

Frankfurt am Main, den 20. Juni 2025

Kommentar zur jüngsten Marktentwicklung

Jüngste Entwicklungen

- Dem ruppigen April folgte ein für Anleger versöhnlicher Mai. Beachtliche Kursgewinne im Monatsverlauf brachten wichtige Indizes zurück auf die Niveaus vom Jahresbeginn, insbesondere den US-amerikanischen *S&P 500* mit +6,2% im Mai (seit Jahresbeginn: +0,5%), den Technologieindex *Nasdaq-100* mit +9,0% (+1,6%) und den japanischen *Topix 100* mit +5,4% (-0,4%, jeweils in lokaler Währung). Deutlich robuster entwickelten sich die europäischen Aktienmärkte wie der deutsche *DAX* mit +6,7% (+20,5%) der europäische *STOXX Europe 600* mit +4,0% (+8,1%) und der Schweizer *SMI* mit +0,9% (+5,4%, jeweils in lokaler Währung). Bedingt durch Währungseffekte notierte der globale Aktienindex *MSCI ACWI* trotz eines Monatsgewinnes im Mai von +5,9% für EUR-Investoren mit -3,9% seit Jahresbeginn noch im Minus (in EUR).
- Die Betrachtung zum Stichtag verdeckt die beachtlichen Schwankungen, die vorangegangen waren. Vom bisherigen Jahreshoch am 19. Februar verzeichneten die breiten Indizes bis zum Tief am 7. April drastische Einbrüche, etwa der weltweite *MSCI ACWI* um -19,5% oder der europäische *STOXX Europe 600* um -14,1% (jeweils in EUR). Wie in unserer jüngsten Markteinschätzung ausgeführt, reflektierte dies vor allem die überraschend weitgehende Ankündigung hoher Zölle durch die US-Regierung am 2. April, dem sogenannten „*Liberation Day*“. Analog zur Linienführung im Buchstaben „V“ verlief die Erholung der Aktienmärkte dynamischer als von vielen erwartet.
- Die Erholung ist insofern beachtlich, als die wirtschaftlichen Eckdaten wenig Grund zu Optimismus boten: Die Maßnahmen der US-Regierung zur Handelspolitik können beschrieben werden als eine Kombination von Aufschub nach anfänglicher Drohung (insbesondere gegenüber Europa) und Eskalation mit gegenseitigen Vergeltungsmaßnahmen (insbesondere gegenüber China). Unabhängig von der Dynamik von Verhandlungen sind die durchschnittlichen Zölle der USA auf Importe bis Mitte Mai effektiv deutlich gestiegen: auf Importe aus China auf durchschnittlich ca. 51% (zwischenzeitlich sogar auf ca. 127%) und damit ca. 30 Prozentpunkte höher als beim Amtsantritt am 20. Januar; auf Importe aus anderen Regionen auf durchschnittlich ca. 12% und damit ca. 9 Prozentpunkte höher als beim Amtsantritt.
- Damit einher geht die weitere Eintrübung des konjunkturellen Ausblicks. So senkte der Internationale Währungsfonds (IWF) in seiner aktuellen Einschätzung vom April seine Wachstumserwartung für die Weltwirtschaft auf 2,8% in diesem und 3,0% im kommenden Jahr, jeweils -0,5% bzw. -0,3% niedriger als in der früheren Prognose vom Januar. Die Erwartung für die US-Wirtschaft sank um -0,9% (2025) bzw. -0,4% (2026) und damit stärker als für andere Länder, bedingt durch die Folgen der Zollpolitik und sinkende Konsumneigung der Haushalte (s. unsere *Graphik des Monats*). Konjunkturelle Bremsspuren zeigten sich auch im Euroraum, dessen Industrieproduktion im April stärker als erwartet um -2,4% im Vergleich zum Vormonat zurückging. Erklärt wird dies mit Vorzugseffekten, indem Bestellungen von US-Firmen in Erwartung der US-Zollpolitik im ersten Quartal vorgezogen worden waren.
- Nicht nur in der Konjunktüreinschätzung, sondern auch an den Finanzmärkten zeigten sich die USA seit dem Amtsantritt des amtierenden Präsidenten besonders anfällig. Seitdem blieben US-amerikanische Aktien hinter anderen Regionen zurück: Der Wertentwicklung des US-amerikanischen *S&P 500* von -1,4% entsprachen Kursanstiege in Europa (*STOXX Europe 600*: +4,7%), der Schweiz (*SMI*: +1,6%), Japan (*Topix 100*: +2,2%) sowie einigen Schwellenländern wie China (*Shanghai A-Index*: +3,2%) und Brasilien (*iBovespa*: +11,6%, jeweils in lokaler Währung). Dies reflektiert die Umschichtungen vieler Investoren aus den USA in andere Märkte.

