Kapitalmarktkommentar

Ausgabe 01 | **01. Quartal 2025**

Wenn **Vermögensverwaltung**
in höchster Qualität gelebt wird.

hrklunis.de

THEMEN

Editorial	3
Kapitalmarktumfeld	4 - 7
Assetklassen	7
Aktienmärkte	7 - 8
Anleihen	8 - 9
Rohstoffe	9 - 10
Ausblick und taktische Positionierung	10
Aktienmärkte	10 - 13
Anleihen	13 - 14
Rohstoffe	15
Fazit	16 - 17

Titelmotiv: © DolonChapa | Generiert mit KI – stock.adobe.com

EDITORIAL

Ein Mann hält die Welt in Atem

Der zunächst sehr positive Start in das neue Kapitalmarktjahr ist spätestens mit dem Amtsantritt Donald Trumps schnell in Vergessenheit geraten. Das zweite Quartal beginnt äußerst turbulent.

Liebe Leserin, lieber Leser,

noch nie ist uns das Erstellen eines Kapitalmarktberichtes, welcher traditionell die Entwicklungen des zurückliegenden Quartals im Fokus hat, so schwer gefallen wie dieses Mal. Zwar hat sich eine noch größere als ohnehin erwartete Unberechenbarkeit des im Januar vereidigten US-Präsidenten Donald Trump im Verlauf des ersten Quartals bereits abgezeichnet. Dass er es mit dem Liberation Day am 2. April aber derart auf die Spitze treibt, hat in der Folge nicht nur die Kapitalmärkte in helle Aufruhr versetzt.

Daher bitten wir an dieser Stelle um Nachsicht, dass wir uns in den turbulenten Börsentagen rund um dieses Ereignis ausschließlich und mit viel Hingabe um die uns anvertrauten Kundenvermögen gekümmert haben, so dass der nun vorliegende Kapitalmarktbericht etwas später als gewöhnlich fertiggestellt wurde.

Dafür haben wir die jüngsten Entwicklungen einfließen lassen, um Ihnen unsere Sichtweisen auf die aktuellen Geschehnisse mit auf den Weg geben zu können. Dies ist nicht nur aufgrund der Unberechenbarkeit eines einzelnen Mannes herausfordernd. Sondern auch wegen des Spagats zwischen dem Wissen, welches wir zum Ende des ersten Quartals als Basis für die seinerzeitige strategische Aufstellung der Portfolios hatten und den zum Teil neuen Erkenntnissen, die wir nach nur wenigen Tagen im zweiten Quartal haben. Zudem überschlagen sich weiterhin die Ereignisse. Entsprechend hoch ist die Volatilität an den Märkten, so dass sich teilweise Rahmenbedingungen ändern, noch bevor man einen Satz beenden konnte.

Nichtsdestotrotz sind wir überzeugt, dass die zahlreich an der Erstellung des Berichtes mitwirkenden Kolleginnen und Kollegen wieder interessante und hilfreiche Informationen für Sie zusammengestellt haben.

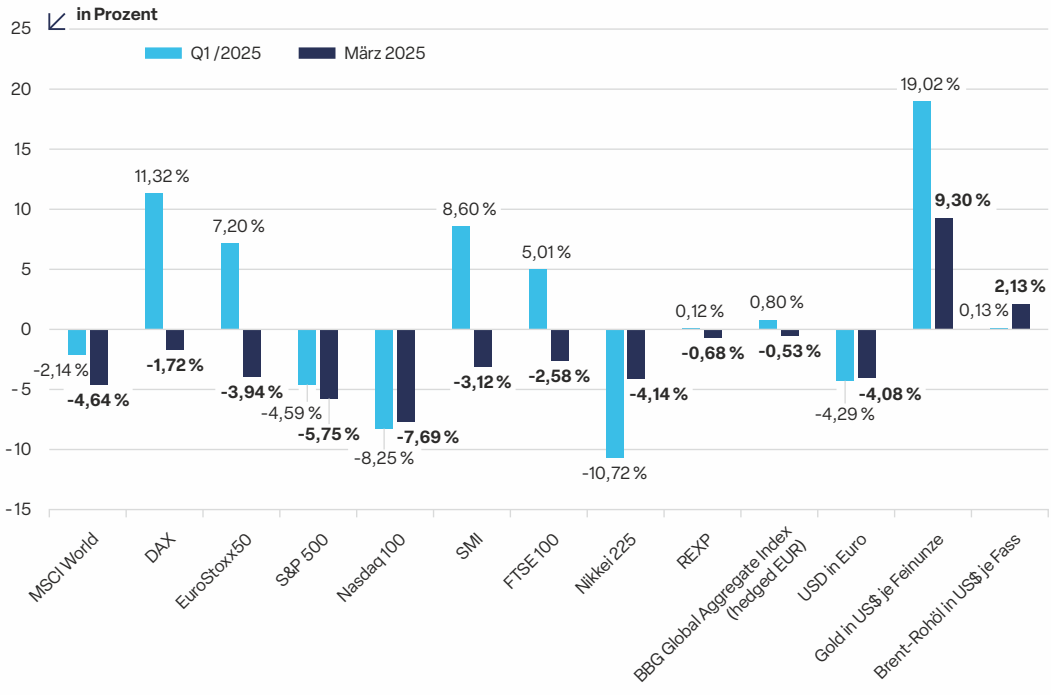
Ich wünsche Ihnen
eine erkenntnisreiche Lektüre!

Ihr
Michael Reuss
Vorstandsmitglied

Kapitalmarktumfeld

Wohl selten gab es ein erstes Quartal, das von derart viel Unruhe und Unsicherheit geprägt war wie das erste Quartal 2025. Diese Unsicherheit hat einen Namen: Donald Trump. Seit er am 20. Januar das Zepter im Weißen Haus übernommen hat, sorgt er fast täglich für Schlagzeilen, die nicht nur das politische Leben weltweit durcheinanderwirbeln, sondern auch die Kapitalmärkte. Insbesondere seine Fokussierung auf Zölle, die er offenbar als Allheilmittel betrachtet, erschüttern Politiker und Investoren gleichsam. Der US-Präsident möchte durch die Zölle mehrere Ziele erreichen: die Wettbewerbsbedingungen zwischen den Handelspartnern zugunsten der USA ändern, die inländische Produktion fördern und dadurch neue Industriearbeitsplätze schaffen sowie die Staatseinnahmen erhöhen, um Amerikas Schuldenberg abzubauen.
Die Einschätzung quasi aller Ökonomen weltweit, dass Zölle dafür der falsche Weg sind, spiegelt sich auch in den heftigen Börsenreaktionen wider. Trumps völlig irrationale (Wirtschafts-)Politik führte zuletzt zu massiven Verwerfungen an den weltweiten Kapitalmärkten. So beendete der S&P 500 das erste Quartal mit einem Minus von 4,6 %. Dies ist die schlechteste Drei-Monats-Performance seit Q3 2022 (damals hatte die Fed die Zinsen um 75 Basispunkte pro Sitzung erhöht, um der rasant steigenden Inflation entgegenzuwirken). Vor allem Technologieaktien verloren von Januar bis März erheblich, der Nasdaq-Index büßte 8,2 % ein. Besonders hart traf es die „Magnificent 7“ (Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia, Tesla), die im Schnitt um 16 % in die Knie gingen.

