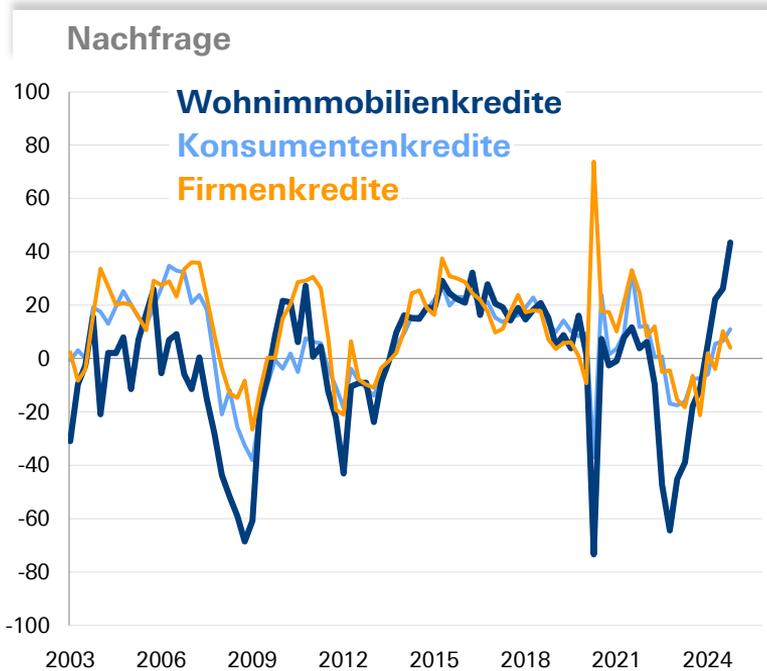
Sparquote in % und Durchschnitt von Q1 1999 bis Q4 2019



* Schätzung Metzler für Q3 2024
Quellen: Refinitiv Datastream, Metzler; Stand: 30.9.2024

Eurozone: Der Wohnimmobilienmarkt steht vor einem Boom

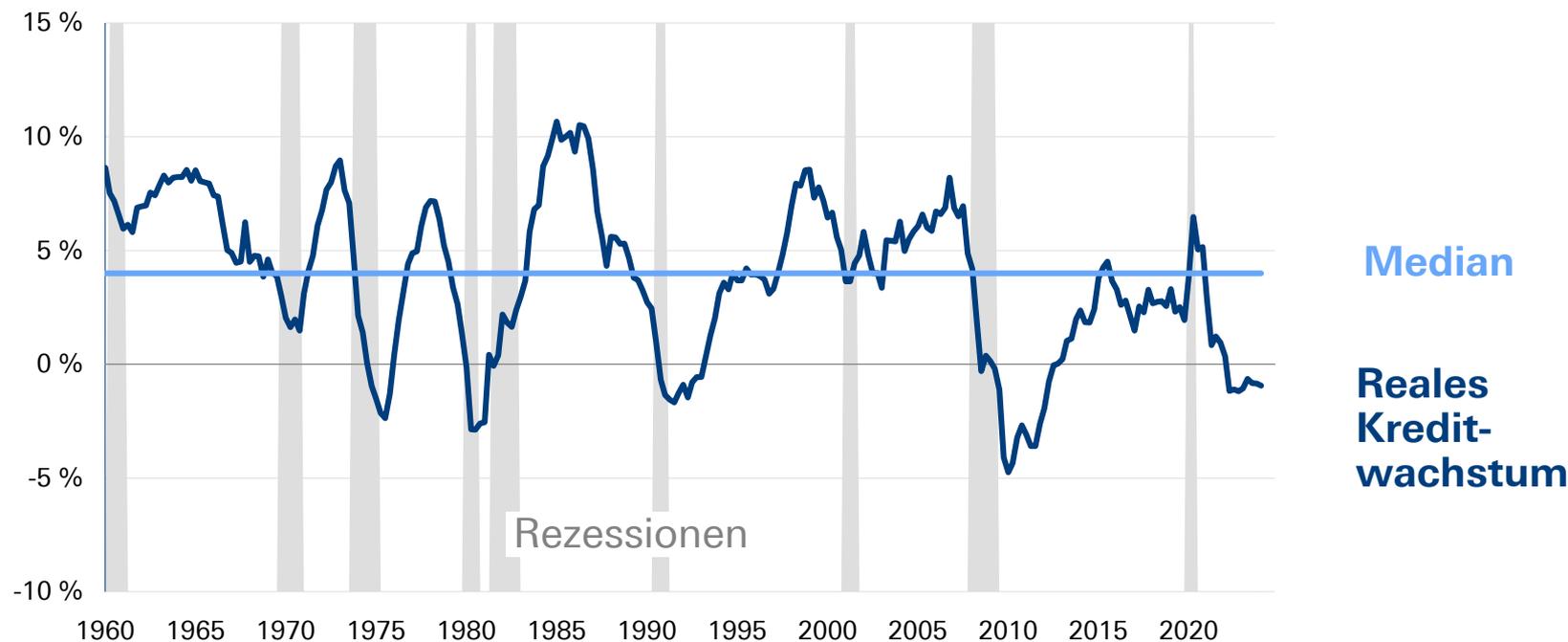
Umfrage zur Kreditvergabe der EZB (Erwartung für das nächste Quartal)



