

Frankfurt am Main, den 9. April 2025

Kommentar zur jüngsten Marktentwicklung

Jüngste Entwicklungen

- Weltweit hält die Scheu vor Risiken unter Investoren Einzug. Seit Beginn dieses Monats verzeichneten die Aktienmärkte in nur vier Handelstagen bis zum 4. April markante Kursverluste, insbesondere der US-amerikanische *S&P 500* mit -9,6% (seit Jahresbeginn: -13,7%), der US-amerikanische Technologieindex *Nasdaq-100* mit -9,8% (-17,2%) und der japanische *Topix 100* mit -7,0% (-12,3%, jeweils in lokaler Währung)¹. Die Verkaufswelle betraf europäische Aktien in den vergangenen Tagen zwar in ähnlichem Maße, doch notieren sie ungefähr beim Stand des Jahresbeginns dank der robusteren Entwicklung in den vorangegangenen Monaten, etwa der deutsche *DAX* mit -6,9% im April bzw. +3,7% seit Jahresbeginn, der europäische *Euro STOXX 50* mit -7,1% bzw. -0,4% oder der Schweizer *SMI* mit -7,5% bzw. +0,4% (jeweils in lokaler Währung). Damit lag die Entwicklung des deutschen Leitindex *DAX* nicht weniger als 17 Prozentpunkte über dem globalen Aktienmarkt, der – gemessen am *MSCI ACWI* – zum 4. April einen Kursrückgang von -14,1% verzeichnete (jeweils in EUR). Vergleichsweise robust hielten sich auch die Aktienmärkte der Schwellenländer mit -2,9% im bisherigen April bzw. -4,2% seit Jahresbeginn (*MSCI Emerging Markets*, in EUR).
- Der Verkauf von Aktien kann als Reaktion von Investoren auf die jüngste, in der Presse breit dokumentierte Einführung von weiteren Zöllen durch die US-Administration am 2. April interpretiert werden (in Kraft tretend am 5. bzw. 9. April), verstärkt durch die Gegenmaßnahmen anderer Regierungen, wie etwa die unverzüglich beschlossene Vergeltung durch die chinesische Regierung am 4. April (in Kraft tretend am 10. April) oder deren Androhung durch die EU-Kommission. Nach zunächst wiederholt aufschiebenden Signalen von Seiten der US-Administration befindet sich die Weltwirtschaft damit inzwischen in einem Handelskrieg.
- Die Abkehr von Aktien reflektiert die Erwartung, dass die jüngsten und künftige wirtschaftspolitische Maßnahmen der US-Regierung den konjunkturellen Ausblick für die USA und die Weltwirtschaft empfindlich eintrüben werden. So reduzierten die Volkswirte von Goldman Sachs ihre Prognose für das Wachstum der US-Wirtschaft auf 1,6% in diesem Jahr (2026: 1,5%) und für die Weltwirtschaft auf nur noch 2,3% (nach 2,7% zum Jahresbeginn).
- Erwähnung verdient in diesem Zusammenhang, dass die Einfuhr von Zöllen nicht nur die Konjunktur drosselt, sondern auch die Inflation anheizt. Zwar hielt die US-amerikanische *Federal Reserve* in ihrer Sitzung im März die Leitzinsen nach drei aufeinanderfolgenden Senkungen stabil bei 4,25 - 4,5%, doch erwarten einige Analysten, dass die Zölle die Inflation von derzeit 2,8% um ca. 0,6% erhöhen würden. Mit welchen Preiserhöhungen Verbraucher in den USA inzwischen rechnen müssen, zeigt unsere *Graphik des Monats*. So würde die Zollpolitik nicht nur die verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte schmälern, sondern auch den Spielraum der Zentralbanken einengen, die schleppende Konjunktur durch Zinssenkungen zu stützen. Dies entspräche einem Szenario der sogenannten Stagflation, insbesondere in den USA. (Derzeit erwarten die Finanzmärkte weitere Zinssenkungen der *Federal Reserve* bis zum Dezember.)
- Als Ausdruck von konjunktureller Skepsis lässt sich auch interpretieren, welche Sektoren zuletzt in der Gunst der Anleger besonders zurückfielen. Markante Kursrückgänge verzeichneten Energieunternehmen mit -13,7% (seit Jahresbeginn: -10,4%), Banken mit -10,2% (-8,5%) und Technologieunternehmen mit -11,4% (-24,9%, in EUR). Besonders unter Druck gerieten die dominierenden US-Technologiekonzerne, die sogenannten *Magnificent Seven*, die als Gruppe insgesamt