Börsenentwicklung im Überblick



Alle Grafiken Stand 31.03.2025

Quelle: Bloomberg

Ganz anders stellte sich die Situation in Europa dar. Der breit gefasste STOXX Europe 600, in dem auch Unternehmen aus Nicht-EU-Ländern wie Großbritannien oder der Schweiz enthalten sind, kletterte um 5,9 %. Der auf EU-Länder beschränkte EuroStoxx50 sogar um 7,2 %. Überdurchschnittlich stark präsentierte sich der DAX, der – in diesem Fall inklusive Dividendenanrechung – um 11,3 % zulegte. Auf Branchenebene zeigten sich Europas Verteidigungswerte besonders stark. Auch Banken und Versicherungen gehörten zu den Spitzenreitern. Steigende Zinsen aufgrund der erwarteten Angebotssteigerung durch zusätzliche Staatsausgaben gaben den Finanzwerten Auftrieb. Vor dem Hintergrund eher stagnierender Wirtschaftsdaten senkte die Europäische Zentralbank (EZB) die Zinsen im Januar und März um jeweils 25 Basispunkte, wobei die Märkte weitere Zinssenkungen um 60 Basispunkte bis zum Jahresende einpreisten.

Diese unerwartete Bewegung der internationalen Kapitalströme weg aus den USA hin zu Europa überraschte nicht nur viele Marktteilnehmer, sie ist im Ergebnis auch von historischem Ausmaß. Die sehr unterschiedliche Entwicklung von S&P 500 und STOXX Europe 600 ist die größte vierteljährliche Performancelücke seit einem Jahrzehnt (in lokaler Währung). Die Gründe für die Wiederentdeckung des alten Kontinents sind vielfältig. Ein wichtiger Punkt ist die Bewertung. Im Vergleich zu den US-Pendants zeigten sich Europaaktien im ersten Quartal relativ günstig. Trotz der bis dato vorhandenen Outperformance lag Ende März das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) für den STOXX Europe 600 bei 15,2. Zum Vergleich: Das KGV des S&P 500 betrug 20,8.

Ausgelöst durch den Druck der neuen US-Regierung nicht nur auf Deutschland, mehr Verantwortung in nahezu allen Belangen, vor allem aber auf sicherheitspolitischer Ebene zu übernehmen, hat der Deutsche Bundestag zwei riesige Ausgabenpakete auf den Weg gebracht. Zum einen wurde die Schuldenbremse geändert, sodass höhere Verteidigungsausgaben davon ausgenommen sind, zum anderen ein Infrastrukturfonds in Höhe von 500 Milliarden Euro beschlossen. Auch dieser massive fiskalische Impuls sorgte dafür, dass europäische Aktien in den Augen vieler Investoren plötzlich attraktiv erschienen.

Schätzungen gehen davon aus, dass das Hochfahren der Staatsausgaben Deutschlands Konjunktur erheblich beflügeln kann. Diverse Forschungsinstitute prognostizieren für 2026 ein Wachstum von 1,1 bis 1,6 %. Nach zwei Jahren Rezession und einem erwarteten Null-Wachstum in diesem Jahr wäre das ein enormer Fortschritt. An den Bondmärkten waren die Folgen der Investitionsoffensive direkt zu spüren. Die Zinsen für zehnjährige deutsche Bundesanleihen stiegen um 0,3 Prozentpunkte, so viel wie noch nie an einem Tag in den vergangenen 30 Jahren.

Wie sich die Weltwirtschaft entwickeln wird, ist derzeit schwer zu prognostizieren. Zu Beginn des Jahres 2025 lag nach Einschätzung der OECD das Wachstum für das globale Bruttoinlandsprodukt (BIP) noch bei sehr robusten 3,3 %. Inzwischen gehen aktuelle Einschätzungen nur noch von einem Plus von 2,0 % aus – sofern Trump bei seiner harten Haltung bleibt.

Auch für die USA werden die Erwartungen nach unten geschraubt. So hat die US-Investmentbank Goldman Sachs in Reaktion auf den „Liberation Day“ die Wahrscheinlichkeit einer Rezession in den USA von 35 auf 45 % angehoben. Damit erhöhte Goldman Sachs seine Prognose zum zweiten Mal innerhalb einer Woche. Bereits im März hatte die US-Notenbank (Fed) ihre US-Wachstumsprognose für 2025 von 2,1 auf 1,7 % gesenkt. Gleichzeitig hob sie ihre Inflationsprognose von 2,5 auf 2,7 % an. Auch das Verbrauchervertrauen sackt ab. Die Handelszölle und die vom DOGE (dem neuen Department of Government Efficiency) geplanten Stellenstreichungen im öffentlichen Sektor scheinen schon jetzt auf die Stimmung der US-Verbraucher zu drücken. So lag der viel beachtete Verbraucherstimmungsindex der Universität Michigan im März bei 57,0 und damit deutlich unter dem Wert vom Februar (64,7).

Wie enorm wichtig das Thema Zölle auch auf Unternehmensebene ist, zeigt eine Auswertung von IoT Analytics. Das amerikanische Analysehaus hat untersucht, wie häufig das Wort „Zölle“ während der Telefonkonferenzen börsennotierter Unternehmen im Vergleich zum Vorquartal fiel. Das Ergebnis:

Erwähnung von Zöllen durch CEOs

Die Analyse basiert auf über 110.000 Telefonkonferenzen zu den aktuellen Geschäftsergebnissen von ca. 6.300, in den USA gelisteten Unternehmen. Zeitraum: Q1 2019 bis Q1 2025.

Quelle: IoT Analytics Research

Es wurde um 190 %, also fast dreimal häufiger verwendet (siehe Grafik). Im Gegenzug stieg die Erwähnung von „Unsicherheit“ um 49 %.

Die vor allem seit März vorherrschende Zolldiskussion hat ein Ereignis fast vergessen lassen, das im Januar für erheblichen Wirbel sorgte: Die Veröffentlichung des chinesischen KI-Modells DeepSeek. Die ersten Auswirkungen auf den Markt waren am 27. Januar spürbar. Der Nasdaq-Index verlor an diesem Tag gut drei Prozent, Nvidia sogar fast 17 %. Zwar beruhigten sich die Märkte schnell wieder, dennoch weckte die Veröffentlichung von DeepSeek Zweifel, ob die Bewertung der US-amerikanischen Technologiewerte gerechtfertigt ist und ob sie überhaupt technologisch so führend sind, wie sie immer behauptet hatten (und wie es Investoren gerne glaubten). Auch diese Zweifel waren ein Grund dafür, dass viele Investoren im ersten Quartal amerikanischen Tech-Werten den Rücken kehrten.

Besonders intensiv war dies ab März zu beobachten (siehe Grafik auf S. 4). Im Januar und Februar hatten Anleger noch relativ ruhige Börsenwochen erlebt. Im ersten Monat des Jahres reagierten die Börsen sogar noch positiv auf den Amtsbeginn Donald Trumps. Erst als klar wurde, dass aus seinen Zolldrohungen Realität wird, tauchten die Märkte ab. Als Trump dann Anfang April am selbsternannten „Liberation Day“ nahezu die ganze Welt mit zum Teil völlig überzogenen und vor allem nicht nachvollziehbaren Zöllen belegte und China prompt mit Gegenzöllen antwortete, war es mit der relativen Ruhe vorbei. Binnen weniger Tage rauschten die Kurse weltweit crashartig nach unten.