Quellen: EZB, Metzler; Stand: 14.10.2024

USA: Leitzinssenkungen eröffnen Chancen auf einen positiven Kreditzyklus

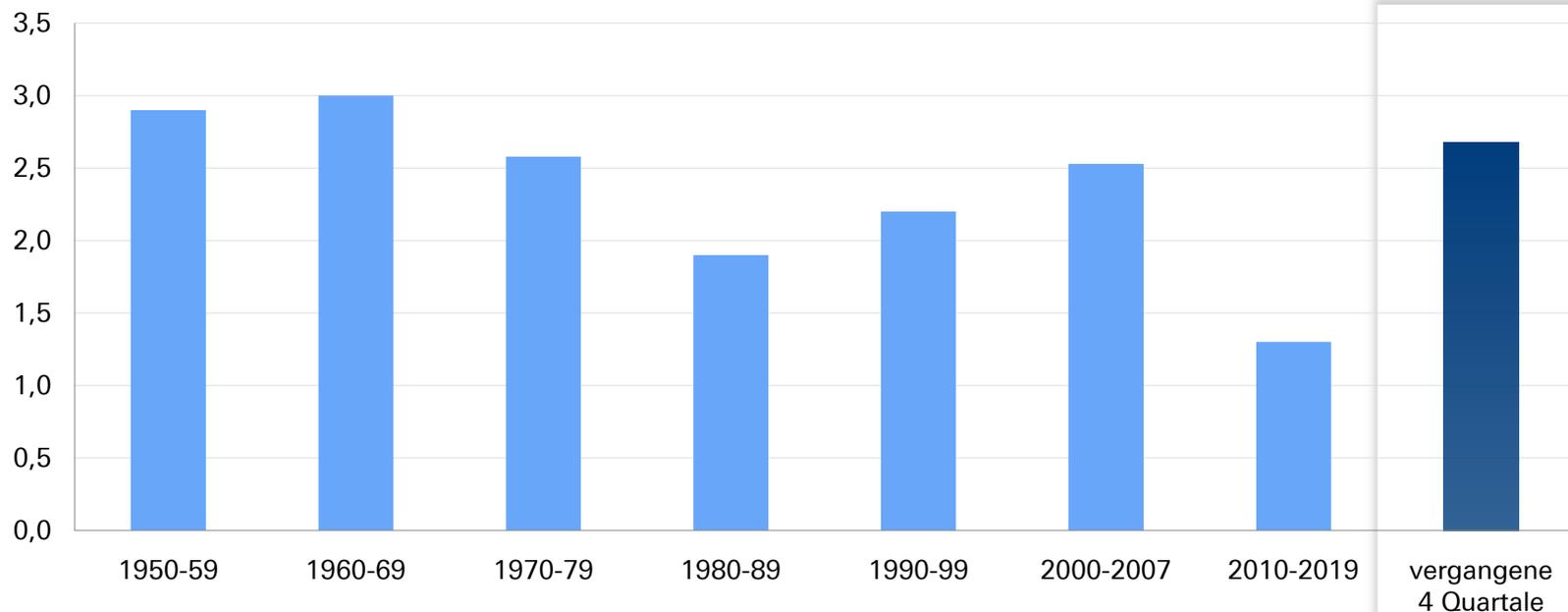
Kredite an Unternehmen und private Haushalte in % ggü. Vj.



