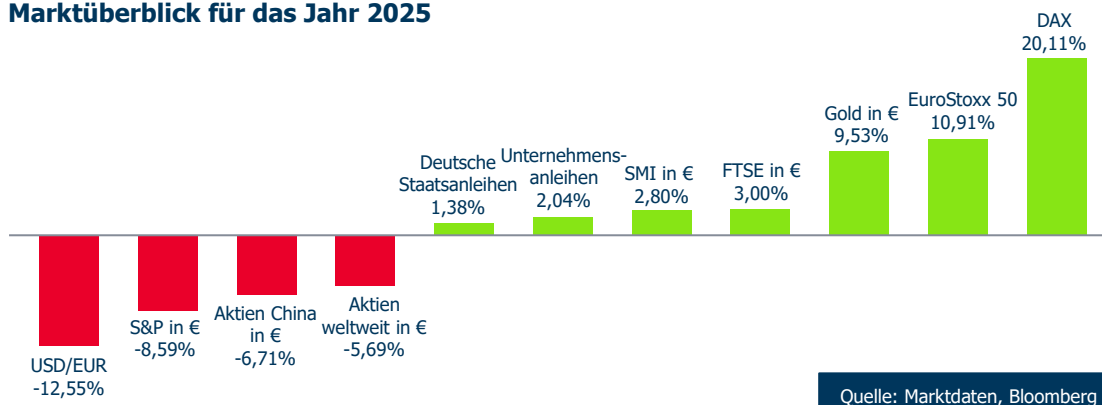


1. Überblick

Die erste Hälfte des Jahres 2025 war alles andere als ereignislos. Die Märkte taten sich schwer, eine klare Richtung zu finden, während geopolitische Spannungen (Krieg Ukraine / Russland, Krieg Israel / Iran) und politische Unsicherheiten die Anleger vorsichtig agieren ließen und die Märkte deshalb sehr volatil waren. Einem schnellen scharfen Rückgang folgte nach dem „Trumpschen Befreiungstag“ Anfang April eine der stärksten Erholungen von US-Aktien der letzten Jahrzehnte. Die Dominanz der US-Märkte lässt aber nach und die Welt bewegt sich mehr auf eine multipolare Ordnung zu. Die US-Wirtschaft steht vor einer schwierigen Phase mit schleppendem Wachstum und hartnäckiger Inflation, die jeweils politischen Zwängen unterliegen. Teils widersprüchliche Signale von der US-Handelspolitik und ein begrenzter geld- und fiskalpolitischer Handlungsspielraum werden die Stimmung vermutlich weiter belasten. Europa und Asien bieten inzwischen flexiblere politische Rahmenbedingungen und vielfältige Wachstumsfaktoren. Aus Anlegersicht sollte man aber vorsichtig bleiben, da geopolitische Turbulenzen, Schwachstellen im Finanzsystem, eine mögliche Konjunkturverlangsamung in China sowie politische Turbulenzen in den USA die Lage komplizierter machen könnten. Die Märkte erholten sich im zweiten Quartal, auch, da Donald Trump mit seiner Zollpolitik vom US-Anleihemarkt in seine Schranken gewiesen wurde. Der US-Dollar gab deutlich nach und kompensierte teilweise die Gewinne aus sich erholenden US-Aktienmärkten für Euroanleger. Die europäischen Börsen überraschten, da sie sich trotz eher schwacher Wachstumsraten weiter gut entwickeln konnten. Gold legte weiter zu und Anleihen wurden tendenziell gesucht. Das aktuelle Umfeld ist komplex, aber Komplexität birgt Chancen – vor allem für diejenigen, die sich auf Qualität und strategische Diversifikation konzentrieren.

Marktüberblick für das Jahr 2025



Was heißt das nun für unsere Anlagestrategie im zweiten Halbjahr? In einer zunehmend komplexen Welt bleiben eine strategische Diversifikation und Qualitätsanlagen bei Aktien und Anleihen entscheidend. Verschiedene Komponenten prallen aufeinander. Zuerst ist die geopolitische Unsicherheit zu nennen. Ein Ende des Ukraine Krieges scheiterte bisher an Russland. Eine zusätzliche Eskalation wurde nach 12 Tagen Krieg von Israel gegen den Iran durch einen Waffenstillstand vorerst vermieden. Der Ausgang ist aber auch hier aufgrund der Beteiligung der USA an der Militäraktion gegen den Iran ungewiss. Die Strafzölle von Donald Trump sind nur bis zum 9. Juli ausgesetzt. Ein Deal mit China wie auch mit Europa wird aktuell noch verhandelt. Die Wirtschaft in den USA ist im ersten Quartal um 0,5% geschrumpft, das Staatsdefizit der USA weiter angewachsen. Der US-Dollar steht unter Druck und auch die Rendite der 10Y US-Treasuries bleibt erhöht. Eine Welt, in der der Taktgeber, also die USA, etwas schwächelt und zwanghaft versucht seine weltpolitische Ausnahmestellung gegenüber anderen Ländern auszunutzen, führt zu alternativen Allianzen und neuen multipolaren Leadern. Das bedeutet Schicksal und Chance zugleich: z.B. für Deutschland wie aber auch für Europa und Asien. Allerdings geschieht dies auf hohen Bewertungsniveaus und die Gewinnerwartungen für das 2. und 3. Quartal sind zudem anspruchsvoll. Aufgrund der Belastungsfaktoren für die kommende Zeit, fällt es zwar schwer eine positive Sicht für die Märkte zu gewinnen, allerdings ergeben sich Chancen für positive Überraschungen. So könnte die FED mit Zinssenkungen kurzfristig überraschen. Trump könnte mit Deals seiner Zoll-Verhandlungen „glänzen“. Der schwache US-Dollar könnte Rückenwind für Gewinne von US-Titeln mit Exportanteil bedeuten und die „One Big Beautiful Bill“ könnte über Steuererleichterungen die Unternehmensgewinne positiv überraschen lassen. In einer solchen Phase ist es aus unserer Sicht dennoch sinnvoll, keine unnötigen Risiken einzugehen. Wachsamkeit, Flexibilität und ein robuster, globaler und branchenspezifischer Investmentansatz stehen für uns weiter im Fokus.