Die wichtigste Frage, die (nicht nur) die Kapitalmärkte beschäftigt, lautet: Kann und wird Trump seinen eingeschlagenen Kurs fortsetzen? Mit seiner Politik, die auf Zölle, Abschottung und Autarkie setzt, schadet er seinem eigenen Land am stärksten. Inzwischen sind zwar erste ernstzunehmende Proteste aus seinem Umfeld und der Bevölkerung zu sehen, doch das mag ihn womöglich wenig kümmern. Trump will den Handelskrieg, dies ist offensichtlich. Und da er Zölle per Dekret erlassen kann,

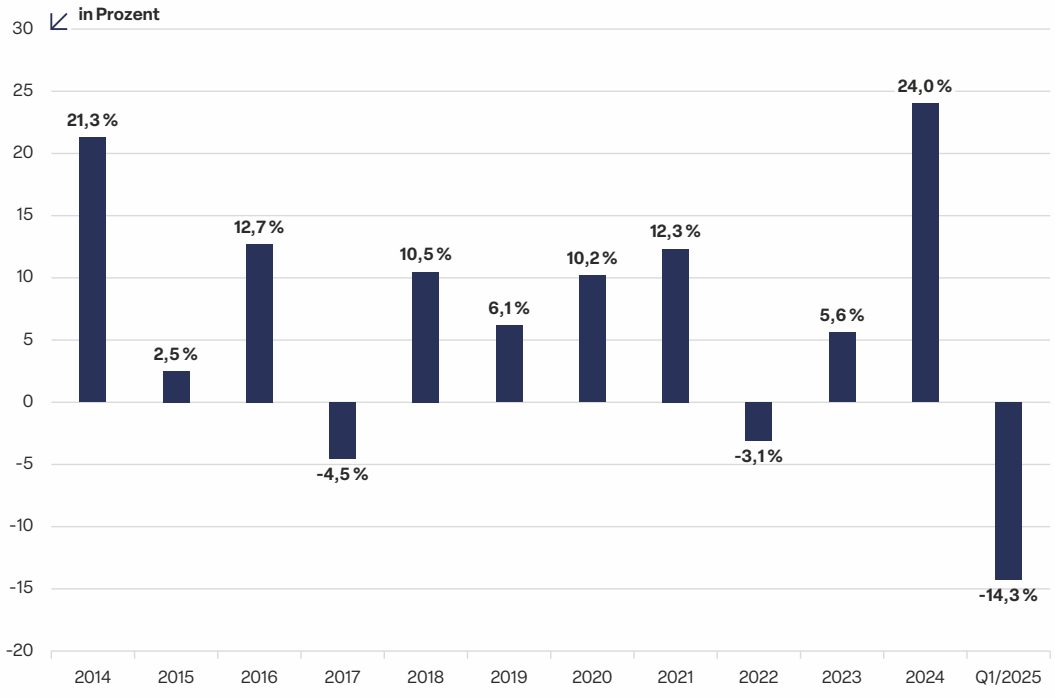
ohne dafür das Parlament zu benötigen, genießt er offensichtlich seine Machtfülle. Sollte es zu einer Ausweitung des Handelskrieges kommen, sind weitere Stresstests an den Märkten zu erwarten. Und selbst wenn es dagegen zu einer Entspannung kommen sollte, dürfte es zwar temporäre, mitunter vielleicht sogar kräftige Erholungen geben. Aber die weltweiten Börsen dürften uns insgesamt weiterhin mit teils heftigen Schwankungen begegnen, da der US-Präsident die Welt in eine komplexe Ausgangslage manövriert hat und die Auflösung dieses Spannungsfelds nicht komplett störungsfrei ablaufen dürfte.

Assetklassen

Aktienmärkte

Der globale Aktienmarkt war im ersten Quartal geprägt durch eine überraschende Outperformance europäischer Aktien gegenüber dem US-Markt. Während der Stoxx Europe 600 um 5,9 % zulegte, büßte der S&P 500 4,6 % ein (jeweils in lokaler Währung). Die Rotation (siehe dazu auch die unten stehende Grafik) hat mehrere Ursachen. Im Januar veranlassten Nachrichten über das chinesische KI-Modell DeepSeek Anleger dazu, ihre Positionierung in großen US-Werten mit KI-Bezug zu über-

Outperformance des S&P 500 zum STOXX Europe 600 Index (in EUR)



