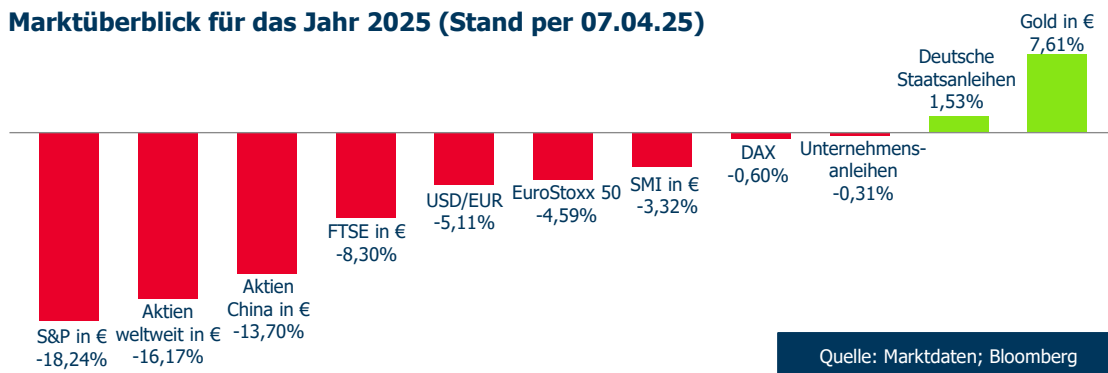


1. Überblick

Der Start ins Jahr 2025 war überraschend, da die meisten Marktteilnehmer eigentlich Rückenwind durch eine wirtschaftsfreundliche Steuer- und Deregulierungspolitik der Trump-Administration erwartet hatten. Trumps Wirtschaftsbilanz blieb jedoch mager, statt Steuersenkungen und Deregulierung schürte er am 2. April – seinem „Liberation Day“ – mit massiven Zöllen gegen den Rest der Welt die Sorge vor einer weltweiten Rezession. Seine Geopolitik zwingt Europa sich politisch und militärisch neu aufzustellen. Hinzu kam die Debatte auf, ob die massiven Investitionen der US-Tech Giganten in künstliche Intelligenz (KI) sich die nächsten Jahre auch monetarisieren lassen können. Spätestens mit dem chinesischen Startup Deepseek, das ein kosten- und auch ressourcengünstiges „open source“ KI-System präsentierte, nahmen diese Zweifel deutlich zu und sorgten im ersten Quartal für reichlich Gegenwind für Technologiewerte, im Besonderen für die Indexschwergewichte der Magnificent 7. Die US-Notenbank hält sich indes weiter bedeckt, erwähnte in ihrem letzten Statement das Wort „Unsicherheit“ so häufig wie noch nie zuvor. Europäische Aktien feierten ein nicht für möglich gehaltenes Comeback. Neben ersten vorsichtigen Friedensverhandlungen im Ukrainekrieg sorgte besonders Deutschlands „fiskalische Bazooka“, die in erster Linie darauf abzielt, die Verteidigungsfähigkeit des Landes wiederherzustellen und seine marode Infrastruktur zu modernisieren, für Fantasie und steigende deutsche Aktienkurse, verlieh aber auch den europäischen Pendanten nachhaltigen Auftrieb. Bundesanleihen sahen sich entsprechend der Refinanzierung dieses Billionenpakets ansteigender Renditen ausgesetzt und gaben kursmäßig teils deutlich nach, wogegen der Goldpreis als sicherer Hafen weiter hinzugewinnen konnte.

Marktüberblick für das Jahr 2025 (Stand per 07.04.25)



Trump agiert, aber anders als vom Markt erwartet. Wie im letzten Reporting beschrieben, vollzieht er eine radikale Wende hin zu libertären Prinzipien. Eine klare Trennung zwischen den Finanzen des privaten und des öffentlichen Sektors in den USA dürfte – neben der Bekämpfung der Deindustrialisierung – die Hauptmotivation hinter den scheinbar unberechenbaren politischen Maßnahmen der Trump-Administration sein. Sie stellen in Wirklichkeit den konzertierten Versuch dar, eine fiskalische Neuausrichtung der öffentlichen und privaten Bilanzen zu erreichen und die Abhängigkeit der US-Wirtschaft von öffentlichen Ausgaben zu verringern. Die seit dem 2. April geltenden massiven Zölle von Präsident Trump sind ein wesentlicher Teil dieses Unterfangens, den er symbolisch als „Tag der Befreiung“ für die USA bezeichnete. Der letztendliche Erfolg oder Misserfolg hängt zum Teil vom zukünftigen Kreditwachstum des privaten Sektors ab. So könnte eine erneute Verschuldung des privaten Sektors die wirtschaftliche Verlangsamung und zunehmende Marktvolatilität, die durch die aktuelle Politik ausgelöst wird, teilweise wieder ausgleichen. Europa entwickelt sich in entgegengesetzter Richtung. Durch das Konjunkturpaket des designierten Kanzlers Friedrich Merz vollzieht Deutschland einen grundlegenden Wandel in seinen fiskalischen Absichten und erhöht die Verschuldung der öffentlichen Hand deutlich. Europa bietet zurzeit eine bessere Perspektive als die USA. Allerdings hat sich die Unsicherheit seit dem 2. April stark verändert, da die verkündeten Zölle in ihrer Höhe so nicht erwartet wurden und besonders exportlastige Länder treffen. Kapital mag keine Unsicherheit und sucht i.d.R. Wachstumsmöglichkeiten. Die USA bieten dieses vorerst nicht, da die Gefahr einer Rezession auf über 50% gestiegen ist. Eine längerfristige Aktienbaisse ist wahrscheinlicher geworden, da die aktuelle Bewertung weiterhin zu hoch erscheint. Somit reduzierten auch wir die Aktienquoten, besonders in zyklischen und den Magnificent 7. Ein signifikantes Goldinvestment neben einer defensiver ausgerichteten „Barbell-Strategie“ mit einem ausgewogenen Risiko-Ertrags-Verhältnis, scheint in der aktuellen Zeit die sinnvollste Positionierung zu sein. Bei festverzinslichen Wertpapieren stehen Anleihen mit sehr gutem Investment-Grade-Rating und interessanter Rendite im Fokus.