2. Unsere Einschätzungen im Überblick

US-WACHSTUM: Neben den „weichen“ Umfragedaten haben sich auch die harten Daten verschlechtert. Die US-Wirtschaft ist im ersten Quartal 2025 um 0,5% geschrumpft und zeigt insgesamt eine Abschwächungstendenz. Unternehmen halten sich bei Investitionen und Neueinstellungen zurück, was den Ausblick trübt. Trotz leichter Rezessionsrisiken bestehen keine massiven inländischen Ungleichgewichte, weshalb die Abschwächung möglicherweise nur von kurzer Dauer ist. Die BIP-Wachstumsprognose für das Gesamtjahr 2025 sehen wir bei 1,5%.

US-INFLATION: Die jüngsten Daten gaben nach, während die Inflationserwartungen der Verbraucher aufgrund von Zollbedenken neue Höchststände erreichten. Ein nur moderater Anstieg des effektiven Zollsatzes und ein geringerer Anreiz zur Verlagerung von Lieferketten aus China dürften den Preisdruck dämpfen. Die Kerninflation sollte bis Ende 2025 mit 3,5% ihren Höchststand erreichen.

US-POLITIK: Der Senat beschließt den „One Big Beautiful Bill Act“, welcher auslaufende Steuersenkungen verlängert, neue Steuersenkungen verabschiedet und die Ausgaben senkt. Wir gehen davon aus, dass die positiven Wachstumseffekte des Fiskalpakets geringer und später eintreten werden als die Belastung durch Zölle, während die Zolleinnahmen den Anstieg des Defizits teilweise decken würden.

PREISE: Die USA haben ihr Leistungsbilanzdefizit in der Vergangenheit durch den Export von Finanzanlagen ausgeglichen. Dies dürfte schwieriger werden, da die USA trotz hoher Inflation unter starkem Refinanzierungsdruck stehen: Die Zinsausgaben übersteigen 1,1 Billionen USD pro Jahr. Regulatorische Erleichterungen für Banken & Pensionsfonds sollen helfen, die Nachfrage nach Staatsanleihen anzukurbeln.

AKTIEN: Die globalen Aktienmärkte haben sich erholt, da die US-Handelspolitik von Störungen (durch Trumps Liberation Day) zu Vereinbarungen übergegangen ist. US-Zölle und US-Rezessionsrisiken sind zwar gesunken, aber noch nicht auf ein niedriges Niveau. Das Überschreiten des Höhepunkts der Handelsspannungen bedeutet jedoch, dass die Märkte, selbst wenn die harten Daten die Umfragen einholen, wahrscheinlich eher bereit sein werden, über die kurzfristige Konjunkturschwäche hinwegzusehen.

US-AKTIEN: Trotz geopolitischer Unsicherheit und schwächelndem US-Dollar haben sich US-Aktien nach einem starken Rückgang im Frühjahr eindrucksvoll erholt und notieren wieder nahe historischer Höchstbewertungen. Für Investoren sind ausgewählte US-Titel der INFORMATIONSTECHNIK – insbesondere im Bereich Künstliche Intelligenz – weiterhin sinnvoll, allerdings nur bei „außergewöhnlicher“ Unternehmensqualität.

EUROPA-AKTIEN: Europa erscheint zunehmend attraktiver, da fiskalische Lockerungen, stabile Zinsen und verbesserte Gewinnperspektiven die Börsen unterstützen. Besonders Deutsche und Schweizer Aktien mit Fokus auf VERSICHERUNGEN sowie GESUNDHEIT und ERNÄHRUNG bieten gute Chancen bei vergleichsweise günstiger Bewertung.

ZINSEN: Steigende Staatsschulden diesseits und jenseits des Atlantiks überlagern Zinssenkungserwartungen. Eine zögerliche FED spielt auf Zeit. Konsequenzen aus dem Zollkonflikt sollten in den USA mit einer Verzögerung von drei Monaten in den volkswirtschaftlichen Daten sichtbar sein, was für eine erste Zinssenkung der FED im September sprechen könnte.