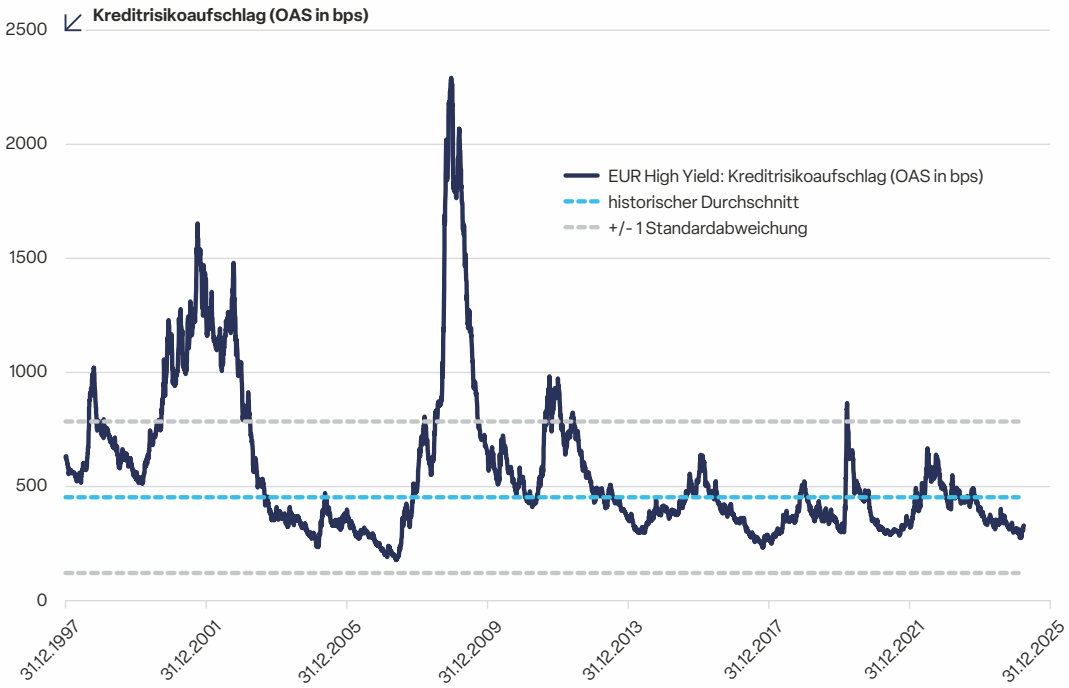
Quelle: Bloomberg

denken und in andere Sektoren zu investieren. Verstärkt wurden die Zweifel angesichts einer sehr hohen Bewertung vieler Techwerte, insbesondere im Hinblick auf das erwartete Gewinnwachstum. So gingen die Schätzungen Anfang des Jahres davon aus, dass die „Magnificent 7“ (Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia, Tesla) im Jahr 2026 auf ein durchschnittliches Gewinnwachstum von 16 % kommen. Dies ist weit weniger als in den vergangenen Jahren (2023 waren es noch 36 %) und liegt nur noch geringfügig über dem erwarteten Gewinnwachstum der übrigen 493 Unternehmen des S&P 500, das für 2026 auf 13 % veranschlagt wurde. Mit einem Minus von 11,8 % verzeichneten S&P-Growth-Titel im ersten Quartal somit auch die stärksten Verluste innerhalb der Styles-Indizes des US-Börsenbarometers. Auf der Plusseite stachen Low-Volatility-Werte (+6,2 %) und defensive Titel (+5,4 %) besonders positiv hervor.
KI-Sorgen plus hohe Bewertung ließen global agierende Investoren auf der Suche nach alternativen Märkten und Regionen im eigentlich eher ungeliebten Europa fündig werden. In die Karten spielte ihnen ein weiterer Aspekt: Die noch vom alten Bundestag beschlossene Möglichkeit, die Verteidigungsausgaben deutlich erhöhen zu können, sowie die geplanten Sonderausgaben für Infrastruktur über 500 Milliarden Euro in den kommenden zwölf Jahren. Dies beflügelte den Optimismus, dass unter der neuen Regierung Deutschland und letztlich auch ganz Europa endlich aus seiner jahrelangen Wachstumsschwäche herausfinden könnte. Insbesondere Verteidigungsaktien profitierten von der Aussicht auf deutlich höhere Verteidigungsausgaben, der STOXX Aerospace and Defence-Index stieg um beachtliche 28,9 %. Auch Banken verzeichneten ein starkes Quartal, da sie relativ gut von Handelszöllen abgeschirmt sind und zudem gute Zahlen lieferten.
Auf globaler Sicht schloss der Weltaktienindex MSCI World im roten Bereich, er verlor 2,1 %. Dies liegt in erster Linie an der hohen Gewichtung US-amerikanischer Aktien von rund 72 %, obwohl der Anteil der USA am Welt-Bruttoinlandsprodukt „nur“ rund 25 % beträgt. Am stärksten unter den großen globalen Indizes verlor im ersten Quartal der japanische Nikkei 225 mit minus 10,7 %. Auslöser waren die Unsicherheit über die Zollpolitik der Trump-Regierung sowie die zunehmende Sorge vor einer möglichen Rezession in den USA. Diese Befürchtungen wurden durch die Ankündigung der Trump-Regierung Ende März verstärkt, 25 % Zölle auf importierte Autos zu erheben. Exporteure und Technologiewerte waren daher besonders stark betroffen.

Anleihen

Nach einem schwierigen Ende des Jahres 2024 erlebten Anleiheinvestoren im ersten Quartal 2025 ein wechselhaftes Marktumfeld: Es kam zu einer bemerkenswerten Verschiebung in der globalen makroökonomischen Landschaft. Die Ausnahmestellung der USA wurde in Frage gestellt, da die erhöhte politische Unsicherheit zu einem starken Stimmungseinbruch führte und Rezessionsängste weckte. In diesem Kontext war vermehrt die Rede vom Ende des US-amerikanischen Exzeptionalismus. Die Zinsmärkte in den USA reagierten darauf mit rückläufigen Zinsen.
Gleichzeitig führte der fiskalpolitische Regimewechsel in Deutschland perspektivisch zu einem deutlichen Anstieg der Staatsverschuldung. Die Ausgaben für Verteidigung und Sicherheit werden zukünftig von den strengen Schuldenregeln des Landes ausgenommen. Gleichzeitig erleichterte dies die Einrichtung eines Infrastrukturfonds mit einem Volumen von 500 Milliarden Euro, der über die nächsten zwölf Jahre laufen soll. Deutsche Bundesanleihen waren die Hauptleidtragenden des darauffolgenden Ausverkaufs, der die gesamte Eurozone betraf. Bundesanleihen verzeichneten den höchsten Tagesanstieg seit der Wiedervereinigung 1990, was die Sorgen einiger Marktteilnehmer einer dramatischen Bonitätsverschlechterung Deutschlands deutlich machte. Von den Ratingagenturen wurde die Nachricht indes ausnahmslos positiv aufgenommen. Denn die Lockerung der deut-

Kreditrisikoaufschlag – EUR-Hochzinssegment



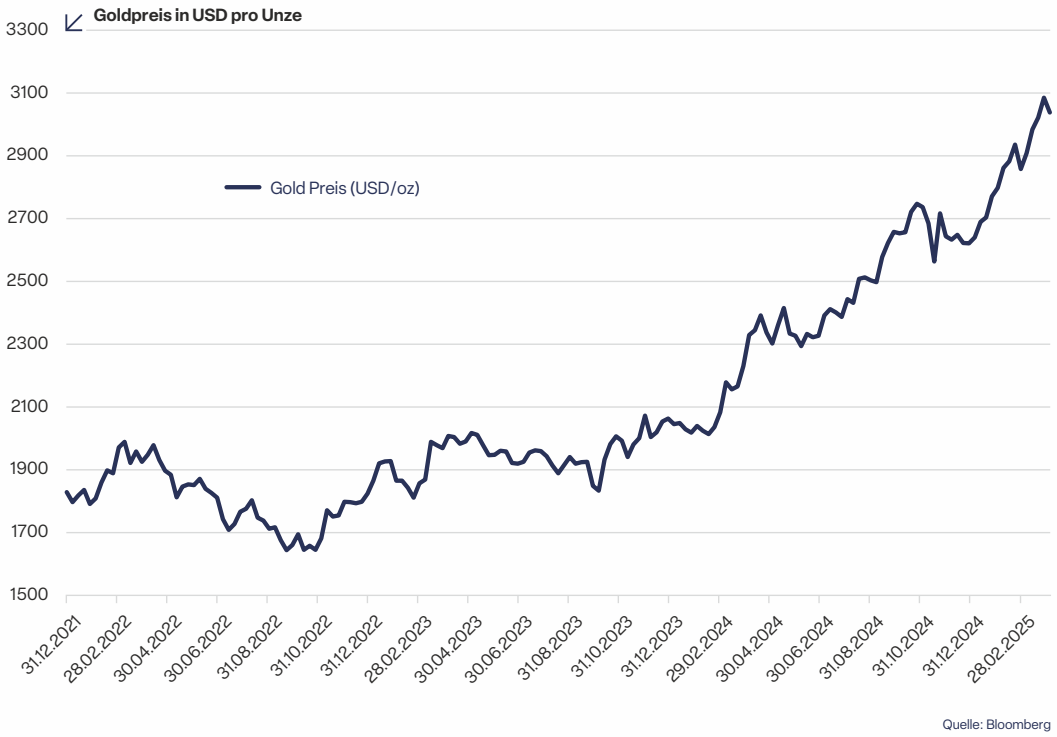
Quelle: Intercontinental Exchange

schen Schuldenbremse sollte zu einer deutlichen Verbesserung der konjunkturellen Aussichten in ganz Europa führen. Grundsätzlich erscheint ein Anstieg des Zinsniveaus vor diesem Hintergrund gerechtfertigt, wenngleich das Ausmaß schwer nachvollziehbar erscheint.
Somit ergab sich an den Zinsmärkten eine deutliche Divergenz zwischen den Vereinigten Staaten und Europa, die zu einer Verringerung der transatlantischen Zinsdifferenz führte.
Gegen Ende des Quartals kam es zu einer teilweisen Umkehr der Marktschwäche von Staatsanleihen, als sich der Fokus auf die Auswirkungen der Zölle im Vorfeld des „Liberation Day" der USA richtete. Die Zinssätze auf der gesamten Renditekurve für Staatsanleihen fielen. Gleichzeitig weiteten sich die Kreditrisikoprämien angesichts erneuter Sorgen über die Auswirkungen von Zöllen und das Potenzial einer Rezession leicht aus. Allerdings geschah dies ausgehend von rekordniedrigen Niveaus (siehe Grafik).