2. Unsere Einschätzungen im Überblick

US-ZÖLLE: Am 2. April verkündete Donald Trump die "gegenseitigen" Zölle welche einen gewichteten durchschnittlichen Zollsatz von 18,3 % (mehr als erwartet) vorsehen. Ein Basiszoll von 10 % soll ab dem 5. April für Importe aus allen Ländern außer Kanada und Mexiko gelten. Die meisten wichtigen Handelspartner müssen ab dem 9. April mit einem zusätzlichen Zoll rechnen, der der Hälfte des Verhältnisses des bilateralen Handelsdefizits der USA mit dem Land dividiert durch die US-Importe aus diesem Land entspricht. Es werden nur Waren und keine Dienstleistungen bei dieser Betrachtung berücksichtigt.

US-BÖRSEN: Angesichts erhöhter politischer Unsicherheit, Wachstumssorgen in den USA und schwindendem KI-Optimismus hat der S&P 500 erstmals seit 16 Monaten eine massive Baisse eingeleitet und driftet in eine Abwärtsphase ab. Das gleichzeitige Ende der fiskalischen Freigiebigkeit in den USA und der Sparmaßnahmen in Europa hat eine starke Umschichtung von US-amerikanischen in Nicht-US-Aktien ausgelöst. Allerdings wurde auch Europa mit der nun stark gestiegenen Rezessionswahrscheinlichkeit in den USA massiv abverkauft.

WACHSTUM: Gemischte Daten aus den USA. Schwaches Konsumentensentiment trifft auf langfristige Inflationserwartungen von 3,9%, das höchste Niveau seit 32 Jahren. Die Einzelhandelsumsätze zeigten sich aber im Februar noch robust. In Summe senden „weiche“ (Sentiment) und „harte“ Wirtschaftsdaten noch unterschiedliche Signale.

Deutscher Sinneswandel: Die deutsche „Whatever it takes“ Version mit einer Gesamthöhe von bis zu 1,9 Billionen Euro in den nächsten 12 Jahren könnte das deutsche und damit auch Wachstum in der EU-Zone vorantreiben. Das deutsche BIP könnte in 2026 mit 1,5% zulegen. Der Zollstreit bleibt ein Risiko.

GELDPOLITIK: Die FED hat auf ihrer März-Sitzung den Zielsatz unverändert bei 4,25-4,50% belassen und beschlossen, das Tempo des Bilanzabbaus um 20 Mrd. Dollar pro Monat zu verlangsamen. Der Ausschuss stellte fest, dass „die Unsicherheit in Bezug auf die Wirtschaftsaussichten zugenommen hat“. Der Median der Wirtschaftsprognosen zeigt höhere Prognosen für die Kerninflation und die Arbeitslosenquote im Jahr 2025 und niedrigere BIP-Wachstumspoggnosen für 2025 – 2027.

US-AKTIEN: Durch die höher als erwarteten Zölle werden die nächsten Monate von Unsicherheit und Gegenmaßnahmen der anderen Länder in Richtung USA geprägt sein. Je länger diese Phase anhält, desto wahrscheinlicher wird die Gefahr einer Rezession in den USA. Die aktuelle Bewertung des S&P von um die 20x rechtfertigt sich somit nicht mehr. Wir erwarten in den nächsten Wochen eher schwache US-Märkte, sollte Trump an seinen protektionistischen Zollplänen festhalten.

EUROPA-AKTIEN: Kurzfristig sehen wir auch Europa unter Druck. Angesichts der zunehmenden Handelsunsicherheit in Bezug auf Zölle und der strukturellen, bürokratischen und ertragsbezogenen Herausforderungen in der Region erwarten wir keine massive Outperformance mehr wie im 1. Quartal. Weitere protektionistische Maßnahmen und eine Neuausrichtung der Lieferketten und der Produktion werden vermutlich belasten. Allerdings bieten sich immer wieder Opportunitäten aufgrund der niedrigeren Bewertung und einzelner Restrukturierungsfälle. Auch eine weitere Bewegung im Ukrainekrieg könnte besonders europäischen Aktien Rückenwind verleihen.

ZINSEN: Globale Rezessionsrisiken überschatten die Konjunkturoffnungen in Deutschland. Die Markterwartungen liegen bereits bei ca. 1,5% zum Jahresende 2025 für den Leitzins (Einlagefazilität) der EZB. Die FED verfügt zwar über mehr Handlungsspielraum, wird aber durch eine hartnäckige Inflation, die durch Zölle weiter steigen sollte, zusätzlich ausgebremst. Zeitnahe Zinssenkungen sind dort noch keine ausgemachte Sache. Im aktuellen Umfeld bleiben klassische Pfandbriefe und Anleihen mit expliziter oder impliziter Staatsgarantie attraktiver denn je. Konjunktursensible Branchen sollten gemieden bzw. untergewichtet werden.