Wachstumssorgen, ein starker Euro und eine bereits wieder unter 2% notierende Inflationsrate ermöglichen der EZB zusätzlichen Spielraum. Bei weiteren Zinssenkungen im Verlauf des Jahres 2025 sollten auch die Renditen mittlerer und längerer Laufzeiten aufgrund der normalisierten Zinskurve der Eurozone unterstützt sein.

WÄHRUNGEN: Im Gegensatz zum Schweizer Franken büßte der USD seinen Status als sicherer Hafen weiter ein und wertete gegenüber fast allen Währungsräumen teilweise deutlich ab. Während Zinsdifferenzen und Wachstumsaussichten für den USD sprechen, wiegt aktuell der Vertrauensverlust und Kapitalabzug aus den USA stärker auf dem „Greenback“. Für den Rest des Jahres erwarten wir eine Handelsspanne im EUR/USD von 1,10 bis 1,20, wobei durchaus weitere Abwärtsrisiken aufgrund der unsteten Wirtschaftspolitik von Donald Trump bestehen.

GOLD: Die Käufe der Zentralbanken und die Nachfrage nach sicheren Anlagen sollten den Goldpreis weiterhin stützen. Gold erreichte ein neues historisches Hoch in USD. Es macht mittlerweile 20% der weltweiten Zentralbankreserven aus und hat den Euro als zweitgrößte Reservewährung überholt – mit Käufern wie China, Indien, Türkei und Polen. Die stark ansteigende geopolitische Unsicherheit veranlasst Investoren weiterhin einen Anteil ihres Portfolios in Goldinvestments zu allokieren.

3. Der Bericht vom Markt

Die Weltwirtschaft bewegt sich derzeit in unbekannten Gewässern, aber eines scheint sicher: Die USA haben das Ruder nicht mehr allein in der Hand. Ihre unberechenbare Politik mit einer Flut von Dekreten hat einen Dominoeffekt ausgelöst, der die globale Handels- und Fiskalpolitik prägt. Diese Unberechenbarkeit hat das Wirtschaftswachstum der USA sogar kurzfristig schrumpfen lassen. Ein erhöhtes Rezessionsrisiko ist damit gegeben, auch wenn solche Abschwünge nicht allzu lange dauern sollten, da die US-Wirtschaft unter keinen größeren inländischen Ungleichgewichten leidet. Die US-Notenbank dürfte wegen der inflationären Auswirkungen der Zölle nur langsam reagieren: Wir erwarten bis Ende des Jahres maximal zwei Zinssenkungen. Viele Unternehmen legen ihre Investitionen und Neueinstellungen vorläufig auf Eis, bis mehr Klarheit vorherrscht. Das trübt den Wachstumsausblick. Währenddessen ist der Rest der Welt damit beschäftigt, neue Allianzen zu schmieden und bestehende zu stärken. Insbesondere Europa und Asien sind bestrebt, offene Handelsbeziehungen aufrechtzuerhalten und eine wachstumsfördernde Politik zu betreiben. Dieser Wandel führt zu bilateralen Handelsabkommen, welche die Vereinigten Staaten außen vorlassen, da sich diese Regionen von den unvorhersehbaren Launen der US-Politik abschirmen wollen – eine ganz eigene Entwicklung, die wir gerade miterleben können.

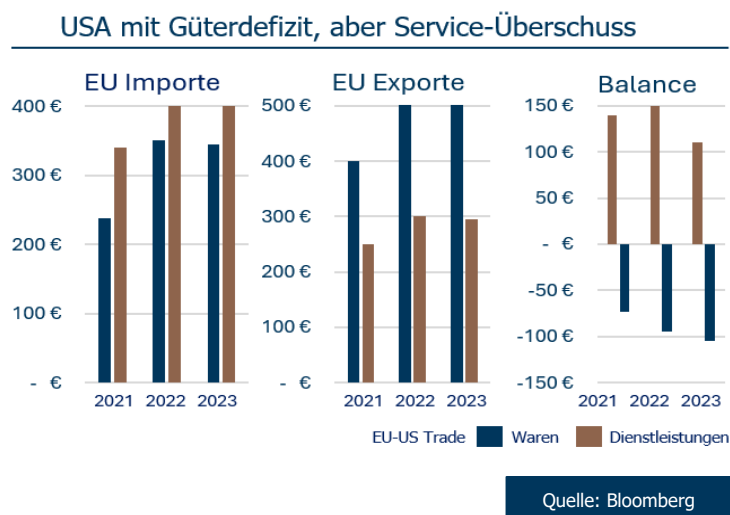
So musste Donald Trump, besonders auf Druck der Rentenmärkte, seine Vorhaben von „fairen Handelsdeals“ auf der Zeitachse nach hinten schieben. Der durch den „Freiheitstag“ (Liberation Day) aufgebaute maximale Druck auf Handelspartner nahm damit deutlich ab und ein Aufatmen der Märkte war zu spüren. In der Folge stiegen die Märkte. Die Rede vom „Trump Put“, also das Eingreifen, wenn die Kapitalmärkte zu sehr unter Druck geraten, machte die Runde.