Rohstoffe

Der sehr positive Trend bei Gold hat sich mit ca. +19 % (in USD) in den ersten drei Monaten des Jahres erwartungsgemäß weiter fortgesetzt (siehe Grafik S. 10). Unterstützt wurde der Preis erneut von Zentralbankkäufen, aber zunehmend auch von Investoren, die an der Rally teilhaben oder ihr Portfolio gegen eine zunehmende Unsicherheit an den Kapitalmärkten absichern wollten. Der Ölpreis (Brent) war im ersten Quartal wenig verändert, gleichwohl haben sich die Fundamentaldaten durch die gestiegenen Zölle, höhere Förderung der OPEC+ und reduzierten Auflagen in den USA zunehmend verschlechtert.

Goldmarkt



Quelle: Bloomberg

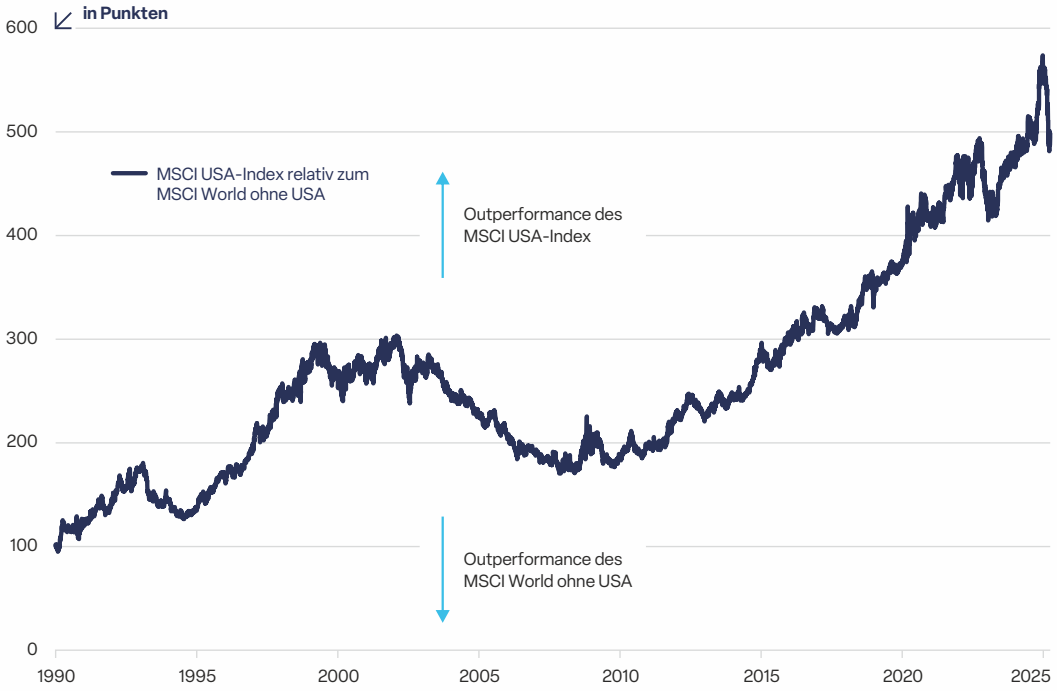
Die sich abzeichnende Konsolidierung bei Kaffee und Kakao hat an Fahrt aufgenommen und für Erleichterung in der Industrie gesorgt. Die fundamentalen Gründe für die massiven Preissteigerungen der letzten Jahre sind aber nicht verschwunden und werden uns sicher noch lange Zeit begleiten. Der Zuwachs bei den Industriemetallen steht auf tönernen Füßen, da diese, ebenso wie Öl, von den negativen Auswirkungen der Zollpolitik betroffen sein dürften. Auch wenn Silber im 1. Quartal bisher nicht die erwartet höhere Dynamik als Gold gezeigt hat, lässt sich die Entwicklung mit ca. +18 % (in USD) durchaus sehen.

Ausblick und taktische Positionierung

Aktienmärkte

Bereits seit mehreren Jahrzehnten nimmt der US-Aktienmarkt eine Sonderstellung ein und hat die globalen Aktienmärkte über lange Zeiträume hinter sich gelassen. Insbesondere seit dem Ende der

Entwicklung des MSCI USA-Index relativ zum MSCI World ohne USA



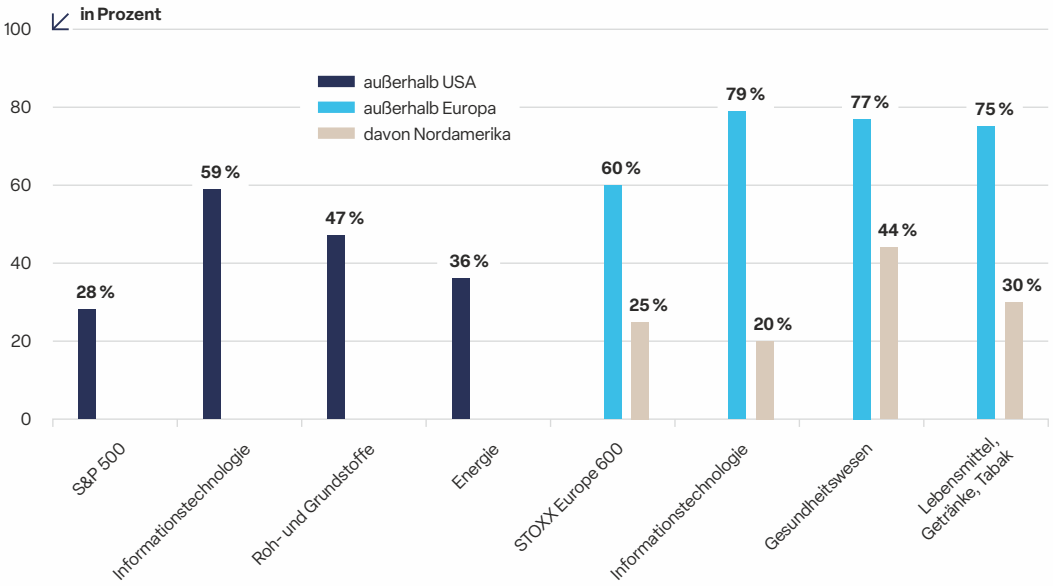
Quelle: Bloomberg

globalen Finanzkrise im Jahr 2009 schlug die Entwicklung des US-Aktienmarkts die internationale Konkurrenz deutlich (siehe Grafik). Umso ungewohnter ist daher die im internationalen Vergleich schwache US-Performance im ersten Quartal, besonders gegenüber Europa. In Euro gemessen erzielte der MSCI Europe eine Rendite von +6,1 %, gegenüber einem Verlust von -8,6 % für den MSCI USA, während die Outperformance der US-Aktien (inkl. Währungsgewinnen) im Vorjahr noch über 24 % betrug. Die langfristige Outperformance des US-Aktienmarkts lässt sich trotz eines überproportionalen Anstieg des Bewertungsniveaus durch das überdurchschnittliche Gewinnwachstum der US-Unternehmen durchaus rechtfertigen.