Quellen: Refinitiv Datastream, Metzler; Stand: 30.9.2024

USA: merkliche Beschleunigung des Produktivitätswachstums dank KI

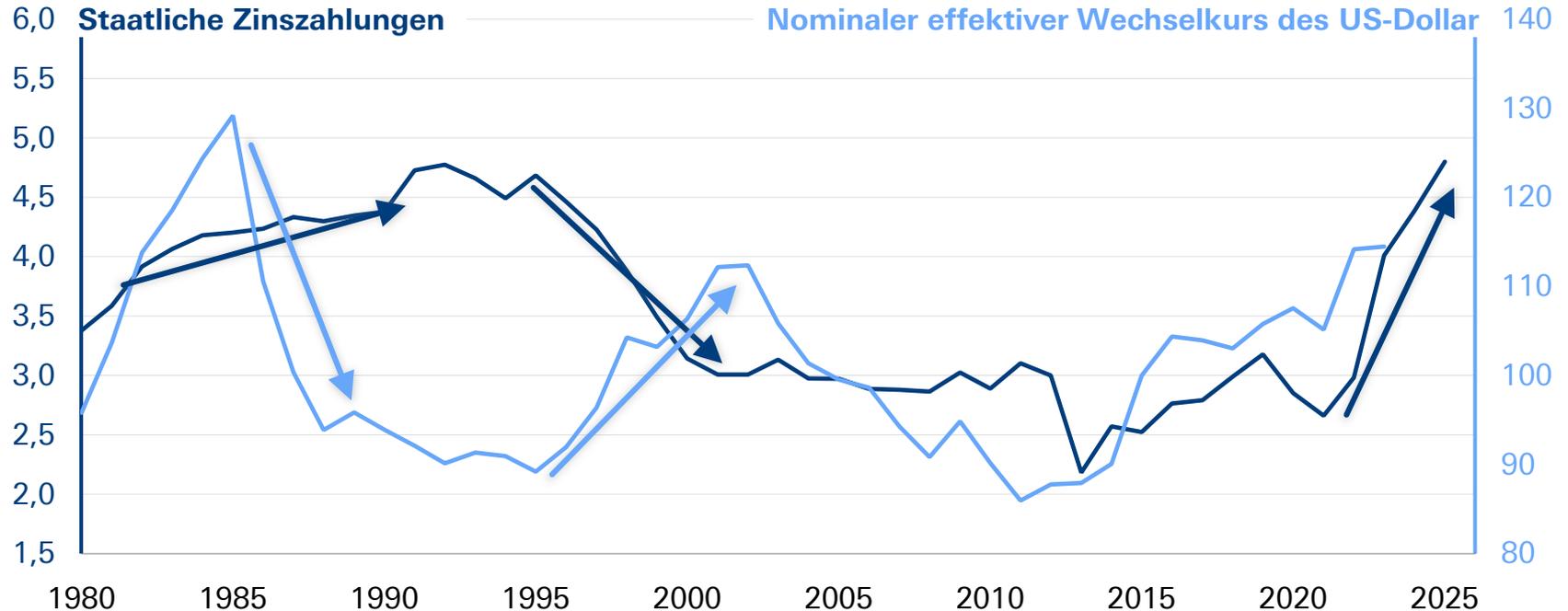
Durchschnittliches jährliches Produktivitätswachstum in % ggü. Vj.



Quellen: Refinitiv Datastream, Metzler; Stand: 30.6.2024

USA: Die Zinslast des US-Staates könnte in 2025 laut der OECD ein neues Rekordhoch erreichen

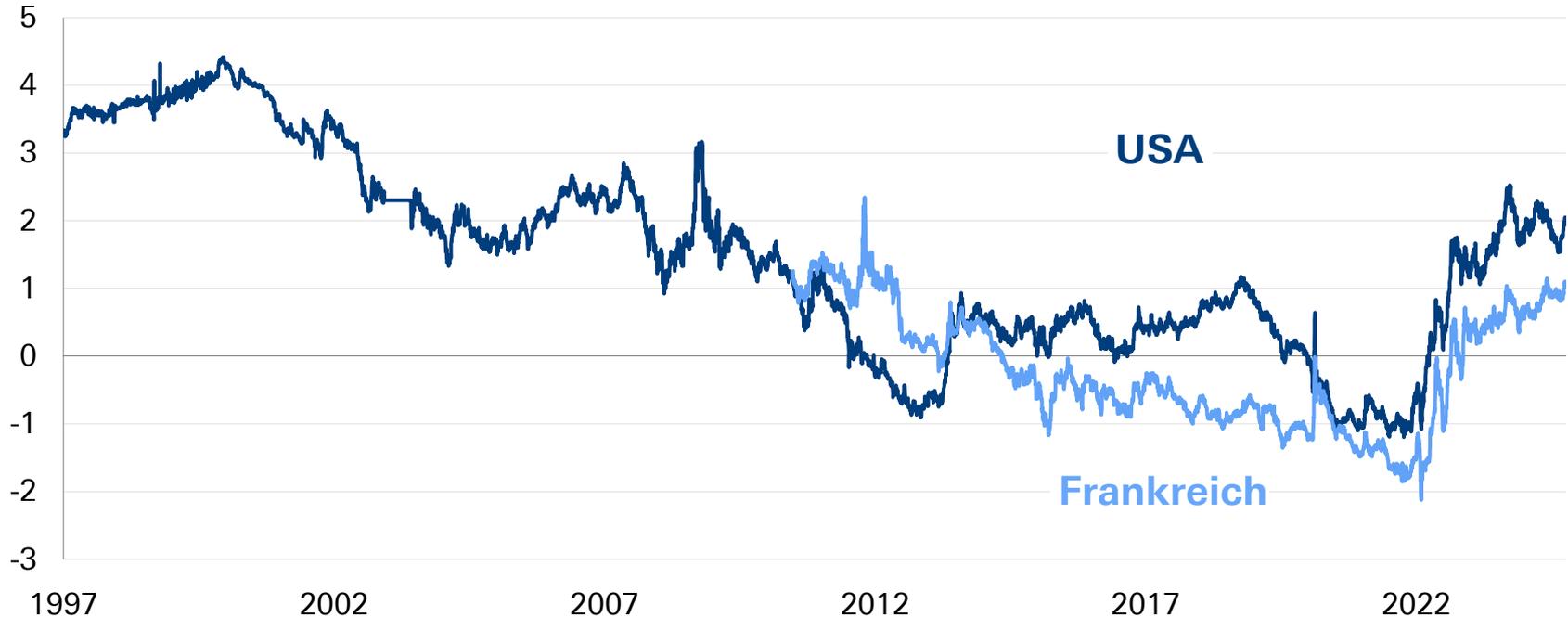
Staatliche Zinszahlungen in % des BIP und US-Dollar-Währungsindex



