

Haspa BörsenAnalyse

AKTUELLE BERICHTE UND ANALYSEN

Veröffentlichungsdatum 11.07.2025

Halbjahresausblick 2025

Robuste Aufstellung mit mehr Europa

Ein(un)ordnung

Das erste Halbjahr war für Kapitalmarktteilnehmer äußerst intensiv und hielt einige Überraschungen und Wendungen bereit. Die Bilanz fällt dabei gemischt aus. Auf der einen Seite steht die Geopolitik, die weiterhin von ungelösten Konflikten geprägt ist. Hinzu kommt die Zollpolitik der USA, bei der sich das Zielbild zwar langsam aufklart, dieses Bild aber alles andere als förderlich für den globalen Handel wäre. Auf der anderen Seite notieren Indexstände nahe oder auf neuen Allzeithochs.

Angesichts der zahlreichen Risiken und Gefahren scheint sich ein gewisser Gewöhnungseffekt eingestellt zu haben. Politische Paukenschläge haben allenfalls kurze Reaktionen zur Folge oder werden überhaupt nicht mehr wahrgenommen. Der Kursrutsch nach dem „Liberation Day“ wurde binnen kurzer Zeit mehr als wieder gut gemacht. Der Angriff Israels auf den Iran hatte im Grunde nur zwei Wochen lang einen etwas erhöhten Ölpreis zur Folge. Und die „Big Beautiful Bill“, mit der die USA auf eine historisch hohe Verschuldung zusteuern und endgültig von einem nachhaltig tragbaren Pfad abzukommen drohen, wurde vom Rentenmarkt nahezu reaktionslos angenommen.

Den Optimisten gibt recht, dass die US-Ökonomie bislang weitgehend unbeschadet durch die ersten Monate mit äußerst fragwürdigen wirtschaftspolitischen Entscheidungen und hoher Unsicherheit manövriert ist. Vielleicht schwebt über allem aber auch nur die Erwartung, dass im Zweifel die US-Notenbank die Finanzmärkte stützen würde.

Insgesamt macht diese Gemengelage Prognosen äußerst schwierig. Insbesondere da viele Vergleiche mit der Vergangenheit und bislang verinnerlichte Reaktionsmuster nur noch begrenzt zu passen scheinen. Doch ist es auch keine Option, sich keine Gedanken über die mögliche weitere Entwicklung zu machen. Daher haben wir im Folgenden das Bild skizziert, das sich in unseren Diskussionen als am wahrscheinlichsten herauskristallisiert hat. Dieses scheint aber für überraschende exogene Schocks anfälliger zu sein denn je.

Europa als Chance

Mit rund 450 Millionen Einwohnern und einem Bruttoinlandsprodukt von etwa 18 Billionen Euro ist der europäische Binnenmarkt einer der weltweit größten Wirtschaftsräume. Allerdings hinkt das Wirtschaftswachstum dem der USA seit bald einem Jahrzehnt deutlich hinterher. Während das BIP in den USA seit Ende 2017 um über 18 Prozent zulegen konnte, brachte es die EU im betrachteten Zeitraum lediglich auf ein Wachstum von neun Prozent, also gerade einmal die Hälfte. Mit Blick in die Zukunft stehen Europa große Herausforderungen bevor, die einer Verringerung des Abstands zu den USA im Wege stehen könnten. Zu nennen sind hier insbesondere die große Zustimmung für rechtspopulistische Parteien mit vorwiegend nationalen Interessen sowie eine hohe Abhängigkeit vom Export und damit vom Welthandel. Eine mögliche Verschärfung des Handelsstreits mit den USA und ein aus EU-Sicht schlechtes Handelsabkommen würde die europäische Wirtschaft sicherlich treffen. Größere Stolpersteine sind außerdem die hohe Bürokratie und die strengen Reglementierungen sowie die Veto-Rechte einzelner

EU-Staaten. Zudem bleibt die Welt insgesamt weiterhin aus den Fugen. Die kriegerrisch geltend gemachten territorialen Ansprüche Russlands, die erratische Wirtschaftspolitik der USA und die weitreichenden Änderungen im globalen Machtgefüge stellen Europa vor große Herausforderungen. Aus der unbestrittenen Notwendigkeit, etwas ändern zu müssen, erwachsen jedoch auch viele Chancen, die, wenn sie richtig genutzt werden, ein großes Wachstumspotenzial für Europa bergen. Viele diesbezügliche Ideen und Lösungsansätze sind nicht neu, doch die aktuellen globalen Entwicklungen könnten den Anstoß für deren Umsetzung geben und als Katalysator fungieren.