¹ Abweichend von unserem in der Regel monatlichen oder quartalsweisen Rhythmus unserer Markteinschätzungen beziehen sich die Angaben in diesem Bericht auf die Schlusskurse vom 4. April 2025.

ein Viertel ihres Börsenwertes einbüßten, getrieben insbesondere von Tesla mit -40,7% und NVIDIA mit -29,8% (jeweils in US-Dollar). Vergleichsweise robust behaupteten sich dagegen Unternehmen mit geringerem konjunkturellem Risiko, insbesondere Versorger mit -4,4% (seit Jahresbeginn: -2,9%) und Telekommunikationsunternehmen mit -5,1% (-2,6%, jeweils in EUR, bezogen auf die globale Indexfamilie des *MSCI ACWI*).

- Der typischen Dynamik von vergleichbaren *risk off*-Phasen entsprach die jüngste Entwicklung insofern, als sich Währungen wie der Schweizer Franken und der japanische Yen – häufig als sogenannte „sichere Häfen“ charakterisiert – robust hielten (seit Jahresbeginn etwa stabil). Mit einem Anstieg von +15,8% (in USD, entsprechend +10% in EUR) im Preis pro Feinunze verteuerte sich Gold seit Jahresbeginn beträchtlich. Zugleich wurden Anleihen mit guten Bonitäten nachgefragt. Gegenüber dem Jahresbeginn rentierten Staatsanleihen deutlich niedriger: US-amerikanische *Treasuries* mit zweijähriger Laufzeit bei 3,6% (vs. 4,3% zum Beginn des Jahres) und mit zehnjähriger Laufzeit 3,94% (vs. 4,59%) sowie deutsche Bundesanleihen bei zweijähriger Laufzeit mit 1,79% (vs. 2,09%). Gegenläufig entwickelten sich dagegen die langjährigen Bundesanleihen, deren Rendite mit 2,56% höher als zum Jahresbeginn notierte. Dies reflektierte insbesondere die Entscheidung der deutschen Regierung zur Erhöhung der staatlichen Ausgaben und den damit verbundenen Nachfrageschub.
- Beachtung verdient in diesem Zusammenhang die jüngste Entwicklung im Außenwert der US-amerikanischen Währung. Gegenüber dem EUR vergünstigte sich der US-Dollar seit Jahresbeginn um -5,8%, erwähnenswert insbesondere vor dem Hintergrund der Aufwertung von +6,6% im vergangenen Jahr. Stimmgig erscheint dies im Zusammenhang mit der geringeren Zinsdifferenz zwischen deutschen und amerikanischen zehnjährigen Staatsanleihen, die sich seit Jahresbeginn um 0,83% reduzierte. Für EUR-Investoren schlugen Währungseffekte damit seit Beginn des Jahres bedeutend zu Buche. Von der bisherigen Jahresentwicklung des *MSCI ACWI* von -14,1% resultiert fast ein Drittel – -4,2% Prozentpunkte – durch den gewichteten Effekt von abwertenden Währungen.
- Mit den überdurchschnittlichen Kursverlusten bei Wachstumsunternehmen und dem Rückgang im Außenwert des US-Dollars wurde die jüngste Dynamik von zwei Faktoren getrieben, die in den vergangenen Jahren die Triebfedern der Kurszuwächse an den Aktienmärkten waren. Erwähnung verdient in diesem Zusammenhang, dass die Aktienmärkte bislang die Versprechungen der neuen US-Administration skeptisch beurteilen. Seit den Wahlen im vergangenen November verzeichnet der breite *S&P 500* einen Rückgang von -14,4%, seit der Amtseinführung am 20. Januar von -6,4% (jeweils in US-Dollar).