WÄHRUNGEN: Trotz starker Marktkorrekturen an den amerikanischen Aktienbörsen konnte der USD bisher nicht von seiner historisch geltenden Funktion als „sicherer Hafen“ profitieren. Eine Prognose im aktuellen Umfeld gestaltet sich noch schwieriger als in „normal unsicheren Phasen“. Eine zögerliche FED – insbesondere im Vergleich zur EZB – und ein damit einhergehender Zinsvorteil sprechen aber perspektivisch für einen festeren USD. Wir erwarten im weiteren Jahresverlauf 2025 einen volatilen Seitwärtstrend zwischen 1,05 – 1,12 EUR/USD.

GOLD: Gold erreichte ein neues historisches Hoch in USD. Die stark ansteigende geopolitische Unsicherheit veranlasst Investoren weiterhin einen Anteil ihres Portfolios in Goldinvestments zu allokalieren. Der Anstieg sollte aber dieses Jahr nicht mehr so dynamisch verlaufen wie in den letzten Jahren. Allerdings tritt China – nach einer Pause – jetzt auch offiziell wieder als Käufer von Gold auf.

3. Der Bericht vom Markt

Die Börsenwelt hat sich seit dem 2. April, dem sogenannten „Liberation Day“, deutlich verändert. War das 1. Quartal noch von Schwierigkeiten an den Märkten geprägt, so wurde – ausgelöst von den US-Börsen – die Abwärtsdynamik ab dem 3. April noch einmal deutlich verstärkt. Zuvor wartete der Markt förmlich noch bis mehr Klarheit darüber herrscht, welches der beiden Szenarien – eine kurzfristige Korrektur oder ein erster Schritt einer längerfristigen Aktienbaisse – sich in den USA durchsetzen wird. Durch die Verkündung von massiven Zöllen gegen fast jedes Land der Welt herrscht jetzt erst einmal Gewissheit darüber.

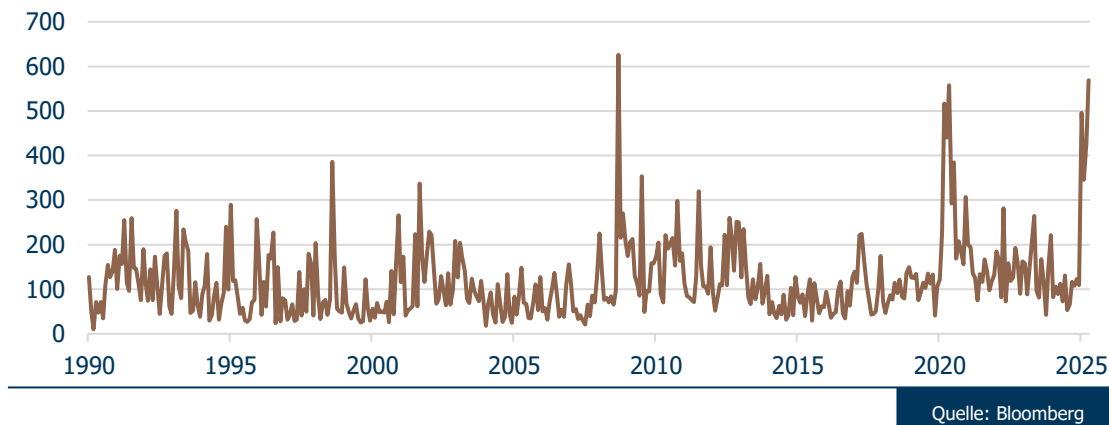
Um den großen Bogen zu spannen und die aktuelle Situation der beiden (für unsere Kapitalanlage) relevanten Wirtschaftsblöcke – die USA und der Europäischen Union (EU) – zu verstehen, ist es nützlich, die politischen Veränderungen und die daraus resultierenden Marktbewegungen aufzuzeigen.

Zuerst schauen wir auf die USA, wo der private Sektor, zumindest in der Summe, nach einem Jahrzehnt der Entschuldung und einem erheblichen Schub durch fiskalische Anreize während der Pandemie in hervorragender finanzieller Verfassung ist. Für den US-Unternehmenssektor, insbesondere das Segment der großen kapitalstarken Blue-Chip-Unternehmen, scheint der Anstieg der Kapitalkosten wenig Auswirkungen gehabt zu haben, da Unternehmen – wie US-Haushalte – große Mengen an Liquidität angesammelt haben und moderat verschuldet blieben und somit relativ niedrige Kosten der Verschuldung hatten. Auf der anderen Seite befindet sich der Staat in Form der US-Regierung, der in einem Jahr eines der höchsten Defizite in nicht-rezessionären Friedenszeiten in der Geschichte mit fast 7% aufweist. Der schnelle Anstieg der Renditen von US-Staatsanleihen hat die Nettozinsausgaben der US-Regierung um mehr als 500 Milliarden USD erhöht, die jetzt bei über 1 Billionen USD pro Jahr liegen, mehr als das Verteidigungsbudget des Landes. Diese Situation ist auf Dauer für die Trump-Administration nicht hinnehmbar, weswegen die Trennung der Finanzen des privaten und öffentlichen Sektors in den USA das Hauptmotiv hinter aktuellen politischen Maßnahmen sein dürfte, mit dem Ziel, diese neu auszurichten. Der Druck dafür ist aufgrund der größten Refinanzierung von US-Treasuries in der Geschichte der USA in diesem Jahr stark erhöht. Das ein solch radikaler Wandel Stress an der Wall Street verursachen kann, ist allen Beteiligten bewusst, dient aber laut Trump-Administration den langfristigen Vorteilen einer stärkeren, weniger von Staatsschulden abhängigen Wirtschaft mit niedrigeren Zinssätzen. Diese Strategie ist riskant, da sie eine Rezession oder Stagflation auslösen könnte. Ihr Erfolg oder Misserfolg hängt davon ab, ob die bereits erwähnten starken privaten Bilanzen in der Lage sind, sich neu zu verschulden und dadurch die durch diese Maßnahmen ausgelöste Konjunkturabschwächung und Marktvolatilität zu überstehen und teilweise ausgleichen zu können. Ein solches Ergebnis würde Donald Trump im Vorfeld der Zwischenwahlen 2026 erhebliche politische Vorteile verschaffen.