Doch woher kommt die Ausnahmestellung des US-Aktienmarkts und warum wuchsen die Gewinne von US-Unternehmen schneller als von der internationalen Konkurrenz? Die Gründe sind vielfältig, jedoch wirkten sich vor allem die zwei großen Trends der Globalisierung und des technologischen Wandels positiv aus. Durch die zunehmende Globalisierung profitierte die US-Wirtschaft aufgrund der Größe des US-Binnenmarkts, welcher für ausländische Investoren und Unternehmen einen besonders attraktiven Zielmarkt darstellt. US-Konsumenten profitierten durch relativ günstige Importgüter. Zeitgleich erschlossen US-Unternehmen neue internationale Endmärkte. Im globalen Technologiesektor sind die größten Gewinner der Internet- und Cloud-Ära überwiegend in den USA zu finden. Sie konnten ihre Dienstleistungen weltweit anbieten, ohne große Investitionen in physische Infrastruktur vor Ort tätigen zu müssen (dies ändert sich im aktuellen KI-Boom). Nachdem der erste Internetboom Ende der 90er Jahre noch in einem großen Börsencrash endete, konnte die zweite Welle der US-Internetriesen in der letzten Dekade ein außerordentliches Gewinn- und Aktienkurswachstum erzielen. Der Wert aller amerikanischen börsennotierten Unternehmen repräsentiert aktuell circa 70 % der globalen Marktkapitalisierung, gegenüber einem Niveau von unter 50 % während der globalen

Umsatzanteil außerhalb der USA

Die Grafik zeigt den Umsatzanteil der Unternehmen aus dem S&P 500- und STOXX Europe 600-Index inkl. der drei größten Branchen.



Quelle: Goldman Sachs Global Investment Research

Finanzkrise. Wesentlich getrieben wurde dies durch die sogenannten „Magnificent 7“ (Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia, Tesla). Die Nachhaltigkeit dieser Marktkonzentration wird oft kontrovers diskutiert.

US-Präsident Trump droht nun die bislang gültige Weltordnung durch seine aggressive Handelspolitik einzureißen, mit dem Ziel das Handelsdefizit zu reduzieren und die heimische Wirtschaft zu stärken. Und dies, obwohl die US-Wirtschaft, zumindest gemessen am Wirtschaftswachstum und dem Erfolg des amerikanischen Aktienmarkts, von der bestehenden Weltordnung profitiert hat. Darüber hinaus will Trump mit der Hilfe von Elon Musk das Haushaltsdefizit radikal kürzen. Die steigenden Staatsausgaben waren in den letzten Jahren jedoch ebenso einer der Haupttreiber für das überdurchschnittliche Gewinnwachstum der amerikanischen Wirtschaft.

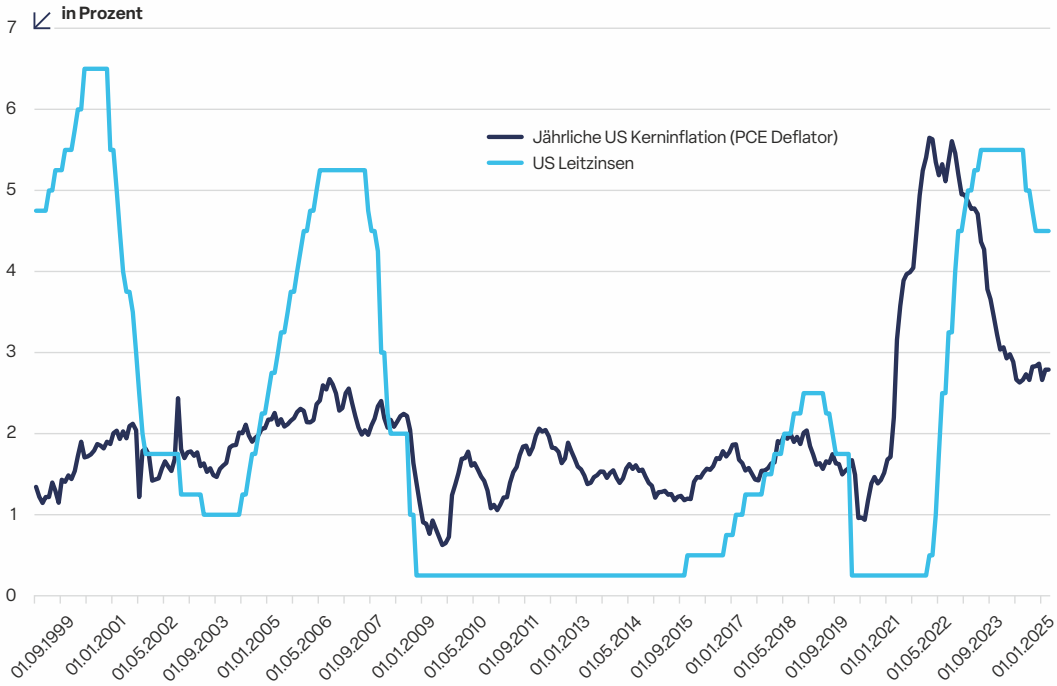
Gefährdet Trump damit die Ausnahmestellung des US-Markts? Viele US-Unternehmen erzielen einen hohen Anteil ihrer Umsätze im Ausland und haben damit bislang von der regelbasierten Weltordnung profitiert (siehe Grafik). So erzielen die Unternehmen des S&P 500 Index 28 % ihrer Umsätze im Ausland (11 % in Europa), wobei der Technologiesektor sogar 59 % der Umsätze im Ausland erzielt. Die Unternehmen des STOXX Europe 600 erzielen wiederum 25 % der Umsätze in den USA, wobei ein wesentlicher Teil der Güter vor Ort produziert wird. Eine Abkehr von der regelbasierten Welt und eine Zunahme von Protektionismus ist in unseren Augen besonders negativ für die führenden US-Technologiekonzerne. So gibt es bereits Überlegungen der EU, bei einer weiteren Eskalation des Handelsstreits die US-Technologieriesen ins Visier zu nehmen, obwohl Europa auf viele dieser Dienstleistungen angewiesen ist. Aus geostrategischen Gründen möchte Europa beispielweise eigene Satellitennetzwerke aufbauen, um nicht von Elon Musks Starlink abhängig zu werden. Die erratische Zollpolitik Trumps belastet darüber hinaus das US-Konsumentenvertrauen