Derzeit befindet man sich mit der EU, wie auch mit China in Verhandlungen, um ein abschließendes Übereinkommen zu erreichen. Mit einigen Ländern, wie z.B. Großbritannien, konnten Abkommen erzielt werden. Insgesamt sehen wir den Versuch globale Handelssysteme nach innenpolitischen Interessen umzuformen als schwierig und insgesamt nicht vertrauensstiftend an. Zumal auch die Sichtweise von Donald Trump z.T. eher einseitig ist. Gegenüber Europa wird z.B. übersehen, dass die USA nicht nur ein hohes Handelsbilanzdefizit in Waren, sondern dagegen auch einen hohen Handelsbilanzüberschuss im Dienstleistungsbereich aufweist, der die letzten Jahre sogar stetig durch Firmen wie Google, Microsoft etc. angewachsen ist.

Hinzu kommen fortwährende Angriffe von Donald Trump auf die Unabhängigkeit der US-Notenbank, die zusätzlich das Vertrauen in den US-Dollar und das US-Finanzsystem schwächen. Die Folgen sind bereits sichtbar: Die hohen Wachstumsraten der vergangenen Jahre, die u.a. durch eine hohe (Auslands-) Verschuldung erreicht wurden, gibt es Stand jetzt nicht mehr. Die Schuldenquote der USA beträgt bereits 120 Prozent des BIPs, was ein Rekordwert darstellt, Tendenz weiter steigend. Allein die

Zinsausgaben summieren sich auf mehr als 1,1 Billionen USD pro Jahr und übersteigen damit die Einnahmen durch evtl. zusätzliche Zölle von den wichtigsten Handelspartnern der USA und liegen sogar über den Verteidigungsausgaben der USA. Ohne niedrigere Zinsen am Markt werden so in den kommenden Jahren Billionen US-Dollar an fällig werdenden Anleihen durch höher verzinsliche Papiere ersetzt werden müssen. Die Zinssätze der für den Wohnungsmarkt und Unternehmensinvestitionen besonders wichtigen langlaufenden US-Zinsen (10 Jahre, 30 Jahre) verharren auf hohem Level.

Im ersten Quartal schrumpfte die US-Wirtschaft um 0,5%, während die Inflation weiter leicht anstieg. Unter der Betrachtung wirtschaftlicher Fundamentaldaten, also der Verschuldung und des aktuellen Wirtschaftswachstums wären die USA zum Sparen gezwungen. In der Vergangenheit haben die USA ihr Leistungsbilanzdefizit durch den Export von Finanzanlagen ausgeglichen. Heute





befindet sich rund ein Drittel des US-Staatsanleihenmarktes in ausländischer Hand. Auch werden noch nahezu 60 % der globalen Währungsreserven in US-Dollar gehalten, rund 74 % des Handels im Asien-Pazifikraum wird in Dollar abgewickelt. Die bisherige Rolle als Anker bzw. sicherer Hafen der US-Staatsanleihen im globalen Finanzsystem wird vermehrt infrage gestellt. Sie wird wesentlich davon abhängen, mit welcher Disziplin die US-Regierung den Haushalt in den nächsten Jahren gestalten wird. Vieles deutet aber erst einmal auf höhere Risikoprämien und steilere Zinskurven hin. Dass die zukünftige Refinanzierung herausfordernder wird, konnte bei den letzten Anleiheemissionen beobachtet werden. Die Auktionen von US-Treasuries verliefen sehr schleppend und wurden mit einer geringeren Nachfrage bedacht. Die Tatsache, dass die FED eine Lockerung der „Supplementary Leverage Ratio“ (SLR) beschlossen hat – Banken müssen weniger Eigenkapital für US-Staatsanleihen vorhalten –, zeigt, dass mehr Spielraum für den Kauf von Staatsanleihen geschaffen werden soll. Auch die stärkere Ausrichtung auf Stablecoins – digitale Währungen, die an den US-Dollar gebunden sind – gewinnen durch Donald Trump an Bedeutung. Um ihre Stabilität zu gewährleisten, halten die Stablecoin-Emittenten einen Großteil ihrer Reserven in kurzlaufenden US-Staatsanleihen. Dies führt dazu, dass Stablecoins indirekt zunehmend als weitere Käufergruppe im Markt für Treasury Bills auftreten. Beides sind wichtige Maßnahmen, um mehr Nachfrage nach US-Staatsanleihen zu erzeugen. Die USA können damit zukünftig ihr Defizit besser refinanzieren und so soll eine Stabilisierung des Anleihenmarkts, trotz hoher Neuverschuldung und geringerer Auslandsnachfrage gelingen.

Allerdings verhindert dieses Vorgehen bisher nicht die Verlagerung von globalen Kapitalströmen. Anleger suchen aktuell vermehrt außerhalb der USA nach Investitionsmöglichkeiten. Erhebliche Auswirkungen waren auf dem Devisenmarkt sichtbar, wo der Status des US-Dollars als sicherer Hafen seit des „Liberation Days“ infrage gestellt wird. Wir halten weiter an der EUR/USD Handelsspanne von 1,10 bis 1,20 fest, wobei durchaus weitere Abwärtsrisiken bestehen.