- Auch an den Rentenmärkten fielen die USA in der Gunst der Anleger. Mit 4,43% hielt sich die Rendite der zehnjährigen *US Treasuries* recht stabil seit Jahresbeginn (4,59%), ebenso die Rendite bei zweijähriger Laufzeit (3,93% vs. 4,3% zum Jahresbeginn). Dies reflektierte allerdings nicht nur die hartnäckige Inflation, die mit ca. 3,2% ungefähr auf dem Niveau vom Jahresanfang verharrte. Daneben wuchsen Zweifel an der Bonität der USA als Schuldner, signalisiert durch die Herabstufung der Ratingagentur *Moody's* am 16. Mai vom Aaa zu Aa1. Begründet wurde dies mit der wachsenden Staatsverschuldung und dem entsprechend steigenden Anteil, den der laufende Schuldendienst erfordert. Damit folgte *Moody's* den früheren Herabstufungen durch die beiden anderen wichtigen Ratingagenturen *S&P* (2011) und *Fitch* (2023). Damit reflektiert das Zinsniveau der US-amerikanischen *Treasuries* zu einem wachsenden Anteil auch die skeptischere Beurteilung der Zahlungsfähigkeit.
- Deutlich zeigte sich diese Neubewertung der USA auch in der Entwicklung der Währung. Gegenüber dem Euro verlor der US-Dollar seit dem Amtsantritt des amtierenden Präsidenten beachtliche 9,0% (seit Jahresbeginn: -9,6%). Damit einher geht ein stabil hoher Goldpreis, der bei USD 3.288 pro Feinunze notiert und damit seit Jahresbeginn einen Kursanstieg von 25,3% aufweist (für EUR-Investoren: +15,7%).
- Die Erholung der Aktienmärkte nach dem Tief am 7. April verlief dynamischer als von vielen erwartet. Das Ausmaß des Kurseinbruches im April lag über dem historischen Durchschnitt der Aktienmärkte von ca. 15% und beanspruchte die Schwankungstoleranz von Investoren. Zugleich unterstreicht die bisherige Entwicklung, wie unabdingbar diese Toleranz für den mittelfristigen Investitionserfolg ist.