Quellen: Refinitiv Datastream, Metzler; Stand: 31.10.2024

Reale Renditen entsprechen in etwa dem geschätzten Potenzialwachstum – Anleihemärkte mit angemessener Bewertung und Schutz vor Inflation

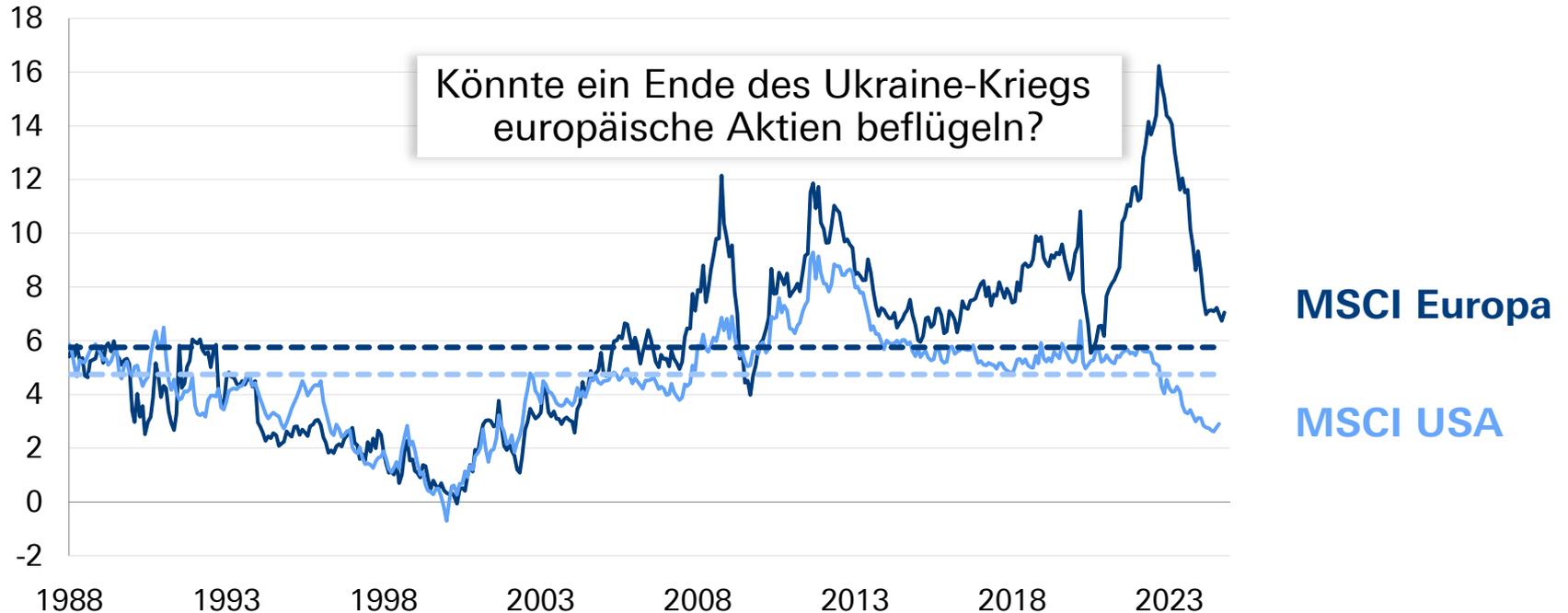
Reale Rendite von inflationsgeschützten Staatsanleihen in %