Die negative Grundhaltung der US-Regierung gegenüber internationalen Institutionen wie der NATO sowie der Austritt der USA aus wichtigen Abkommen und Organisationen wie der WHO unterstreichen die Notwendigkeit, dass sich Europa stärker emanzipiert und seine eigene Stärke ausbaut. Hervorzuheben ist hierbei vor allem das langfristige strukturelle Potenzial, das sich für Europa aus der gegenwärtigen US-Politik eröffnet hat. Denn die US-Regie-

rung hat in vielen wichtigen Bereichen elementare Veränderungen losgetreten, offengelegt und/oder beschleunigt. Besonders relevant sind dabei die Themen Bildung, Migration, Gesundheit, das Rechtssystem, der Schutz von Minderheiten sowie die Rechtsstaatlichkeit (sowohl national als auch international). Europa könnte hier versuchen, viele entstehende Lücken, die sich aus der stark nationalen Neuorientierung der USA ergeben, zu füllen. Zugegebenermaßen bedeutet das nicht, dass den USA in naher Zukunft keine Kehrtwende von der gegenwärtigen Politik (sofern gewünscht) gelingen kann. Allerdings dürfte durch das Ausmaß, die Geschwindigkeit und die Leichtigkeit, mit der sich diese Entwicklungen vollzogen haben, viel Porzellan zerbrochen worden sein, das sich nicht ohne Weiteres wieder zusammensetzen lässt. Daher sollten die Handelspartner der USA sowie die Finanzmärkte schon allein aus geostrategischen Beweggründen ihre Abhängigkeit von der weltweit größten Volkswirtschaft teilweise reduzieren. Dabei bietet sich für Europa prinzipiell die Möglichkeit, sich auf der Weltbühne als stabiler und verlässlicher Gegenpol zu den USA zu präsentieren.

Große Finanzpakete wie das jüngst in Deutschland beschlossene können nicht nur das Wachstum im eigenen Land erhöhen, sondern über Ausstrahleffekte auch das Wachstum in anderen europäischen Ländern steigern. Um jedoch langfristiges Wachstumspotenzial zu schaffen, ist es entscheidend, in was und vor allem wie investiert wird. Beispielsweise würden zusätzliche Verteidigungsausgaben, die lediglich dazu dienen, Rüstungsgüter aus Nicht-EU-Ländern wie den USA zu importieren, kein direktes Wachstum in Europa schaffen. Wichtig ist auch, ob staatliche Investitionen Ausstrahleffekte auf Investitionen im privaten Sektor haben. Gerade im Bereich der Sachinvestitionen besteht in Europa großer Nachholbedarf und damit auch Potenzial. Während diese Investitionen in den USA 12 Prozent über den Niveaus liegen, die vor der Corona-Pandemie beobachtet wurden, kommt Europa lediglich auf 1 Prozent.

Auch der EU-Binnenmarkt bietet noch viel ungenutztes Potenzial. Laut der Europäischen Investitionsbank (EIB) geben beispielsweise 60 Prozent der EU-Exporteure an, Handelshemmnisse zu erleben. Zudem müssen EU-Unternehmen im Durchschnitt 1,8 bis 2,5 Prozent ihres Umsatzes für Personal aufbringen, das sich ausschließlich mit Bürokratie beschäftigt. Ein Abbau der schwerfälligen Bürokratie und eine Vertiefung des Binnenmarktes dürften die Produktivität in sämtlichen Wirtschaftsbereichen verbessern.

Eine stärkere Angleichung von nationalen Regeln und Gesetzen bietet ebenfalls große Wachstumschancen. Gerade der Finanzplatz Europa würde von einem einheitlichen Zulassungsverfahren für Unternehmen sowie einem gemeinsamen Banken-, Finanz- oder Insolvenzrecht profitieren.