Die europäischen Länder sind indes bereit, die öffentlichen Ausgaben weiter zu erhöhen, nachdem einige Nationen in den letzten Jahren eine stärkere Haushaltsdisziplin bewiesen haben. Hier spielt auch die Kriegsentwicklung in der Ukraine eine Rolle. Russland scheint weithin nicht an einem Frieden interessiert zu sein und spielt auf Zeit, was auch Donalds Trumps Friedensbemühungen scheitern ließ. Somit ist Europa immer stärker auf sich allein gestellt, was in deutlich höheren Verteidigungsausgaben mündet. Aber auch die Lockerung von Vorschriften und der Abbau von Bürokratie sollten ein günstigeres Umfeld für Unternehmen und Investitionen schaffen. In der zweiten Jahreshälfte 2025 erwarten wir eine Zunahme dieser Bestrebungen. So dürften regulatorische Belastung verringert, die Staatsausgaben erhöht und das Wachstum angekurbelt werden, ohne dabei die Inflation anzuziehen. Europa könnte seine expansive Geldpolitik vorantreiben und die EZB auf ihren nächsten Sitzungen die Zinsen weiter senken – all das dürfte mit einer wachstumsfördernden Fiskalpolitik einhergehen, die wir dann ab 2026 erwarten.

Im Konflikt Israel / Iran konnte nach 12 Tagen eine Waffenruhe erreicht werden. Sicherlich aufgrund der Überlegenheit Israels und der Zielerreichung das Atomprogramm des Irans zumindest vorerst zu stoppen, bzw. auch auf unbekannte Zeit zurückzuwerfen. Geopolitisch spielte den USA in die Karten, dass sowohl Russland (verfolgt aktuell andere Ziele in der Ukraine) als auch China kein Interesse an einer direkten Einmischung hatten, was vorrangig an den weiterhin unterbrechungsfreien Ölexporten des Irans liegen sollte.

Das Jahr 2025 bleibt alles in allem anspruchsvoll. Die Geopolitik, die US-Politik und mögliche fiskalpolitische Fehler, insbesondere in den USA, bereiten weiterhin große Sorgen. Der geopolitische Wandel ist ein komplexer Prozess, der zu teils erheblicher Volatilität führen kann. Umso wichtiger ist eine breit diversifizierte Anlagestrategie, die in stürmischen Zeiten für Stabilität sorgt. Hoffen wir auf das Beste, bereiten uns aber gleichzeitig auch auf evtl. schwierigere Zeiten vor. Unsere strategische Vermögensallokation sorgt weiter für Stabilität, wenn die Unsicherheit zunimmt. Gold ist auch deshalb nach wie vor ein fester Bestandteil unserer Depots, da es bei wirtschaftlichen und geopolitischen Risiken Schutz und Diversifikationsvorteile bietet. Die Handelsspannungen und die damit verbundene Risikoaversion an den Finanzmärkten sind zyklische Treiber einer strukturellen Gold-Hausse, die von den Zentralbankkäufen geprägt wird. Beides ist ein Ausdruck der multipolaren Welt und bestärkt uns in unserer Überzeugung, dass sich Gold in einer soliden Hausse-Phase befindet.