Quellen: Refinitiv Datastream, Metzler; Stand: 8.11.2024

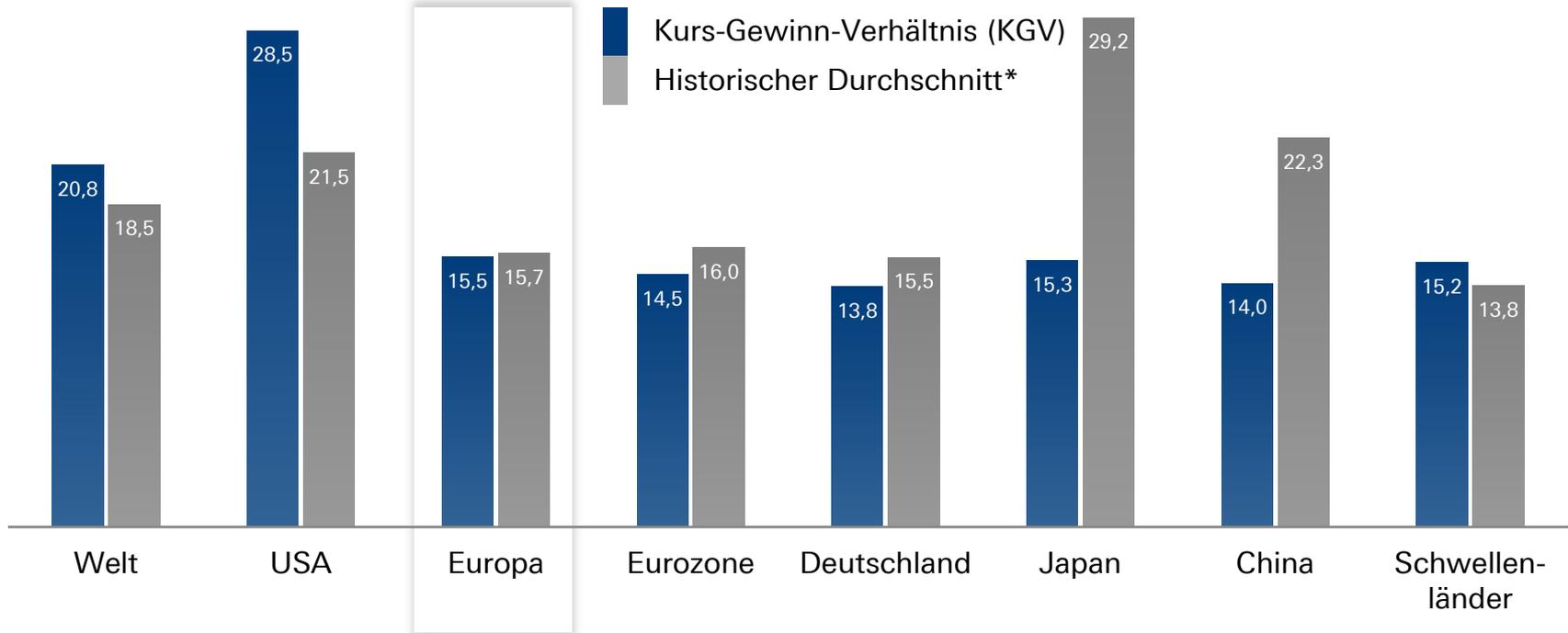
Europäische Aktien bieten eine hohe ex-ante Risikoprämie – waren aber seit 2010 eine „Value-Falle“

Ex-ante Risikoprämie in % (Gewinnrendite abzgl. 10-j. reale Rendite von Staatsanleihen)



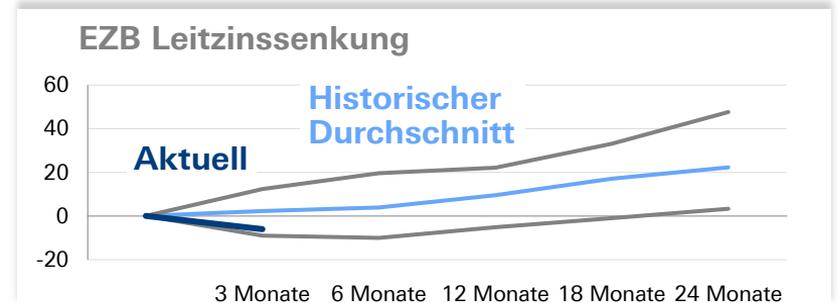
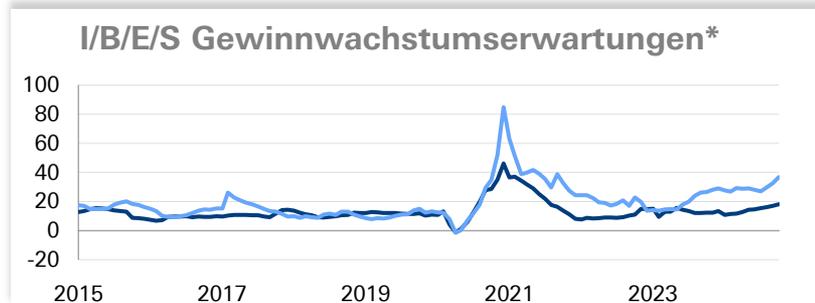
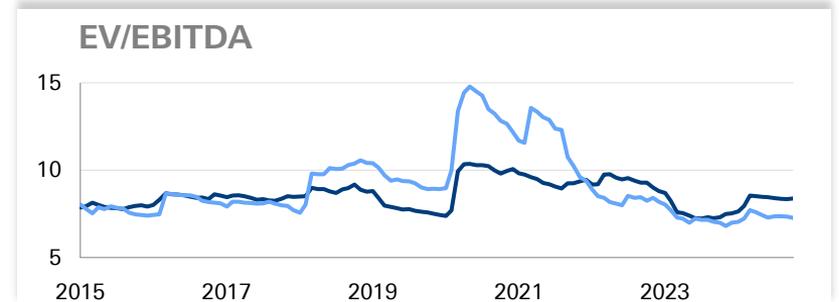
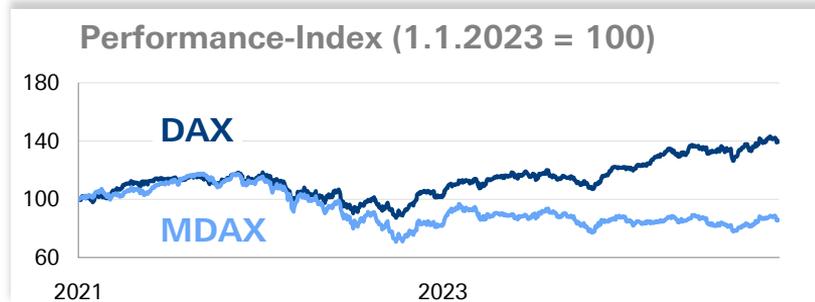
Quellen: Refinitiv Datastream, Metzler; Stand: 31.10.2024