Unsere Einschätzung

- Während die Unberechenbarkeit der US-Administration und damit einhergehend Kursschwankungen stärker ausfielen als von uns erwartet, liegt die bisherige Entwicklung im Korridor unserer Einschätzung eines weiterhin zwar gedämpften, doch stabilen Ausblicks ohne globale Rezession. Risiken für diese Einschätzung resultieren aus weiteren konjunkturellen Belastungen durch die Zollpolitik der USA (sowohl für die Weltwirtschaft als auch vor allem für die US-Binnenwirtschaft), deutlichen Einbußen in der Ertragskraft von Unternehmen und in einer möglichen Eskalation im weiteren Verlauf geopolitischer Konflikte, insbesondere im Nahen Osten und der Ukraine.
- Für die weiteren Positionierung bedeutend ist die Frage, ob und wie weit die weitreichenden Initiativen der aktuellen US-amerikanischen Regierung die Gravitätszentren der Welt(-wirtschaft) vorübergehend oder nachhaltig verändern werden. Diskutiert wird dies als mögliches Ende des sogenannten Exzeptionalismus der USA, also der Privilegien, die sich aus ihrer Vormachtstellung ergeben. Drei Aspekte halten wir hier für relevant.
 - **Wirtschaftliche Checks and Balances:** Die bereits veranlassten Eingriffe in die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen der US-Wirtschaft werfen die Frage auf, wann hier Schranken aufgezeigt werden, um bewährte Institutionen zu schützen. Dem Kapitalmarkt könnte hier eine zentrale Rolle zukommen, begründet in der hohen Bedeutung von Zinsen für den Staatshaushalt sowie von Aktien im privaten Vermögen und in der Altersvorsorge. Spätestens die Kongresswahlen im November 2026 dürften eine nüchterne Zwischenbilanz erfordern. „*It is the economy, stupid!*“ - das oft zitierte Wort aus dem Wahlkampf von Bill Clinton könnte sich erneut als relevant erweisen.
 - **Size matters:** Nach wie vor ist der US-amerikanische Kapitalmarkt der mit Abstand größte und liquideste Markt weltweit: Der US-amerikanische Markt entspricht 64% der globalen Aktienmärkte und 41% der globalen Anleihenmärkte; daneben werden 58% der globalen Währungsreserven weiterhin in US-Dollar gehalten.
 - **Strukturelle Stärke:** Der Kapitalmarkt reflektiert die Kraft der US-amerikanischen Volkswirtschaft, zu deren Stärken nach wie vor Eigenschaften zählen, die andere Länder sich

wünschen. Hierzu zählen insbesondere die hohe Innovationskraft von Unternehmen, die enge Verzahnung von Forschung und Unternehmertum, eine schlanke Bürokratie, flexible Arbeitsmärkte und eine vergleichsweise hohe Produktivität.

- In unserer Positionierung halten wir an einer mindestens neutralen Aktienquote fest bei höherer Gewichtung von europäischen und defensiven Unternehmen und einem reduzierten Risiko gegenüber dem US-Dollar. Gold und marktunabhängige Konzepte dienen weiterhin der Stabilisierung.

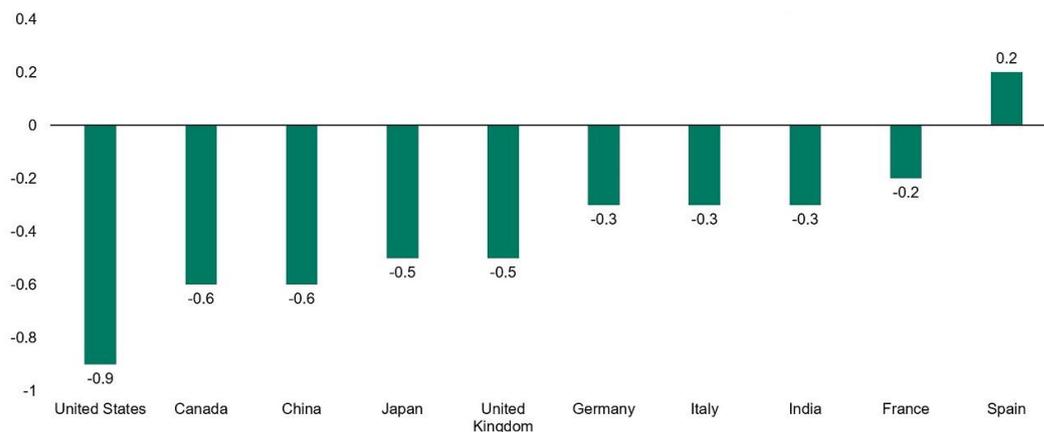
Positionierung

- Seit April veranlassten wir
 - die Absicherung von Aktien-Engagements, insbesondere von Wachstumsunternehmen und US-Unternehmen;
 - die Reduzierung von Aktien in Schwellenländern;
 - den Aufbau von Aktienengagements außerhalb der USA, insbesondere in Europa und in defensiven Sektoren;
 - die Erhöhung von Gold und marktunabhängigen Engagements.

Grafik des Monats

Preis der Handelspolitik

Veränderung der Wachstumserwartung 2025 des IWF im April vs. Januar (nach Ländern)



Quelle: Internationaler Währungsfonds (IWF), 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.