4. Aktienmarkt

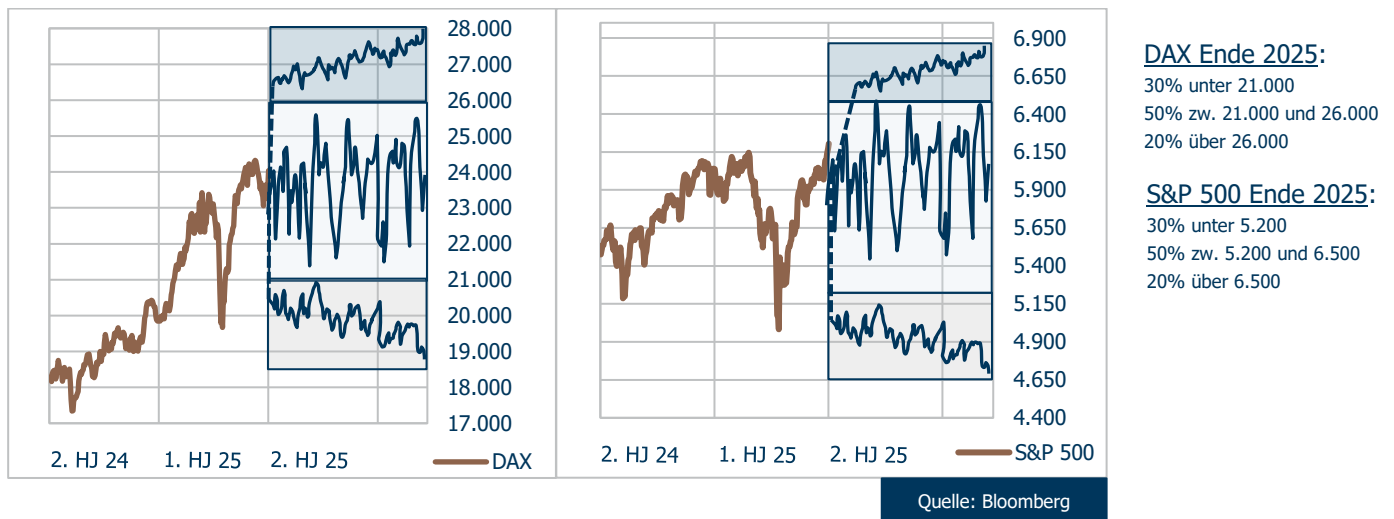
4.1 *Komplexe Gemengelage?*

Der internationale Handel befindet sich im Umbruch, US-Staatsanleihen scheinen aktuell nicht der sichere Hafen zu sein, der US-Dollar steht unter Druck. So stellt sich neben den geopolitischen Krisenherden die aktuelle Gemengelage dar. Nach einem schnellen, scharfen Rückgang von 20% an der Wall Street folgte im April eine der stärksten US-Aktienerholungen seit Jahrzehnten. Die Weltbörsen (besonders die USA) befinden sich in der Nähe der historischen Höchstbewertungen mit erwarteten US-Kurs-Gewinn-Verhältnissen von 22. Auch der starke Bewertungsabschlag europäischer Titel gegenüber US-Titeln hat sich in diesem Jahr deutlich verringert.

Das derzeitige Umfeld macht erneut deutlich, dass die Widerstandsfähigkeit der einzelnen Unternehmen wichtiger denn je ist. Eine sorgfältige Einzeltitelselektion ist entscheidend. Hierbei gehören US-Aktien weiterhin in ein gut diversifiziertes Portfolio. Aber es müssen primär „außergewöhnliche“ US-Unternehmen ausgewählt werden, für die es außerhalb der USA keine Alternativen gibt. Solche Werte sind besonders in dem wichtigsten Wachstumsthema KI / INFORMATIONSTECHNIK zu finden, welches wir in den Portfolios mit einigen großen Big Cap Unternehmen abbilden. Mittel- und langfristig werden aus unserer Sicht US-Unternehmen in Gänze wieder stärker profitieren können, da Investoren in den Vereinigten Staaten weiterhin das kapitalmarktfreundlichste Umfeld vorfinden. Gerade hat der Senat sowohl die Verlängerung der Steuerkürzungen von 2017 als auch umfangreiche Steuer- und Ausgabensenkungen beschlossen. Die europäischen Maßnahmen (z.B. Konjunkturpakete, Subventionen für grüne Infrastruktur, Verteidigungsausgaben) erscheinen uns aber kurzfristig umsetzbarer und weniger steuerpolitisch verheddert, womit Europa in der nächsten Zeit vermutlich über eine bessere Ausgangslage verfügt. Aus diesem Grund sollte das Portfolio nach Möglichkeit mit nicht-amerikanischen Titeln breiter diversifiziert werden. Aus unserer Sicht sollte die Fiskalpolitik eine stärkere Unterstützung für die jeweiligen Börsen bieten und die Europäische Zentralbank wird die Zinssätze niedrig halten, was sich im Gewinnwachstum in Europa auswirken sollte. Wir sehen zwar auch in den USA erste vorsichtige Anzeichen einer Gewinnverbesserung, allerdings dürfte Europa zurzeit im Vergleich attraktivere Möglichkeiten bieten. Innerhalb Europas kommt deutschen Aktien aufgrund ihrer politischen Ausrichtung, ihrer attraktiven Bewertungen und des prognostizierten starken Gewinnwachstums eine besondere Bedeutung zu. Wir setzen aktuell stark auf die Branche VERSICHERUNG und VERSORGER. Diese Titel dürften stark von dem Anfang des Jahres angekündigten Konjunkturprogramm profitieren, mit dem die deutsche Regierung die Ausgaben für Verteidigung und Infrastruktur erhöhen möchte. Auch bei Schweizer Unternehmen sind die Gewinnwachstumserwartungen für 2025 solide, und die Werte im Vergleich zu ihren europäischen und amerikanischen Pendanten tendenziell stabiler. Hier gefallen uns defensive Werte aus dem Bereich ERNÄHRUNG & AGRAR oder der Zukunftsbranche GESUNDHEIT. Diese Blue-Chips sollten auch im Falle einer evtl. weiteren Krise ihre Robustheit nachhaltig unter Beweis stellen.

4.2 *Wie sieht unsere Erwartung für das 2. Halbjahr 2025 aus?*

Unter den oben beschriebenen Rahmenbedingungen erscheint es ambitioniert, einen Blick auf mögliche Indexstände zum Jahresende zu wagen. Wie zu Jahresanfang von uns erwartet, konnte besonders der DAX im ersten Halbjahr den Trend und die Dynamik aus dem Vorjahr fortsetzen. Wir erwarten allerdings, dass die nächsten Monate ein schwankungsreiches Umfeld für Aktien und Risiko-Assets bereithalten. Mit einer Wahrscheinlichkeit von 70% sehen wir aktuell den DAX zum Jahresende 2025 nicht unter 21.000 Punkten. Einen deutlicheren Anstieg über 26.000 Punkte halten wir aber mit 20% für weniger wahrscheinlich. Eine ähnliche Wahrscheinlichkeitsverteilung sehen wir auch für den S&P 500, wobei er unter den günstigsten Annahmen (20% Wahrscheinlichkeit) über 6.500 Punkten steigen könnte. Auf der reinen Indexebene werden die Möglichkeiten unserer Meinung nach begrenzt sein. Durch eine gute und geschickte Einzeltitel- und Branchenauswahl erwarten wir, dass die in den nächsten Monaten wahrscheinlich auftretenden stärkeren Schwankungen gut genutzt werden können und das Portfolio stabil durch die unsicheren Rahmenbedingungen geleitet werden kann.