Unsere Einschätzung

- Die jüngsten Kursrückgänge an den Aktienmärkten halten wir zu einem erheblichen Anteil getragen durch die hohe Ungewissheit bezüglich der US-amerikanischen Zollpolitik. Welche Maßnahmen gegebenenfalls nur angedroht, welche zurückgenommen und welche umgesetzt werden, ist nicht seriös zu prognostizieren. Damit sind nicht nur makroökonomische Einschätzungen, sondern auch die Ertragskraft von vielen Unternehmen derzeit kaum zu bewerten.
- Drei Aspekte halten wir in diesem Zusammenhang für relevant.
 - **Deal making als neue Gangart:** In unserer Einschätzung des wahrscheinlichsten Szenarios der kommenden Monate erwarten wir nicht, dass sämtliche derzeit angekündigten und angedrohten Zölle in Kraft treten bzw. lange in Kraft bleiben werden. Dies würde die Weltwirtschaft in eine Rezession treiben, deren Wahrscheinlichkeit derzeit mit 40% eingeschätzt wird. Für die USA wäre der Wohlstandsverlust signifikant mit hohen politischen Risiken für den derzeitigen Präsidenten bei der nächsten Wahl im Jahr 2026. Deshalb erwarten wir, dass die US-Regierung die Eckdaten der Zollpolitik bilateral mit einzelnen Regierungen verhandelt und die Änderungen moderater ausfallen werden als derzeit angekündigt.

- **Preis der Ungewissheit:** Unabhängig vom weiteren Verlauf verursachen die Maßnahmen und Signale der US-Regierung längst reale Kosten. Dies gilt für die Investitions- und Konsumneigung von Unternehmen, Haushalten und Staaten sowie grundsätzlich für die Planbarkeit wirtschaftlicher Entscheidungen. Zum Beispiel werden Rohstoffe auf Expressrouten derzeit so schnell wie möglich verschifft, um erwartete Zollbelastungen zu vermeiden. Gegenüber dem Vorjahr ist die Zahl der international Einreisenden an US-amerikanischen Flughäfen um 13% gesunken.
- **Bumpy road:** Unabhängig von weiteren Entwicklungen wird die Schwankungsanfälligkeit an den Finanzmärkten bis auf Weiteres hoch bleiben. Oft zitierte Börsenweisheiten wie „Politische Börsen haben kurze Beine“ greifen zu kurz. Zudem geht es nicht um ein kurzfristiges Ereignis (wie zum Beispiel die *Brexit*-Entscheidung in Großbritannien im Jahr 2016), sondern um anhaltende Veränderungen. Eine deutliche und anhaltende Verschärfung der Rahmenbedingungen der Weltwirtschaft halten wir zwar nicht für wahrscheinlich, darf allerdings nicht ausgeschlossen werden.
- In unserer Positionierung haben wir den Anteil von Aktien reduziert. Skeptisch beurteilen wir zugleich das Rendite-Risiko-Verhältnis von US-amerikanischen Hochzinsanleihen. Engagements in Gold und markunabhängigen Engagements halten wir weiterhin.

Positionierung

- Im März veranlassten wir
 - die Absicherung von ausgewählten Aktien-Engagements, insbesondere von Wachstumsunternehmen.

Grafik des Monats

Erwarteter Anstieg von Preisen in den USA durch die bislang eingeführten Zölle nach Produktgruppen
(in %, Stand: 2. April 2025)

Warengruppe	Erwarteter Preisanstieg
Lederwaren	18,3%
Bekleidung	16,9%
Nutzpflanzen	13,3%
Metalle	12,3%
Wolle, Seidencocons	10,9%
Verarbeiteter Reis	10,3%
Elektrische Geräte	10,0%
Textilien	9,6%
Kraftfahrzeuge und -teile	8,4%
Maschinen und Ausrüstungen	6,6%
Eisenmetalle	6,5%
Gummi- und Kunststoffzeugnisse	6,4%

Quelle: Budget Lab der Yale University, eigene Analyse, April 2025

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 Marktbericht 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 Marktberichtes oder deren Inhalt. Die Weitergabe oder Änderungen des Marktberichtes oder seines Inhalts bedürfen der ausdrücklichen Erlaubnis des Verfassers oder der Gesellschaft.