Auf der anderen Seite des großen Teichs haben die europäischen Haushalte in den letzten zehn Jahren ebenfalls Vermögen angehäuft und sind nach wie vor große Sparer, deren Sparquoten dauerhaft höher sind als die ihrer US-Pendants. Unterdessen haben die EU-Regierungen, insbesondere Deutschland, in diesem Zeitraum keinen aggressiven Ansatz zur Stimulierung ihrer Wirtschaft verfolgt und wenig Unterstützung geleistet, blieben aber sowohl vor als auch während der fiskalischen Pandemie deutlich hinter den USA zurück. Trumps Politikwechsel in Bezug auf die Ukraine bietet Europa jedoch die Gelegenheit, sich aus der „Maastrichter Zwangsjacke“ zu befreien und zur fiskalischen Stimulierung überzugehen. Deutschland wird damit zum ersten Mal ernsthaft die strikte Einhaltung seiner Regel der „schwarzen Null“ über Bord werfen, um die Reindustrialisierung voranzutreiben und die Verteidigungsausgaben in großem Umfang zu erhöhen.

Entsprechend entwickelten sich die Aktien- und Anleihemärkte in den beiden Regionen im ersten Quartal. In den letzten Wochen stellte sich immer stärker die Frage, ob der US-Markt auf dem aktuellen Niveau inzwischen schon alles schon eingepreist hat oder sich noch weiteres Abwärtspotential auftun könnte. Die Unsicherheit stieg auf neue Höchststände (siehe Grafik).

Die FED betrachtet genau diese aktuelle Unsicherheit und sieht Risiken eines langsameren Wachstums und einer höheren Inflation. Der „Dot Plot“ (also die Zinsprognose) der FED entsprach unter Berücksichtigung einer leicht schwächeren Wachstumserwartung und einer etwas höheren Inflationsentwicklung weitestgehend den Erwartungen des Marktes. Allerdings hat die wirkliche Verlangsamung sich noch nicht in den aktuellen „harten“ Daten gezeigt.

Index der wirtschaftlichen Politikunsicherheit (Stand per 07.04.2025)


Somit bestehen kurzfristig weitere Risiken von Gewinnherabstufungen und negativen „hard facts“, die zu zusätzlicher Verunsicherung führen können. Wir gehen davon aus, dass es einige schlechte Nachrichten für die US-Wirtschaft geben wird, da sich die erheblichen Veränderungen in der Politik auf die Wirtschaft und deren zukünftige Investitionsplanung auswirken sollten.

Zu Beginn dieses Jahres gab es vier Hebel, die unsere Markteinschätzungen zur US-Wirtschaftsentwicklung im Jahr 2025 prägten: Zölle, Steuern, Einwanderung und Deregulierung. Mit dem 2. April wurden Zölle nun früher und in einem viel größerem Umfang eingeführt. Die erste Lesart der US-Zölle sieht einen Basiszollsatz von 10 % auf alle Einfuhren in die USA vor, sowie zusätzliche Zölle auf Länderbasis. Im Durchschnitt wird somit ein effektiver Zollsatz von etwa 18% (und damit doppelt so viel wie zuvor die Marktteilnehmer in ihrem Basisszenario angenommen hatten) festgelegt. Die chinesischen Zölle liegen sogar bei 54 %, die der EU bei 25%, während Einfuhren aus Kanada und Mexiko aufgrund der USMCA-Ausnahmen relativ unberührt bleiben.

Die Gefahr von Gegenzöllen und einer „Zoll-Spirale“ hat sich deutlich erhöht. Zölle und Gegenzölle reduzieren das Wachstum und führen zu weiter steigenden Inflationsraten, die es auch der FED schwieriger macht, auf Sicht für niedrigere Zinssätze zu sorgen. Es bleibt zu hoffen, dass Donald Trump die Zölle eher als eine Verhandlungsmasse für „gute Deals“ ansieht und diese entsprechend schnell auch wieder abschafft, sobald Verhandlungen erfolgreich in seinem Sinne durchgeführt wurden. Allerdings wird die Zeit, die solche Verhandlungen benötigen, weiter negativ auf das US-Wachstum wirken und die Verunsicherung der Marktteilnehmer erhöhen und entsprechende Rezessionsängste verstärken. Die US-Fiskalpolitik ist in diesem Jahr nicht mehr annähernd die neutrale Kraft für die Märkte, die sie unter Biden war. Die Aussetzung einiger Ausgaben und die Ausweitung von Entlassungen von Regierungsmitarbeitern bedeuten, dass die Fiskalpolitik eher kontraktiv anstatt unterstützend wirkt.