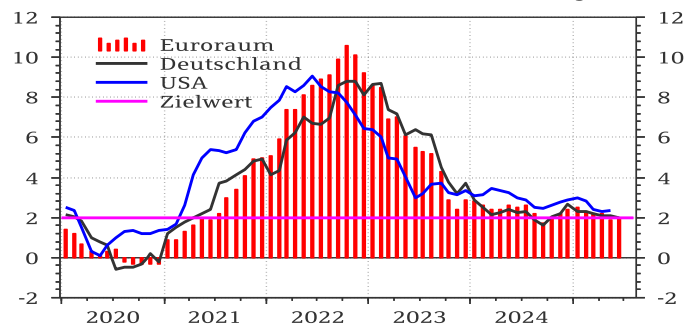
Insgesamt steckt hinter der von der EU-Kommission angestrebten Vollendung der Kapitalmarktunion ein großes Wachstumspotenzial. Denn im Gegensatz zum nahtlosen US-Kapitalmarkt entsteht durch die fragmentierten europäischen Kapitalmärkte ein enormer Reibungsverlust, der insbesondere Finanzierungsbedingungen belastet.

Die Frühindikatoren im Euroraum sind zwar noch immer durchgewachsen, zeichnen jedoch insgesamt ein vorsichtig positives Gesamtbild. Zugegebenermaßen ist es noch zu früh, um von einer weitreichenden europäischen Renaissance zu sprechen. Aber wir sehen im aktuellen Umfeld klare Chancen, was eine größere Berücksichtigung Europas in einer robusten Vermögensaufstellung rechtfertigt. Im direkten Vergleich darf nicht vergessen werden, dass die Absprungbasis für Europa tief, während die Flughöhe der USA sehr hoch ist.

Konjunktur

Mitte der 2010er Jahre bewegte sich die Konjunktur in Deutschland, im Euroraum und in den USA weitgehend im Gleichlauf. Von Anfang 2013 bis Ende 2017 lag das reale Wachstum des Bruttoinlandsprodukts (BIP) in allen drei Wirtschaftsräumen wenig entfernt von 11,5 Prozent. Doch anschließend divergierte die Entwicklung deutlich. In den gut sieben Jahren danach stieg die Wirtschaftsleistung in den USA um 18,3 Prozent, während sie in Europa nur um 8,3 und in Deutschland sogar nur um 1,3 Prozent zulegte.

Headline-Inflationsraten (% zum Vorjahr)



Source: LSEG Datastream

Unter einer Vielzahl an Gründen, dürfte das exportorientierte Geschäftsmodell Deutschlands dafür wohl hauptsächlich gewesen sein. Insbesondere China bedient seinen Markt zunehmend aus heimischer Produktion (z. B. bei Automobilen). Die Corona-Pandemie und der Angriff Russlands auf die Ukraine führten dazu, dass Zuliefer- und Absatzmärkte durcheinandergewirbelt wurden und Lieferketten neu geknüpft werden mussten. Auch die US-Zölle sind nicht erst ein Phänomen von diesem Jahr, sondern fanden bereits in Trumps erster Amtszeit Anwendung. Die US-Wirtschaft ist dagegen stark auf den Binnenkonsum ausgerichtet. Auch die substanziellen Steuersenkungen (Körperschaftsteuer von 35 auf 21 %) mit Wirkung zum 1. Januar 2018 dürften einen Beitrag zum starken Wachstum jenseits des Atlantiks geleistet haben.

Diese zunächst temporären Steuersenkungen wurden mit der „Big Beautiful Bill“ nun dauerhaft gemacht und ausgebaut. Sie dürften den BIP-Zuwachs kurzzeitig ankurbeln, langfristig die Zinslast des Staatshaushaltes jedoch so stark belasten, dass dies das Wachstum drückt. Wurde das erste Quartal durch vorgezogene Importe ins Negative gezogen, so dürfte es im zweiten Quartal die entsprechende Gegenbewegung aus dem Außenhandel geben. Im darunterliegenden Trend, der vom Privatkonsument bestimmt wird, gehen wir von einer langsamen Abkühlung aus. Für das laufende Jahr rechnen wir mit einem Wachstum von rund 1,0 Prozent. Eine handfeste Rezession sehen wir dagegen als Randszenario, wenngleich mit einer etwas höheren Wahrscheinlichkeit als sonst (etwa 25 % gegenüber dem langfristigen Durchschnitt von 15 %).