Aktien außerhalb der USA sind auf der Grundlage der berichteten Unternehmensgewinne fair bewertet



* Seit Januar 1995
Quelle: Metzler; Stand: 31.10.2024

Der MDAX könnte in 2025 der große Gewinner werden

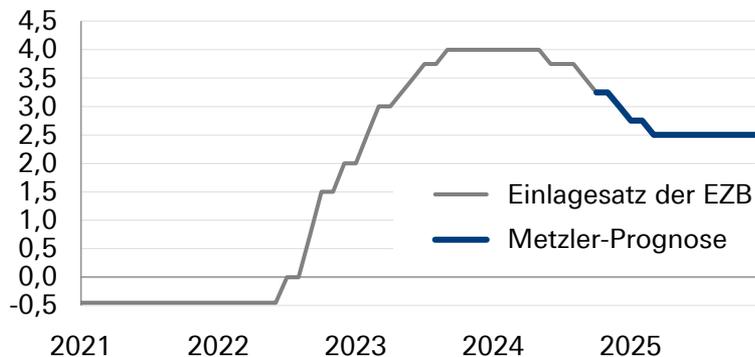


* Für die kommenden 12 Monate
Quellen: Refinitiv Datastream, Metzler; Stand: 31.10.2024

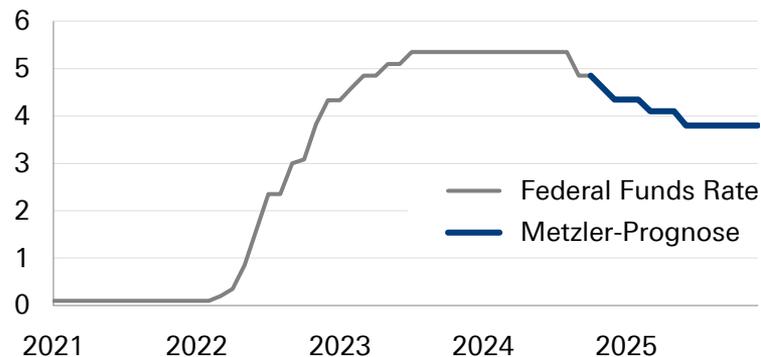
Leitzinsprognosen im Überblick

| | Q1 2024 | Q2 2024 | Q3 2024 | Q4 2024 | Q1 2025 | Q2 2025 |
|----------------------------|---------|---------|---------|----------------|----------------|----------------|
| Einlagesatz der EZB | 4,00 | 3,75 | 3,50 | 3,00 | 2,50 | 2,50 |
| Federal Funds Rate | 5,35 | 5,35 | 4,85 | 4,35 | 4,10 | 3,85 |
| GB Base Rate | 5,25 | 5,25 | 5,25 | 5,00 | 4,50 | 4,00 |
| Japan Call Rate | 0,10 | 0,15 | 0,25 | 0,50 | 1,00 | 1,00 |

Leitzins in der Eurozone in %



Federal Funds Rate in %



Quellen: Refinitiv Datastream, Bloomberg, Metzler; 30.09.2024



Fazit: Ausblick

- Positive Voraussetzungen für ein **starkes Wachstum** 2025
- In den **USA** besteht Potenzial für einen **positiven Kreditimpuls**
- In der **Eurozone** besteht **Potenzial** infolge einer **sinkende Sparquote**
- Eine Schwächung des US-Dollars kann nur mit einer bewussten Politik gelingen, eine Belebung des **Welthandels** wäre die Folge
- **Weniger Leitzinssenkungen** der Zentralbanken als erwartet
- **Chancen** am Aktienmarkt – vor allem beim **MDAX**