Zu den anderen beiden beschriebenen Hebeln Steuererleichterungen und Einwanderung gibt es aktuell noch keine neuen Informationen. Die Einwanderung könnte aber eine weitere unterschätzte Belastung für die Wirtschaft darstellen. Zudem werden die Wirkung und das wahrscheinliche Tempo der Deregulierung, das Wachstum anzukurbeln, deutlich überschätzt. Ebenso braucht es noch Zeit, bis das Thema Steuersenkung verhandelt und auch umgesetzt werden kann. Auch die US-Regierung selbst hat begonnen, eine Rezession nicht mehr auszuschließen. Die rechtlichen Herausforderungen, die sich aus den Ausgaben- und Beschäftigungskürzungen sowie aus der Einwanderungspolitik ergeben, bedeuten, dass es mit hoher Sicherheit zu Revisionen der Erwartungen kommen wird und somit auch auf zukünftige Wachstumserwartungen schlagen kann.

Die Vielzahl der beschriebenen Belastungsfaktoren ist inzwischen schwerlich mit den Bewertungen, die die US-Börse markieren, vereinbar. Wir halten spätestens nach dem 2. April die Gefahr einer Rezession für real und haben entsprechend in den Depots Aktien zu Gunsten der Cash-Quote verkauft. Die Situation in Europa hat sich ebenfalls verändert. Der fiskalische Kurs Deutschlands bietet für Europa Aufwärtspotential, aber auch hier muss der Optimismus gedämpft werden. Letztendlich ist die Welt immer noch vernetzt, sodass Zölle nicht nur den Welthandel, sondern auch das Vertrauen der Unternehmen beeinträchtigen. Die erwartete Wachstumsverlangsamung in den USA wird auch andere Volkswirtschaften belasten und so sollte es auch für Europa sehr schwierig sein, sich von den USA abzukoppeln. Seit Beginn des Jahres sehen wir das Jahr 2025 als ein „Jahr des Kapitalerhalts“ an, nach zwei Jahren eines starken Kapitalzuwachses. Die Depots wurden entsprechend defensiv ausgerichtet und konnten im 1. Quartal ordentliche Ergebnisse erzielen. Für

die nächsten zwei Quartale wird es jedoch herausfordernd die o.g. Belastungsfaktoren abzustreifen. Mittel- und langfristig werden aus unserer Sicht die US-Unternehmen profitieren können, da man dort am kapitalmarktfreundlichsten aufgestellt ist. Europa hat die Chance sich besser aufzustellen, tut sich darin aber immer noch sehr schwer. Ob dieses politisch umsetzbar ist, muss abgewartet werden. Einzelne defensive Sektoren bleiben weiter interessant (Rüstung, Versicherung, Konsum). Dem Cash-Anteil, der Rentenseite und auch dem Goldanteil im Depot werden dieses Jahr wichtige Diversifikations- und Risikoreduzierungsfunktionen zukommen.

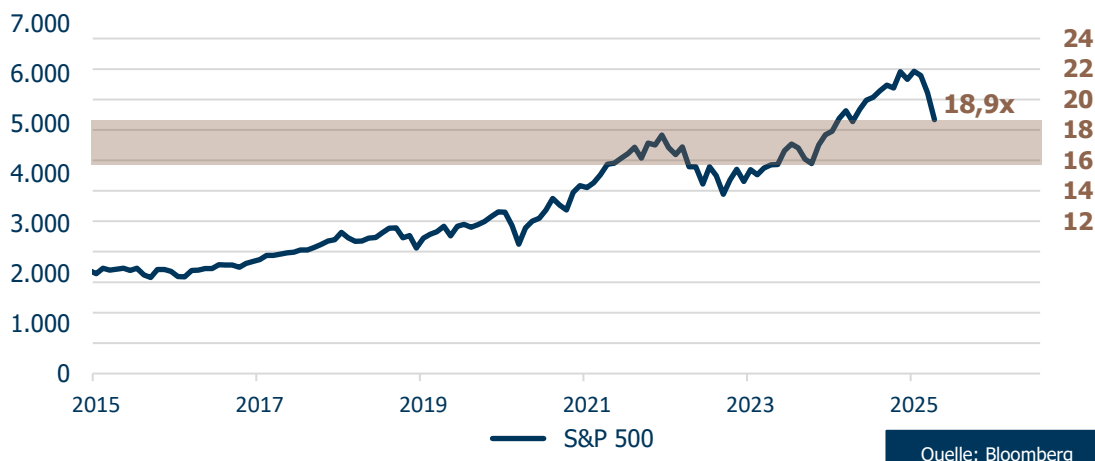
4. Aktienmarkt

Zweieinhalb Monate Donald Trump sorgten für viel Chaos in der Innen- und Außenpolitik mit deutlichen Auswirkungen auf die Aktienmärkte. Durch seine massiven Zollankündigungen hat sich unsere Sichtweise auf die Aktienmärkte fundamental verändert. Die Wahrscheinlichkeit einer Rezession in den USA hat damit überproportional zugenommen, welche die aktuelle Aktienmarktbeurteilung und auch unser seit Jahresanfang beschriebenes „Goldilocks-Szenario“ stark in Frage stellt. Oder anders ausgedrückt, die Bewertungen, die derzeit am Markt gehandelt werden, sind einfach für die aufkommenden Gefahren zu hoch. Entsprechend hatten wir am Morgen des 3. April entschieden, über alle Mandate, die einen Aktienanteil zulassen, die Aktienquote zwischen 3% und 10% zu reduzieren und uns somit deutlich defensiver der aktuellen Marktlage entsprechend zu positionieren.