5. Anleihenmarkt

5.1 *Steigende Staatsschulden überlagern Zinssenkungserwartungen*

Die wirtschaftspolitischen Turbulenzen in den vergangenen Wochen sind auch an den Anleihemärkten nicht spurlos vorbeigegangen. Während in den USA die Verhandlungen um den Haushaltsentwurf („One Big Beautiful Bill“) im Mittelpunkt standen, wurden die europäischen Renditen von steigender Staatsverschuldung im Rahmen des neuen 5%-Ziels für NATO-Verteidigungsausgaben der EU-Mitgliedsstaaten beeinflusst. Dies schürte Sorgen um die langfristige Tragfähigkeit der Staatsschulden bei vielen Marktteilnehmern. Insbesondere Anleihen mit sehr langen Laufzeiten (> 10 Jahre) verzeichneten Kursrückgänge bzw. steigende Renditen. Besonders stark zu beobachten war dieser Effekt bei hoch verschuldeten Ländern wie den USA, Japan und Großbritannien. Im Gegenzug dazu verlief die Rendite für zehnjährige Bundesanleihen im abgelaufenen Quartal in einer eher engen Bandbreite zwischen 2,45% und 2,7%. Aber auch in Deutschland wird die Verschuldungsquote wieder ansteigen. In den kommenden Jahren plant die Bundesregierung mit einer deutlich höheren Neuverschuldung, allen voran wie oben beschrieben für die Verteidigung, aber auch durch das Sondervermögen für Infrastruktur. Dieses massive Fiskalpaket von rund einer Billion Euro für die nächsten zehn Jahre wird voraussichtlich die Schuldenquote von aktuell 63% auf 75% - 80% erhöhen.

Auf der einen Seite sollten Staatsanleihen aufgrund einer schuldenbedingten höheren Risikoprämie belastet bleiben, andererseits sorgt die EZB monetär für Rückenwind, indem sie auch im abgelaufenen Quartal die Leitzinsen weiter auf 2% (Einlagefazilität) senkte. Die Marktteilnehmer erwarten bis Jahresende noch weitere zwei Zinsschritte auf dann 1,5%. Spielraum dafür liefert aktuell die Inflationsrate, die im Mai bei 1,9% lag und somit erstmals wieder unter der anvisierten Zielmarke der Notenbank. Die deutliche Aufwertung des EUR vs. USD wirkt ebenfalls unterstützend, werden hierdurch Einfuhren wie Ölprodukte günstiger.

Im Gegenzug zur EZB agierte die FED weiterhin zögerlich und beließ den Leitzins unverändert. Der FED-Vorsitzende Jerome Powell betonte in fast jedem Statement, dass die aktuelle Zinspolitik sehr datengetrieben sei und die Unsicherheit in Bezug auf die Zollpolitik hierbei eine Rolle spiele. Höhere Zölle haben in den USA tendenziell einen preistreibenden Effekt, da viele Waren und Güter importiert werden müssen. Daher spielt die FED auf Zeit, um mehr Klarheit zu bekommen, wie sich die Inflation in den nächsten Monaten entwickeln wird. Aktuell erwarten die Marktteilnehmer mehrheitlich mindestens zwei Zinssenkungen, beginnend im September.

In dem oben beschriebenen Spannungsfeld werden die Auswirkungen des aktuellen Zollkonflikts, die sich erfahrungsgemäß mit dreimonatiger Verzögerung in den volkswirtschaftlichen Daten bemerkbar machen, auf die Konjunktur von entscheidender Bedeutung sein. Die Rezessionsängste haben sich zwar seit des „Liberation Days“ deutlich zurückgebildet, es ist aber weiter mit wachstumsdämpfenden Effekten zu rechnen. Sollten die Notenbanken wie erwartet im zweiten Halbjahr ihren Senkungszyklus fortsetzen, sollten auch Anleihen mittlerer und längerer Laufzeiten davon profitieren. So beträgt bspw. die Zinsdifferenz 2-jähriger vs. 10-jähriger Bundesanleihen aktuell knapp 0,8%, so hoch wie seit 2018 nicht mehr. Bei dieser „Steilheit“ sollte sich die Zinskurve parallel nach unten verschieben. Bis Jahresende 2025 erwarten wir eine Handelsspanne für die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen von 2,25% bis 2,75%.

5.2 Unternehmensanleihen: Risikoaufschläge wieder auf Jahresanfangsniveau

Im Zuge der deutlichen Marktberuhigung im abgelaufenen Quartal reduzierten sich auch die durchschnittlichen Risikoaufschläge für Unternehmensanleihen von ihren im April 2025 verzeichneten Jahreshöchstständen. Der durchschnittliche Renditeaufschlag einer fünfjährigen BBB-Unternehmensanleihe („Markit iTraxx 5Y Main“) beträgt 0,55%-Punkte (vs. Jahresbeginn bei 0,58%-Punkte). Im April waren noch Aufschläge von knapp unter 1% zu beobachten. Dies führte zu einer positiven Wertentwicklung dieses Anleihesegments von ca. 1,5% in den letzten drei Monaten.