und die Stimmung unter den US-Wirtschaftsbossen ist so negativ wie seit dem Jahr 2011 nicht mehr. Die Märkte preisen zunehmend ein Stagflationsszenario ein, eine konjunkturelle Abschwächung bei gleichzeitig erhöhten Inflationsraten. Sollte die US-Wirtschaft dadurch in eine Rezession abrutschen, wäre dies Gift für die Märkte.
Was bedeutet dies für die starke Entwicklung der europäischen Aktienmärkte seit Jahresanfang? Mit den angekündigten Zöllen würde Trump die europäische Industrie besonders hart treffen, da diese sich spätestens seit dem Jahr 2022 im Krisenmodus befindet und auf den Export angewiesen ist. Die europäische Automobilindustrie befindet sich schon lange im Dauerkrisenmodus. Nach Ankündigung der 25prozentigen Zölle auf US-Autoimporte, verloren die europäischen Automobiltitel und deren Zulieferer Ende des Quartals nochmals deutlich an Wert. Auch die kriselnde Chemieindustrie ist von einer anhaltenden Schwäche der Automobilbranche zusätzlich bedroht.
Darüber hinaus wird Europa durch ein imperialistisches Russland bedroht, welches mit dem Einmarsch in die Ukraine einen seit Ende des zweiten Weltkrieges beispiellosen Landkrieg in Europa begonnen hat. Europa reagierte zunächst zögerlich mit erhöhten Verteidigungsausgaben, wobei man sich bis zur Wahl Trumps immer auf den transatlantischen Partner verlassen konnte. Dies hat sich seit dem Amtsantritt Trumps radikal geändert. In Deutschland wurde die Schuldenbremse gelockert, um höhere Verteidigungsausgaben zu ermöglichen und ein Sondervermögen über 500 Milliarden Euro für Infrastrukturinvestitionen geschaffen.
Eine wirtschaftliche Belebung Deutschlands könnte den europäischen Aktienmärkten weiterhin Auftrieb geben. Somit sehen wir nach der leichten Korrektur in europäischen Aktien zum Ende des Quartals genug Potenzial für eine weitere Outperformance Europas im Jahresverlauf. Dies hängt jedoch von vielen unbekannten Faktoren ab, beispielweise ob die Zolldrohungen Trumps in einem umfassenden Handelskrieg münden, ob die US-Wirtschaft in eine Rezession rutscht, ob es zu einem Stopp der Kampfhandlungen in der Ukraine kommt und ob die Marktteilnehmer Deutschland eine erfolgreiche Wirtschaftswende zutrauen. Auf der anderen Seite bleiben die USA die globale Supermacht, was den technologischen Fortschritt angeht. Insbesondere das Thema Künstliche Intelligenz wird durch die großen US-Technologiekonzerne vorangetrieben, auch wenn chinesische KI-Unternehmen zunehmend für Schlagzeilen sorgen. Europa scheint hier vorerst abgehängt worden zu sein und eine Refokussierung des Markts auf das Thema KI könnte zu einer erneuten Outperformance der US-Märkte führen, obwohl der Sonderstatus der USA durch Trump untergraben wird. Die erhöhte geopolitische und makroökonomische Unsicherheit sollte im Rahmen der Portfoliokonstruktion über eine sorgfältige Diversifikation über Regionen, Trends, Sektoren und Industrien hinweg reflektiert werden. Der Markt bleibt stark stimmungsgetrieben. Bei der Aktienselektion sehen wir Chancen diesseits und jenseits des Atlantik, trotz oder gerade wegen der Disruption der globalen Weltordnung.

Anleihen

Im aktuellen Kontext zunehmender Unsicherheit erwarten wir im High-Yield-Segment (Hochzinsanleihen) keine rasche Rückkehr zu den Kreditrisikoaufschlägen, wie sie im vierten Quartal 2024 und ersten Quartal 2025 vorherrschten, als die Credit Spreads teilweise unter 300 Basispunkten lagen. Zur Erinnerung: Kreditrisikoprämien bei Unternehmensanleihen (auch Credit Spreads genannt) bezeichnen den Zinsaufschlag, den ein Unternehmen gegenüber einer risikofreien Anleihe (z.B. Staatsanleihe bester Bonität) zahlen muss, um Investoren ein mögliches Ausfallrisiko zu kompensieren. Je niedriger der Credit Spread ist, desto teurer ist der Bond im Vergleich zu einer sicheren Staatsanleihe.
Vielmehr scheinen im derzeitigen Umfeld im Hochzinssegment Risikoaufschläge im Bereich 400 bis 500 Basispunkte gerechtfertigt. Wir bevorzugen allerdings Anleihen aus dem Investmentgrade-

Entwicklung von Inflation und Leitzinsen in den USA



Quelle: Bloomberg

Bereich, wo die Kreditrisikoprämien ebenfalls gestiegen sind. Diese bieten im derzeit schwierigen makroökonomischen Umfeld, das durch Zölle und konjunkturelle Sorgen geprägt ist, mehr Sicherheit und Stabilität. Wir sind außerdem davon überzeugt, dass die in der Tendenz längere Duration bei Investmentgrade-Anleihen mittelfristig eine Outperformance liefern wird. Insbesondere wird hierzu die Zinskomponente beitragen. Wir erwarten im Jahresverlauf mehr Zinssenkungen durch die EZB als vom Markt erwartet – und damit positives Überraschungspotenzial.

Bedeutend schwieriger einzuschätzen ist die weitere Zinsentwicklung in den Vereinigten Staaten. Die dortige Leitzinsentwicklung hängt stark von der Inflationsentwicklung ab, welche durch globale Faktoren wie den aktuellen Zollstreit beeinflusst wird. Sollte sich der Konflikt mit wichtigen Handelspartnern verschärfen, könnten steigende Importpreise die Inflation anheizen. In einem solchen Fall könnten die US-Notenbank eine restriktivere Geldpolitik verfolgen und die Leitzinsen erhöhen. Allerdings gilt dies nur für den Fall, dass es zu einem breiten und anhaltenden Anstieg des Preisniveaus kommt. Ein einmaliger – auf die Zolleffekte zurückzuführender – Anstieg muss demgemäß nicht zwangsläufig zu einer Leitzinserhöhung durch die Fed führen. Im Gegenteil: Führt der Zollstreit zu einer Abschwächung des Welthandels, der Konjunkturentwicklung und der Nachfrage – ein sehr wahrscheinliches Szenario –, so wäre auch ein deflationärer Effekt möglich. In diesem Szenario könnte die Fed die Leitzinsen senken, um die Wirtschaft zu stützen, oder zumindest auf Leitzinserhöhung verzichten. Diese beiden Szenarien scheinen sich gegenseitig aufzuheben: Der Markt erwartet aktuell mit rund drei Zinssenkungen im Jahresverlauf exakt dieselbe Anzahl wie Ende Februar, als die Zollthematik noch nicht im Fokus der Märkte stand.

Rohstoffe

Im Bereich der zyklischen Rohstoffe wie Öl und Industriemetallen stehen die Zeichen auf Volatilität. Die immer wieder kurzfristigen Wendungen in der Wirtschafts- und Handelspolitik werden sich auch in der Preisentwicklung der zyklischen Rohstoffe niederschlagen, da diese eng an die erwartete wirtschaftliche Entwicklung gebunden sind. Besonderes Augenmerk in diesem Zusammenhang verdient sicher der Handelskonflikt China-USA und eventuelle Stützungsmaßnahmen der jeweiligen heimischen Wirtschaft.

Auch wenn für die kommenden Monate große Vorsicht bei zyklischen Rohstoffen angebracht ist, dürfen die langfristig unterstützenden Faktoren wie beispielsweise Angebotsdefizite keinesfalls aus den Augen verloren werden.

Für die Agrarrohstoffe Kaffee und Kakao sieht es, unterbrochen durch eine Zwischenerholung, nach einer Fortsetzung der Konsolidierung aus. Die Herausforderungen, mit denen viele Agrarrohstoffe zu tun haben, allen voran der Klimawandel, mögen temporär in den Hintergrund treten, bleiben uns aber langfristig erhalten und mit ihnen die Auswirkungen auf die Preise.

Gold hat sich in den vergangenen Monaten seinen Platz in einem diversifizierten Portfolio verdient und die Entwicklung des ersten Quartals löste bei vielen Anlegern Euphorie aus. Mit Blick auf die steile Entwicklung der letzten Jahre scheint es in den nächsten Monaten an der Zeit zu sein für eine Konsolidierung, die in einer breiten Spanne erfolgen dürfte.

Mit Blick auf die Zusammensetzung eines Portfolios, bleibt gerade in diesen wechselhaften Zeiten Diversifikation Trumpf. Dabei ist allerdings immer zu beachten, dass Rohstoffe im Allgemeinen meist hohen Schwankungen unterliegen und daher stark risikobehaftet sind.