Natürlich bleibt abzuwarten, wie sich die Welt gegenüber den US-Zollankündigungen in den nächsten Wochen bzw. Monaten verhalten wird. Es ist aber zu vermuten, dass es zu einer Eskalation der Handelsspannungen in Form von Gegenzöllen kommen wird. Kurzfristig führt dies zu weiter anwachsender Unsicherheit und kostet Vertrauen zwischen den Ländern. Eine entsprechende Wachstumsdelle dürfte die Folge sein, da unter den aktuellen Rahmenbedingungen Investitionen zurückgestellt werden und der Warenaustausch schwerer und teurer werden wird.

Die aktuelle Bewertung an den US-Märkten spiegelt diese Rahmenbedingungen nicht wider und die gute Kursentwicklung der europäischen Aktien aus dem ersten Quartal, resultierend aus der Wachstumsfantasie fiskalpolitischer Anreize, muss vermutlich ebenfalls einkassiert werden. Europa gilt als exportlastig und wird sich auf die neue Herausforderung besonders schnell einstellen müssen. Hält diese Phase der gegenseitigen Zollverhandlungen länger an, würden die Inflationsraten in den USA deutlich anziehen und es droht sogar eine Stagflation. Der Notenbank wären vermutlich die Hände gebunden, da sie auf der einen Seite nur geringe Zinssenkungen vornehmen könnte, ohne die Inflation nicht noch weiter anzuheizen, auf der anderen Seite aber die dann weiter restriktive Geldpolitik mit hohen US-Zinsen stark wachstumshemmend wirkt. Ein Szenario, das zu einer längerfristigen Aktienbaisse führen und auch die Gewinne entsprechend belasten könnte. Die folgende Grafik zeigt dieses gut. Die Bewertungs- und Indexniveaus verdeutlichen, wo der US-Aktienmarkt beziehungsweise S&P 500-Index notieren würde, wenn sich die Bewertung wieder „normalisiert“. Legt man den historischen Durchschnitt einer normalen Bewertung für den S&P 500 zugrunde, wären vom aktuellen Bewertungsniveau 19x noch etwa 10% nach unten Platz in den Bereich von 4.600 Indexpunkten. Bei einer Bewertung von ca. 15x, ab dem man den US-Markt als günstig bezeichnet, wären es ca. 4.200 Indexpunkte bzw. weitere 10% tiefer.

S&P 500 – KGV basierend auf Gewinnerwartungen 2025 (Per 07.04.2025)



Sollten zudem noch die erwarteten Unternehmensgewinne (akt. 270 USD für den S&P 500) wegen des Zollchaos und einer folgenden Rezession nicht erreicht werden, spräche man über durchaus noch tiefere Indexstände. Um wie viel, hängt davon ab, wie nachhaltig der Gewinnrückgang von Investoren eingeschätzt wird.

Trump galt eigentlich als Garant für eine florierende Wirtschaft und steigende Aktienkurse. Gerne lässt er den Erfolg seiner Politik an der Entwicklung des Aktienmarktes messen, in den die Amerikaner große Teile ihrer Altersersparnisse angelegt haben. Somit dürfte er ein Interesse haben, dass die US-Märkte während seiner Amtszeit nicht ins Bodenlose fallen. Am Markt spricht man vom „Trump-Put“. Derzeit lässt er sich aber von den fallenden Aktienkursen wenig einschüchtern und argumentiert, dass Schmerzen in Kauf genommen werden müssten, um das Ziel einer radikalen Neuausrichtung der US-Wirtschaft zu erreichen. Er bezeichnet das als temporäre Nebenwirkung, die man zu akzeptieren hat. Ein nachhaltiger, massiver Abwärtstrend an der Börse dürfte aber auch Donald Trump nicht gefallen. Zur Wahrheit gehört aber auch, dass er sich schwer mit dem Eingestehen von Fehlern tut und somit der sogenannte „Trump-Put“ vermutlich erst auf einem tieferen Level greift, als viele erhoffen. Da die „midterm elections“ hierbei erst im Herbst 2026 stattfinden, ist der kurzfristige Druck nicht all zu hoch.

Für die nächsten Monaten gilt es sich bei erhöhter Rezessionsgefahr in den Depots robuster aufzustellen. Eine Portfoliokalibrierung musste deutlich früher geschehen als gedacht. Einzelne Titel aus der INFORMATIONSTECHNIK, sowie dem ZYKLISCHEN KONSUM und der INDUSTRIE erscheinen uns am anfälligsten und wurden entsprechend Anfang April in den Depots reduziert, um Liquidität für Opportunitäten zu schaffen. Dagegen stellen Titel aus GESUNDHEIT, BASISKONSUM, VERSORGER und VERSICHERUNGEN das Kerngerüst der Depots dar. Diese Blue-Chips sollten auch diese Krise meistern können, da sie ihre Qualität nachhaltig unter Beweis gestellt haben.

Durch eine gute und geschickte Einzeltitel- und Branchenauswahl erwarten wir, dass die in den nächsten Monaten bestehenbleibenden starken Schwankungen auch genutzt werden können und das Portfolio stabil durch die unsicheren Rahmenbedingungen geleitet werden kann.