Die aktuellen Renditeaufschläge preisen nahezu keine Rezessionsgefahr ein und lassen entsprechend wenig Spielraum für „Unfälle“, die durch die unstete Politik von Donald Trump durchaus eintreten können. Aus diesem Grund liegt der Fokus weiter auf Anleihen mit guten bis sehr guten Bonitäten, Unternehmensanleihen aus defensiven Branchen sowie Emittenten mit expliziter oder impliziter Staatsgarantie. Im abgelaufenen Quartal nahmen wir u.a. an interessanten Neuemissionen, wie z.B. 3,75% Fresenius Medical Care 2032, 2,75% Sparkasse Hannover 2032 sowie der 3% Heidelberg Materials 2030 teil.

6. Währungen

Der USD büßte seinen Status als sicherer Hafen weiter ein und wertete gegenüber fast allen Währungsräumen teilweise deutlich ab. Der Schweizer Franken hingegen war gerade in der volatilen Marktphase ab dem 2. April 2025 stark gefragt und legte in diesem Zeitraum gegenüber dem USD um über 10% zu und vs. EUR stand zum Halbjahr ebenfalls ein Plus von rund 2%.

Seit Jahresbeginn beträgt der Wertverlust von USD-Anlagen für einen Euro-Investor rund 12%. Auch andere Währungspaare im Dollarblock, wie Kanadischer (-7%) und Australischer (-6,5%) Dollar werteten gegenüber dem Euro ab. Beim Japanischen Yen (-4%) und dem Britischen Pfund (-3,5%) fielen die Verluste moderater aus.

Obwohl sich die transatlantische Zinsdifferenz im abgelaufenen Quartal weiter zugunsten der USA ausweitete und die Wachstumsaussichten für die USA mit 1,5% auf einem ähnlichen Level wie die der Eurozone liegen, lasten die „zurückfließenden“ Kapitalströme in Richtung Japan, China und auch der Eurozone stark auf dem US-Dollarkurs.

Für den Rest des Jahres erwarten wir eine Handelsspanne im EUR/USD von 1,10 bis 1,20, wobei durchaus weitere Abwärtsrisiken bestehen.

Der Schweizer Franken sollte als einer der verbliebenen sicheren Häfen im Jahresverlauf gut unterstützt bleiben.

7. Gold (systemfremder Vermögenswert)

Gold konnte ein weiteres gutes Quartal abschließen und berührte sogar kurz die Marke von 3.435 USD pro Unze. Danach wurde die Marktstimmung zunehmend vorsichtig und unentschlossen, da sich makroökonomische und geopolitische Spannungen verschärften. Während aus unserer Sicht der langfristige Trend weiter positiv bleibt, entwickelte sich die kurzfristige Stimmung eher seitwärts und reagierte stark auf die aktuelle Nachrichtenlage – geprägt von einem Spannungsfeld zwischen makroökonomischer Angst und Risikobereitschaft. Inzwischen macht Gold ca. 20% der Währungsreserven der weltweiten Zentralbanken aus und hat den Euro (16%) als zweitwichtigste Reserveanlage der Zentralbanken nach dem US-Dollar überholt. Gold ist die Anlageklasse mit den wenigsten politischen Abhängigkeiten und keiner Gegenpartei (Schuldner). Immer stärker wird auch ihr systemfremder Charakter als Vorteil gesehen. Somit ist es kein Wunder, dass Zentralbanken, die die Abhängigkeit zu den USA abbauen wollen, ihre Devisenreserven eher in Gold investieren. Wichtige Goldkäufer waren China, Türkei, Indien und Polen. Neben der Sicherheit vor Zugriff spielen der Faktor Inflation (Türkei) und Schmuck (Indien) eine treibende Rolle bei den Goldkäufen. So dürfte auch die Entwicklung in den USA beobachtet werden, wo eine angekündigte große Steuererleichterung die Staatsschulden noch weiter anheben wird. Die Bondmärkte signalisieren schon, dass bisherige Versuche (Geld drucken der Notenbanken) zur Überwindung der Krise weniger wirksam sein werden.

Wir sehen Gold weiter gut unterschützt und können uns einen Goldpreis von über 3.500 USD pro Unze in diesem Jahr gut vorstellen. Besonders in der aktuellen Zeit mit geopolitisch extremen Herausforderungen ist und bleibt Gold ein enorm wichtiger Basisbestandteil eines diversifizierten Depots.

Wichtige Hinweise

Marktberichte dienen ausschließlich Informationszwecken und stellen keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Vermögensgegenständen dar. Die zur Verfügung gestellten Informationen bedeuten keine Empfehlung oder Beratung. Im Marktkommentar zum Ausdruck gebrachte Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu historischen Wertentwicklungen erlauben keine Rückschlüsse auf Wertentwicklungen in der Zukunft. Der Verfasser oder dessen Gesellschaft übernimmt keinerlei Haftung für die Verwendung dieses Marktkommentars oder deren Inhalt. Änderungen des Marktkommentars oder dessen Inhalt bedürfen der ausdrücklichen Erlaubnis des Verfassers oder der Gesellschaft.