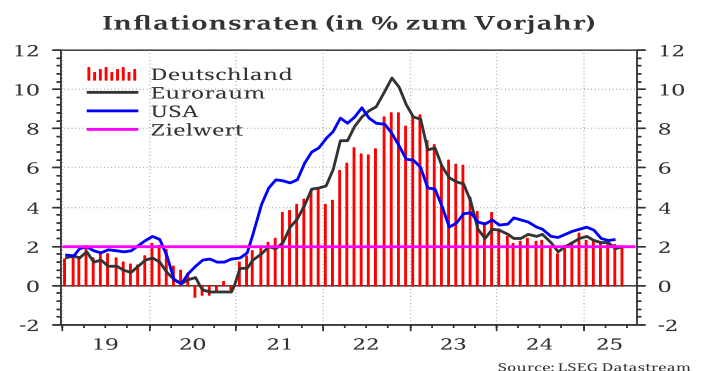
Die deutsche Konjunktur scheint langsam aus dem Dauerschlaf zu erwachen. Das Wachstum im ersten Quartal 2025 war mit 0,4 Prozent so hoch wie seit drei Jahren nicht mehr. Die Unternehmen setzen auf eine wieder handlungsfähige Regierung, die zudem die Wirtschaftspolitik als eines ihrer Schwerpunktthemen sieht. Entsprechend stieg der ifo Geschäftsklimaindex zuletzt sechs Monate in Folge. Auch wir gehen davon aus, dass die heimische Konjunktur wieder Fahrt aufnimmt. Allerdings rechnen wir erst ab 2026 mit einem nennenswerten Wachstum. Kurzfristig müssen wir uns im zweiten Quartal aufgrund rückläufiger Exporte wohl wieder auf eine Kontraktion einstellen und im Gesamtjahr 2025 erwarten wir zunächst auch wenig mehr als eine erneute Stagnation. Das beschlossene Fiskalpaket erachten wir als kurzfristig überschätzt und langfristig unterschätzt, da es seine Wirkung aufgrund langwieriger Planungsverfahren frühestens ab 2028 voll entfalten kann, dann aber bis zu 2 Prozentpunkte Wachstum bringen könnte.

In den anderen Euroländern erwarten wir vergleichsweise wenig Veränderungen zu den letzten Quartalen. Für Frankreich rechnen wir, wie im ersten Dreimonatsabschnitt, auch für den zweiten mit einem Wachstum von etwa 0,1 Prozent. Im zweiten Halbjahr dürfte wieder etwas mehr Dynamik aufkommen, sodass im Gesamtjahr rund 0,5 Prozent BIP-Steigerung stehen dürften. In Italien dürfte das Wachstum 2025 mit 0,7 Prozent etwas höher ausfallen. Wenngleich wir von einer dezenten Verlangsamung ausgehen, ist die Wachstumsgeschwindigkeit in Spanien weiterhin am höchsten. Wir erwarten für das laufende Jahr etwa 2,4 Prozent. In Summe ergibt sich dadurch für den Euroraum als Ganzes ein BIP-Zuwachs von einem knappen dreiviertel Prozent.

Treffen unsere Erwartungen ein, würde das Wachstum jenseits des Atlantiks zwar weiterhin höher liegen als auf dem Alten Kontinent. Doch der Unterschied bei der Wachstumsdynamik sollte seinen Höhepunkt nun überschritten haben.

Inflationsraten

Die Inflation im Euroraum bleibt weiterhin unter Kontrolle. Nicht zuletzt dank niedriger Energiepreise (der Ölpreisanstieg aufgrund der Eskalation zwischen Israel und dem Iran war nur von kurzer Dauer) und des nach wie vor starken Euros stieg die Inflationsrate im Währungsraum im Juni lediglich leicht auf die 2-Prozent-Zielmarke der Europäischen Zentralbank (EZB) an. Die Kerninflationsrate, die ohne die schwankungsanfälligen Preise für Nahrungsmittel und Energie berechnet wird, hält sich jedoch, insbesondere aufgrund der hartnäckigen Preissteigerungen im Dienstleistungssektor, weiterhin oberhalb von 2 Prozent. Eine ähnliche Entwicklung ist ebenfalls in Deutschland zu beobachten.