Wirtschaftsausblick auf einen Blick

in %

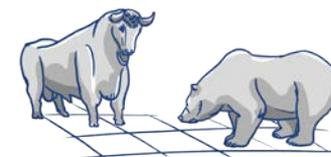
| |  Eurozone | | |  USA | | |  China | | |  Weltweit | | |
|-------------------|--|-------|-------|---|-------|-------|---|-------|-------|--|-------|-------|
| | 2023 | 2024e | 2025e | 2023 | 2024e | 2025e | 2023 | 2024e | 2025e | 2023 | 2024e | 2025e |
| Reales BIP | 0,4 | 0,7 | 1,5 | 2,5 | 2,5 | 2,0 | 5,2 | 4,5 | 4,0 | 2,8 | 3,0 | 2,8 |
| Inflation | 5,5 | 2,3 | 1,9 | 4,1 | 2,8 | 2,0 | 0,2 | 0,5 | 1,0 | 6,8 | 4,6 | 4,0 |

- Globaler Wachstumsabschwung
- Aufschwung in Europa 2025 möglich
- Erheblicher Rückgang der Inflation 2025
- Weniger Leitzinssenkungen der EZB 2025 als erwartet

Übersicht Prognosen

| | 08.11.2024 | Ende 2025e | Wertentwicklung |
|---------------------------------------|------------|------------|-----------------|
| MDAX* | 26.590 | 31.500 | 18,50% |
| MSCI USA* | 27.280 | 28.500 | 4,50% |
| MSCI Europa* | 14.102 | 14.900 | 5,60% |
| MSCI Japan* | 4.304 | 4.600 | 6,80% |
| MSCI Schwellenländer* | 187.176 | 190.000 | 1,50% |
| Federal Reserve | 4,60% | 3,85% | -75 Bp |
| Europäische Zentralbank | 3,25% | 2,50% | -75 Bp |
| Bank of Japan | 0,25% | 1,00% | +75 Bp |
| Rendite 10-jähriger Bundesanleihen | 2,36% | 2,50% | 1,20% |
| Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen | 4,30% | 4,50% | 2,70% |
| Gold in USD | 2.671 | 2.800 | 4,80% |
| Wechselkurs EUR/USD | 1,07 | 1,1 | 2,80% |

* Total Return Index in lokaler Währung
Quelle: Metzler



Rechtlicher Hinweis (1/3)

Werbeinformation der Metzler Asset Management GmbH

Diese Unterlage der Metzler Asset Management GmbH (nachfolgend zusammen mit den verbundenen Unternehmen im Sinne von §§ 15 ff. AktG „Metzler“ genannt) enthält Informationen, die aus öffentlichen Quellen stammen, die wir für verlässlich halten. Metzler übernimmt jedoch keine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit dieser Informationen. Metzler behält sich unangekündigte Änderungen der in dieser Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen, Vorhersagen, Schätzungen und Prognosen vor und unterliegt keiner Verpflichtung, diese Unterlage zu aktualisieren oder den Empfänger in anderer Weise zu informieren, falls sich eine dieser Aussagen verändert hat oder unrichtig, unvollständig oder irreführend wird.

Diese Unterlage dient ausschließlich der Information und ist nicht auf die speziellen Investmentziele, Finanzsituationen oder Bedürfnisse individueller Empfänger ausgerichtet. Bevor ein Empfänger auf Grundlage der in dieser Unterlage enthaltenen Informationen oder Empfehlungen handelt, sollte er abwägen, ob diese Entscheidung für seine persönlichen Umstände passend ist, und sollte folglich seine eigenständigen Investmententscheidungen, wenn nötig mithilfe eines Anlagevermittlers, gemäß seiner persönlichen Finanzsituation und seinen Investmentzielen treffen.

Vergangenheitswerte sind keine Garantie für zukünftige Wertentwicklung. Es kann daher nicht garantiert, zugesichert oder gewährleistet werden, dass ein Portfolio die in der Vergangenheit erzielte Wertentwicklung auch in Zukunft erreichen wird. Eventuelle Erträge aus Investitionen unterliegen Schwankungen; der Preis oder Wert von Finanzinstrumenten, die in dieser Unterlage beschrieben werden, kann steigen oder fallen. Im Übrigen hängt die tatsächliche Wertentwicklung eines Portfolios vom Volumen des Portfolios und von den vereinbarten Gebühren und fremden Kosten ab.

Bei den in dieser Unterlage eventuell enthaltenen Modellrechnungen handelt es sich um beispielhafte Berechnungen der möglichen Wertentwicklungen eines Portfolios, die auf verschiedenen Annahmen (z. B. Ertrags- und Volatilitätsannahmen) beruhen. Die tatsächliche Wertentwicklung kann höher oder niedriger ausfallen – je nach Marktentwicklung und dem Eintreffen der den Modellrechnungen zugrunde liegenden Annahmen. Daher kann die tatsächliche Wertentwicklung nicht gewährleistet, garantiert oder zugesichert werden.