5. Anleihenmarkt

5.1 Globale Rezessionsrisiken überschatten Konjunkturhoffnung in Deutschland

Nach nicht einmal zwei Monaten unter der neuen Regierung kehrten in den USA bereits neue Rezessionsängste zurück. Die Wachstumserwartungen für das US-BIP für die Jahre 2025 und 2026 wurden kontinuierlich seit Oktober letzten Jahres nach unten revidiert. Die Verbraucherstimmung verschlechterte sich ebenfalls und zeigte bereits im März einen massiven Anstieg der Sorge um Arbeitsplatzverluste. In der jüngsten Umfrage der University of Michigan gaben 66% der Befragten an, dass sie mit einem Anstieg der Arbeitslosigkeit im nächsten Jahr rechnen, im Oktober waren es nur 32%. Sowohl der steile Anstieg als auch das Niveau selbst sprechen für ein Muster, das in der Vergangenheit mit einer Rezession einherging. All diese Daten wurden bereits vor dem „Liberation Day“ am 2. April 2025 erhoben. Im Zuge der Entwicklung der letzten Tage ist die Rezessionswahrscheinlichkeit, insbesondere in den USA, weiter massiv angestiegen. Die weiteren Zollverhandlungen spielen in diesem Zusammenhang eine entscheidende Rolle. Dieser Ausgang wird vermutlich auch davon abhängen, wie stark die US-Wirtschaft selbst von einem zugespitzten Handelskonflikt in Mitleidenschaft gezogen wird. Die unmittelbare Reaktion an den Finanzmärkten zeigt an, dass man hier einen größeren Schaden befürchtet. Die rabiate und erratische Wirtschaftspolitik zerstört Planungsgrundlagen und führt dazu, dass sich Unternehmen und Verbraucher zurückhalten. Zudem verringern die absehbaren Preissteigerungen das Realeinkommen der Verbraucher, was entsprechend den Konsum bremsen sollte. Auch leiden Unternehmen unter der Verteuerung von Vorprodukten und Vergeltungsmaßnahmen der Handelspartner können zudem ausländische Absatzmärkte wegbrechen lassen.

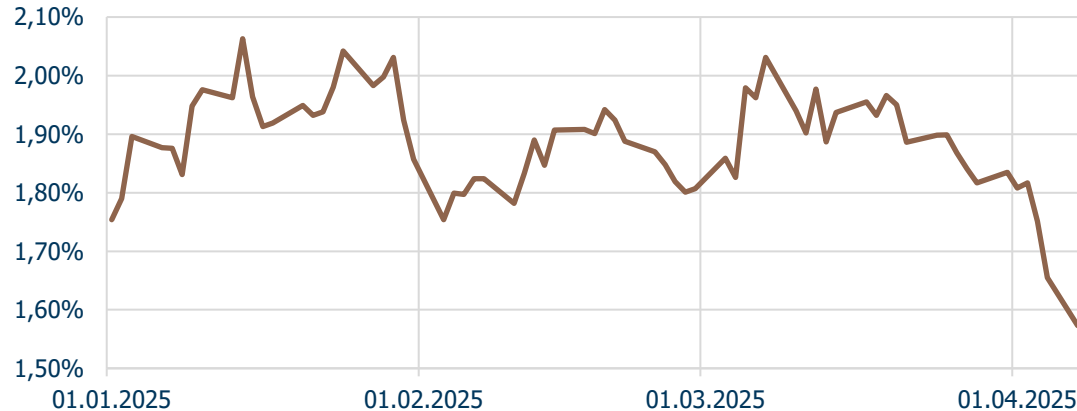
Auch wenn die finanzielle Lage der Konsumenten und Unternehmern den USA in Summe weiterhin gut ist, führt die aktuelle Unsicherheit, wie z.B. Arbeitsplatzverlust bzw. Planungssicherheit in Bezug auf Preisfaktoren bei Investitionen zu einer verstärkten Zurückhaltung. Entsprechend weniger Konsum bzw. Investitionen wirken sich negativ auf das Wirtschaftswachstum aus.

In Europa wird sich die Zollauseinandersetzung stärker auf das Wachstum und weniger auf die Inflationszahlen auswirken. Insbesondere werden Unternehmen, deren Zugang zum US-Markt erschwert wird, mit ihren Produkten zunehmend auf die europäischen Märkte drängen. Das erhöht das Angebot hierzulande und reduziert den Preisdruck. Die EZB verfügt daher immer noch über

Spielraum, um mit weiteren Zinssenkungen und auch anderen Instrumentarien unterstützend zu agieren.

Aktuell erwartet der Markt bis Jahresende 2025 noch weitere 4 Zinssenkungen á 25 Basispunkte auf ca. 1,5% (siehe Grafik). Trotz der jüngst erhöhten Wachstumsprognosen der größten Volkswirtschaft innerhalb der EU (Deutschland) im Zuge der Infrastruktur- und Verteidigungs-Maßnahmenpakete, ist die Rezessionswahrscheinlichkeit auch in der Eurozone in den letzten Tagen massiv gestiegen.