Fazit

Ruhe bewahren!

Ein in weiten Teilen bereits stürmisches erstes Quartal liegt hinter uns, welches mit dem „Liberation Day“ am 02.04. turbulent ins zweite Vierteljahr übergegangen ist. Eine gewisse Unruhe mit der Möglichkeit von Rücksetzern kam aufgrund der Ausgangslage mit teilweise ambitioniert bewerteten Marktsegmenten und einem berechenbar unberechenbaren neuen US-Präsidenten nicht ganz unerwartet. Das jetzige Ausmaß der Handlungen Donald Trumps und die daraus folgende Heftigkeit der Marktbewegungen erfordern dahingegen ein noch stärkeres Nervengerüst als zu befürchten war. Dabei ist es hilfreich, wenn man einerseits mit einer guten strategischen Aufstellung des Portfolios in solche Krisen geht und andererseits aufgrund der Ausgangslage tendenziell etwas defensiver aufgestellt war.

Gerne unterliegt man in diesen Zeiten der Versuchung, noch irgendwie schnell zu handeln und die schlimmsten Verlusttage gänzlich zu vermeiden. Schmerzen diese am Ende doch immer wieder am meisten. Schlussendlich ist das Timing solcher Marktphasen aber nicht möglich und je größer die Schwankungen an den Märkten sind, desto höher ist in der Regel die Gefahr, dass man mit allzu viel Aktionismus den Schaden noch größer macht. Umso wichtiger ist daher die bereits geschilderte Devise, eine klare Anlagestrategie zu haben, mit der man in einer Position der Stärke in solche Turbulenzen geht. Dazu folgende beachtliche Zahlenbeispiele: Wer seit der Auflage des Nasdaq-Index im Jahr 1985, also dem Index, der jüngst die heftigsten Kursverluste zu verzeichnen hatte, die 20 besten Handelstage verpasst hat (einer davon war übrigens der 09.04.2025), kommt auf eine Gesamtrendite von ca. 2.100 % oder 8 % per annum (p.a.). Mit einem vermeintlich simplen „buy and hold“ Ansatz, bei dem dann die besten Tage selbstredend dabei sind, kommt man auf stolze 15.200 % oder 13,4 % p.a. Interessant wird es, wenn man es jetzt noch schaffte, die 20 schlechtesten Handelstage auszusparen. Dann kommt man nämlich auf fabelhafte 102.000 % oder 18,9 % p.a. Leider ist es jedoch ziemlich unrealistisch, dass man die 20 besten Tage mitnimmt, aber die 20 schlechtesten aussparen kann. Die besten Tage liegen nämlich fast immer direkt hinter oder nahe der schlechtesten Handelstage. Realistischer ist es also, dass man beim Versuch, die schlechtesten Tage zu vermeiden, ebenfalls die besten Tage verpassen wird. In diesem Fall wäre man mit einem Gesamtergebnis von 14.400 % oder 13,3 % p.a. herausgelaufen. Also etwas weniger als mit dem klassischen „buy and hold“, aber dafür mit deutlich mehr Aufwand und zugrundeliegendem Timing Risiko. Was man bei diesen Beispielen vor allem sieht, ist die enorme Wirkung des Zinseszinseffekts als 8. Weltwunder. Obwohl die Unterschiede der annualisierten Renditen über 40 Jahre noch relativ gering wirken, ist deren absolutes Ausmaß in der Gesamtwertentwicklung enorm. Und deswegen ist es so wichtig, dass man konsequent dabei bleibt. André Kostolany sagte dazu: „Wer Aktien nicht hat, wenn sie fallen, der hat sie auch nicht, wenn sie steigen“. Was recht banal klingt, treibt Warren Buffet mit seiner Aussage „it`s simple, but not easy“ (sinngemäß „es ist einfach, aber nicht leicht“) auf die Spitze.

Genau an dieser Stelle kommen wir als Ihr Vermögensverwalter ins Spiel. Das Gesetz der großen Zahl funktioniert vor allem über lange Zeiträume. Aber nicht jede Anlegerin und jeder Anleger hat – wie im vorigen Rechenbeispiel – 40 Jahre und mehr Zeit bei der Kapitalanlage. Vielleicht wird ein Teil des angelegten Vermögens zum Beispiel auch zwischendurch benötigt. Nicht Jede und Jeder möchte zu

100 % in Aktien anlegen, sondern das Vermögen über verschiedene Anlageklassen streuen. Und auch wenn man es vielleicht gerne anders könnte: Nicht Jede und Jeder hat Nerven wie Drahtseile und schafft es in solchen Marktphasen die langfristig weiterhin positiven Aussichten fest im Blick zu behalten. Im Einklang mit Ihren persönlichen Wünschen sowie Ihrem ganz individuellen Chance-Risiko-Empfinden managen wir Ihre Portfolios tagtäglich so, dass wir gemeinsam lange und möglichst nervenschonend durch sämtliche Börsenphasen kommen, um möglichst viel vom Zinseszinseffekt mitnehmen zu können. So sind wir aktuell immer noch tendenziell defensiv positioniert, aber bleiben weiterhin investiert und werden gezielt Chancen suchen, die sich auch oder gerade in solchen Situationen für langfristig-wertorientierte Anleger bieten. Zudem ist es unsere Aufgabe, mögliche langfristige Brüche im Wirtschafts- und Finanzsystem frühzeitig zu erkennen und die Portfolios entsprechend anzupassen. Dabei geht es aktuell zum Beispiel darum, welche Regionen zukünftig eine gegebenenfalls wichtigere Rolle spielen könnten, welche Branchen besonders resilient gegen einen ausufernden Zollkrieg wären und welche Unternehmen insgesamt durch ein hohes Maß an Anpassungsfähigkeit glänzen. Auch auf der Anleihenseite gibt es einerseits Risiken, welche wir besonders im Blick behalten müssen und werden, aber eben auch verbesserte Chancen zum Beispiel im Unternehmensanleihenbereich bei guten Bonitäten.
Auch wenn es schwer fällt: Je größer die Unruhe und kurzfristigen Risiken, desto größer sind andererseits die Chancen für besonnene und langfristig orientierte Anleger. Dabei gilt es für alle Beteiligten Ruhe zu bewahren und aktiv die richtigen, wohlüberlegten Entscheidungen zu treffen.

Ihr
Sven Langenhan
Leiter Investment Office

Disclaimer

Bei dem vorliegenden Dokument handelt es sich um eine Marketing-Kommunikation der HRK LUNIS AG, Friedrichstraße 31, 60323 Frankfurt am Main, die zu reinen Informationszwecken dient und nicht den Anspruch auf vollständige Darstellung erhebt.

Sie stellt weder ein Angebot, noch eine Empfehlung/Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzprodukten dar und ersetzt nicht die Beratung und Risikoaufklärung, durch Ihren persönlichen Berater.

Individuelle Steuer- und/oder Rechtsfragen bitten wir Sie, bei Bedarf mit einem Angehörigen der steuer- und/oder rechtsberatenden Berufe zu besprechen.

Obwohl diese Unterlagen mit großer Sorgfalt erstellt wurden, kann die HRK LUNIS AG keine Haftung für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Zweckmäßigkeit des Inhalts übernehmen.

Die Haftung wegen Vorsatz und grober Fahrlässigkeit bleibt unberührt.

HRK LUNIS AG, Friedrichstraße 31, 60323 Frankfurt am Main.