Metzler kann keine rechtliche Garantie oder Gewähr abgeben, dass eine Wertuntergrenze gehalten oder eine Zielrendite erreicht wird. Daher sollten sich Anleger bewusst sein, dass möglicherweise in dieser Unterlage genannte Wertsicherungskonzepte keinen vollständigen Vermögensschutz bieten

Rechtlicher Hinweis (2/3)

können. Metzler kann somit nicht garantieren, zusichern oder gewährleisten, dass das Portfolio die vom Anleger angestrebte Entwicklung erreicht, da ein Portfolio stets Risiken ausgesetzt ist, welche die Wertentwicklung des Portfolios negativ beeinträchtigen können und auf welche Metzler nur begrenzte Einflussmöglichkeit hat.

Insbesondere kann nicht garantiert, zugesichert oder gewährleistet werden, dass durch ESG-Investments tatsächlich die Rendite gesteigert und/oder das Portfoliorisiko reduziert wird. Ebenso kann aus dem Ziel des „verantwortlichen Investierens“ (Definition entsprechend den BVI-Wohlverhaltensregeln) keine zivilrechtliche Haftung seitens Metzler abgeleitet werden. Die Nachhaltigkeitsberichte und weitere Informationen zur CSR-Strategie der Metzler-Gruppe sind einsehbar unter www.metzler.com/konzern-nachhaltigkeit. Informationen zu Nachhaltigkeit bei Metzler Asset Management unter www.metzler.com/esg.

Diese Unterlage ist kein Angebot oder Teil eines Angebots zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten, noch stellt diese Unterlage eine Grundlage für irgendeinen Vertrag oder irgendeine Verpflichtung dar. Weder Metzler noch der Autor haften für diese Unterlage oder die Verwendung ihrer Inhalte. Kaufaufträge können nur angenommen werden auf der Grundlage des geltenden Verkaufsprospektes, der eine ausführliche Darstellung der mit diesem Investment verbundenen Risiken enthält, des geltenden Basisinformationsblatts (PRIIPs) sowie des geltenden Jahres- und Halbjahresberichts. Diese und alle anderen relevanten Pflichtunterlagen, einschließlich des Prozesses zur Beilegung von Beschwerden über den Fonds sind auf www.metzler.com/download-fonds und www.universal-investment.com/en/Corporate/Compliance/Ireland/ verfügbar.

Dem Anleger steht das Recht auf eine Musterfeststellungsklage nach § 606 ZPO und auf Durchführung eines Ombudsverfahrens vor dem BVI zu. Es gilt das Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz (KapMuG).

Es kann jederzeit beschlossen werden, die Vereinbarungen über den grenzüberschreitenden Vertrieb zu beenden. In einem solchen Fall werden die Anleger über diese Entscheidung informiert und erhalten die Möglichkeit, ihre Anteile zurückzugeben.

Die Verwaltung der irischen OGAW-Sondervermögen obliegt der Universal-Investment Ireland Fund Management Limited in Dublin. Die Verwaltungsgesellschaft hat bei der Erstellung der Werbeunterlage nicht mitgewirkt und ist für deren Inhalte auch nicht verantwortlich, vorbehaltlich aller anwendbaren Gesetze und aufsichtsrechtlichen Anforderungen.

Rechtlicher Hinweis (3/3)

Ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Metzler darf/dürfen diese Unterlage, davon gefertigte Kopien oder Teile davon nicht verändert, kopiert, vervielfältigt oder verteilt werden. Mit der Entgegennahme dieser Unterlage erklärt sich der Empfänger mit den vorangegangenen Bestimmungen einverstanden.

Sonstige Hinweise zu verwendeten Indizes, Ratings und sonstigen Kennzeichnungen

Die Fondskennzahlen und -ratings („die Informationen“) von MSCI ESG Research LLC („MSCI ESG“) liefern Umwelt-, Sozial- und Governance-Daten in Bezug auf die zugrunde liegenden Wertpapiere in mehr als 31.000 Multi-Asset-Klassen-Publikumsfonds und ETFs weltweit. MSCI ESG ist ein eingetragener Anlageberater gemäß dem US Investment Advisers Act von 1940. Die Materialien von MSCI ESG wurden weder bei der US-amerikanischen SEC noch bei einer anderen Aufsichtsbehörde eingereicht oder von diesen genehmigt. Keine der Informationen stellt ein Angebot dar zum Kauf oder Verkauf oder eine Werbung oder Empfehlung eines Wertpapiers, eines Finanzinstruments oder eines Produkts oder einer Handelsstrategie, noch sollten sie als Hinweis oder Garantie für eine zukünftige Wertentwicklung, Analyse, Prognose oder Vorhersage angesehen werden. Keine der Informationen kann dazu verwendet werden, um zu bestimmen, welche Wertpapiere zu kaufen oder zu verkaufen sind oder wann sie zu kaufen oder zu verkaufen sind. Die Informationen werden in der vorliegenden Form zur Verfügung gestellt, und der Nutzer der Informationen übernimmt das volle Risiko, das mit der Nutzung der Informationen oder der Erlaubnis hierzu verbunden ist.

Metzler Asset Management GmbH
Untermainanlage 1, 60329 Frankfurt am Main
Postfach 20 01 38, 60605 Frankfurt am Main
Telefon 069 2104-1111
www.metzler.com