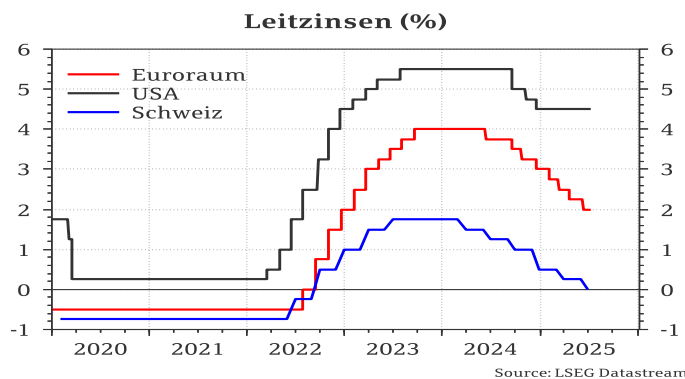
Im Euroraum liegt eine gewisse Diskrepanz zwischen dem kurz- und dem mittelfristigen Inflationsausblick. Kurzfristig dürften sich eine Verlangsamung des Lohnwachstums und ein starker Euro disinflationär auswirken. Mittel- bis langfristig spricht jedoch vieles für tendenziell höhere Preise. Hier sind vor allem demographische Faktoren, steigende Ausgaben für Rüstung und Infrastruktur sowie ein voraussichtlich stärkeres Wirtschaftswachstum im nächsten Jahr mit steigenden Reallöhnen zu nennen. Zur Diskrepanz kommt die Unsicherheit rund um den Handelsstreit und die Eskalation im Nahen Osten hinzu, was die Situation weiter verkompliziert. Aktuell spricht vieles dafür, dass die Zölle über sinkende Güterpreise und negative Effekte für die Konjunktur im Euroraum eher deflationär und in den USA eher inflationär wirken dürften. Für das gesamte Jahr 2025 erwarten wir für Europa eine Inflationsrate um das 2-Prozent-Ziel herum.

In den USA ist die Inflationsrate von 3 Prozent im Januar dieses Jahres auf zuletzt 2,4 Prozent gefallen. Die Core PCE Rate, das Inflationsmaß, welches Preise für Energie und Nahrungsmittel nicht berücksichtigt, ist nach einem deutlichen Anstieg im Februar von 2,9 auf zuletzt 2,7 Prozent gefallen. Der Präsident der amerikanischen Notenbank (Fed) Powell betonte in jüngster Vergangenheit mehrfach die Erwartung, dass sich die Zölle in der zweiten Jahreshälfte in höheren Inflationsraten widerspiegeln werden, da diese letztendlich von jemandem bezahlt werden müssen. Wir erwarten, dass die Inflationsrate

in den USA erhöht bleibt und in den letzten Monaten des Jahres wieder Werte mit einer Drei vor dem Komma annehmen wird.

Notenbanken

Mit Blick auf Zinssenkungen dürfte sich die EZB auf der Zielgeraden befinden. Im Juni vollzog die Notenbank die achte Zinssenkung in Folge, sodass der Leitzins mit 2 Prozent nun genau in der Mitte des Korridors liegt, in dem die Notenbank den neutralen Zinssatz verortet. Dieser ist der Zinssatz, der die Wirtschaft weder bremst noch stimuliert. Die Inflationsrate bewegt sich aktuell um das EZB-Ziel von 2 Prozent, und auch die längerfristigen Inflationserwartungen am Markt und bei der EZB liegen nahe am Zielwert. Ob die Zentralbank in diesem Jahr eine weitere Anpassung des Leitzinses vornehmen wird, dürfte neben den möglichen Auswirkungen des Konflikts im Nahen Osten auf den Ölpreis vor allem von der weiteren Entwicklung im Handelsstreit der EU mit den USA und dem Wechselkurs abhängen. Wir erwarten, dass die EZB in diesem Jahr noch eine finale Senkung auf 1,75 Prozent umsetzen wird.