Markterwartungen für den EZB-Leitzins zum Jahresende 2025



Quelle: Bloomberg

Die FED verfügt auf den ersten Blick mit einem Leitzins von 4,25% - 4,50% über viel mehr Handlungsspielraum. Allerdings werden mögliche Zinssenkungen durch eine hartnäckigere Inflation erschwert. Auch könnten die aktuell verkündeten Zollerhöhungen die Preissteigerungsrate kurzfristig um zusätzliche 0,5%- bis 1%-Punkte erhöhen. Die Markterwartungen, abgeleitet von der Positionierung am Derivatemarkt, deuten bis Jahresende zwar kumulierte Leitzinssenkungen von mittlerweile 1,25% an, aber einige große US-Banken, wie z.B. Morgan Stanley erwarten bis Jahresende aufgrund des Inflationsdrucks keine Zinssenkungen, sondern erst ab März 2026. Auch deuteten die jüngsten Kommentare von FED-Chairman Powell nicht darauf hin, dass ein sog. „Emergency Rate Cut“ kurz bevorstehen würde. Bei einer weiteren Ausweitung des aktuell eskalierenden Handelskrieges zwischen den USA und dem „Rest der Welt“ mit entsprechend negativen Auswirkungen auf die US-Volkswirtschaft wird die FED ab einem gewissen Punkt ihre Zinsen senken (müssen).

5.2 Unternehmensanleihen: Spreadausweitung voraus

Konnten sich europäische Unternehmensanleihen guter Bonitäten (Investmentgrade) im abgelaufenen Quartal besser halten als Staatsanleihen, dürfte sich das Bild in den kommenden Monaten deutlicher ändern. Die Renditeaufschläge bzw. Risikoprämien sind zwar insbesondere in den letzten Tagen bereits angestiegen, reflektieren aber im Vergleich zu historischen Beispielen bei weitem noch keine erhöhte Rezessionsgefahr. So notiert bspw. der durchschnittliche Renditeaufschlag einer fünfjährigen BBB-Unternehmensanleihe („Markit iTraxx 5Y Main“) aktuell bei knapp 0,8%-Punkte (vs. Jahresbeginn bei 0,58%-Punkte). Während der Covid-Pandemie und zu Beginn des Russland-/Ukrainekriegs lag dieser Wert bei über 1,4% und in 2008/2009 (Globale Finanzkrise) bei rund 5%-Punkte. Historische Beobachtungen zeigen, dass solche Renditeaufschläge in Rezessionsphasen oberhalb der 2,5%-Marke notieren können.

Im aktuell schwierigen Umfeld behalten wir unsere Strategie bei, die den Anlageschwerpunkt auf gute bis sehr gute Bonitäten legt, ergänzt um klassische Pfandbriefe und Anleihen mit expliziter oder impliziter Staatsgarantie. Konjunktursensible Branchen bzw. Unternehmen, die besonders von der Zolleskalation betroffen sind, sollten gemieden bzw. untergewichtet werden.

6. Währungen

Trotz starker Marktkorrekturen an den amerikanischen Aktienbörsen konnte der USD bisher nicht von seiner historisch geltenden Funktion als „sicherer Hafen“ profitieren. Während sich das Zinsdifferential am „kurzen Ende“ zwischen den Leitzinsen USA / EU eher pro USD ausweitete, entwickelten sich die langfristigen Zinsen im Zehnjahresbereich sehr unterschiedlich. Während sich die Rendite der 10Y US-Treasury von ihrem Jahreshoch bei 4,80% auf teilweise unter 4% reduzierte, stiegen Bundesanleihen gleicher Laufzeit von 2,36% zu Jahresbeginn auf teilweise knapp unter 3% an und liegen aktuell bei 2,5%. Diese zinsbedingten Faktoren führten zu einer Abwertung des USD vs. EUR von ca. 5% auf knapp 1,10 EUR/USD.

Eine Prognose im aktuellen Umfeld gestaltet sich noch schwieriger als in „normal unsicheren Phasen“. Eine zögerliche FED, insbesondere im Vergleich zur EZB, und ein damit einhergehender Zinsvorteil sprechen aber perspektivisch für einen festeren USD. Wir erwarten im weiteren Jahresverlauf 2025 einen volatilen Seitwärtstrend zwischen 1,05 – 1,12 EUR/USD.

7. Gold (systemfremder Vermögenswert)

Gold konnte ein weiteres gutes Quartal hinlegen. So stieg es allein im März um knapp 10 Prozent und überschritt die Marke von 3.100 USD pro Unze. Es zeigt sich somit einmal mehr, dass Gold als Absicherung gegen Marktschwankungen und geopolitische Unsicherheiten ein bewährtes Mittel ist. Hinzu kommt, dass es die Anlageklasse mit den wenigsten politischen Abhängigkeiten ist. Immer stärker wird auch ihr systemfremder Charakter als Vorteil gesehen, den wir in den letzten Marktberichten ausführlich beschrieben haben. Es gibt Marktteilnehmer (Länder, Regierungen) die Interesse daran haben, ihre Devisenüberschüsse sicher zu verwahren und vor dem Zugriff der US-Regierung zu schützen. So trat auch jüngst wieder die chinesische Zentralbank, die sich zwischenzeitlich zurückgezogen hatte, neben der indischen und der türkischen Zentralbank als Käufer auf. Die aktuelle Entwicklung geht auch auf die vermehrte Anlegernachfrage zurück. Zuletzt legten die ETC-Käufe privater und auch institutioneller Investoren deutlich zu. Hier spielten die Aussagen von Trump bezüglich Zölle eine entscheidende Rolle. Wir sehen Gold weiter gut unterschützt und können uns einen Goldpreis von über 3.200 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.