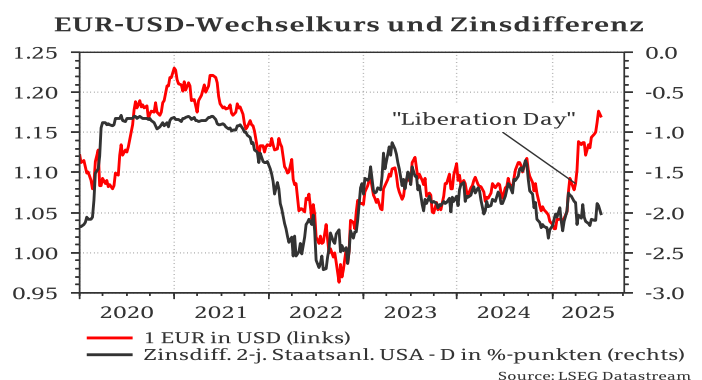
Auf ihrer Sitzung im Juni hat die Fed ihren Leitzins in einer Spanne von 4,25 bis 4,50 Prozent unverändert belassen. Die Prognosen für das Wirtschaftswachstum wurden für dieses und für nächstes Jahr leicht herabgesetzt, während die Prognose für die Core PCE Rate auf 3,1 Prozent erhöht wurde. Damit zeichnet die Fed mit ihrer abermals nach unten korrigierten Wachstumsprognose zunehmend ein Stagflationsszenario (geringeres Wachstum und höhere Inflation).

Wir erwarten, dass die Fed zunächst in diesem Jahr lediglich eine Zinssenkung vornehmen wird. Der immer noch feste Arbeitsmarkt versetzt die Fed in die vorteilhafte Position, zunächst abzuwarten, in welchem Umfang die Zölle ihr Ziel der Preisstabilität beeinflussen. Aufgrund einer erwarteten Abkühlung der Konjunktur und insbesondere eines schwächeren Arbeitsmarktes dürfte die Notenbank dann jedoch Anfang 2026 mit relativ hoher Frequenz, auch bei erhöhter Inflation, Zinssenkungen vornehmen, sodass sich der Leitzins daraufhin etwas oberhalb von 3,0 Prozent bewegen sollte.

Währungen

Dem Wechselkurs zwischen Euro und US-Dollar kam im ersten Halbjahr 2025 eine zentrale Rolle zu. Die Gemeinschaftswährung wertete in diesem Zeitraum um über 13 Prozent auf, was nicht wenige Marktteilnehmer überraschte. So wählte man den Greenback doch bei der Zins- und Wachstumsschere vorne. Zudem stand Europa - angesichts des Rechtsrucks bei der EU- und Frankreich-Wahl und des Auseinanderbrechens der deutschen Ampelregierung - im letzten Jahr politisch auch recht schwach da. Doch war dies durch die Abwertung um rund 8 Prozent im letzten Quartal 2024 offensichtlich bereits abgegolten. Durch die fragwürdige Außen- und Wirtschaftspolitik der neuen US-Administration einerseits und der neuen Zuversicht in Deutschland andererseits drehte sich dann das Momentum. Doch wie geht es weiter?

Grundsätzlich bestimmen sich Wechselkurse sowohl durch volkswirtschaftlich fundamentale Effekte als auch durch nicht-quantitative Faktoren. Einer der wichtigsten Treiber ist (1) die Differenz kurzfristiger Zinsen. Genauer gesagt geht es um die Veränderung dieser Differenz. Steigen die Zinsen, die man in einer Währung bekommt stärker als die in einer anderen Währung, sollte auch der Wert der ersten steigen. Beim Wechselkurs zwischen Euro und US-Dollar konnte man dies einige Zeit gut beobachten. Als sich die Zinsdifferenz 2-jähriger Bundesanleihen gegenüber ihren US-Pendants von -1,0 Prozentpunkt Mitte 2021 auf etwa -2,5 Prozentpunkte Mitte 2022 ausdehnte, sank zeitgleich der Kurs der Gemeinschaftswährung von etwa 1,20 auf zeitweise unter 1,00 US-Dollar pro Euro. Auch in den Folgejahren ließ sich der Zusammenhang gut beobachten. Doch seit dem 2. Quartal dieses Jahres scheint die Zinsdifferenz nicht mehr der wesentliche Treiber zu sein.



Ein weiterer Faktor ist (2) die Inflationsdifferenz. Verteuern sich Waren in einem Währungsraum mehr als in einem anderen, sollte der Wechselkurs (sofern alles andere gleichbleibt) entsprechend ausgleichend wirken. Eine bekannte Metrik dafür ist der sogenannte „Big-Mac-Index“, der den Preis für ein sehr vergleichbares Produkt, den Burger einer internationalen Fast-Food-Kette, in verschiede-

nen Ländern gegenüberstellt. Die Berechnung der Kaufkraftparität verwendet dieses Prinzip und betrachtet nicht nur ein Produkt, sondern einen ganzen Warenkorb an Gütern und Dienstleistungen. Je nach Berechnungsmethode kommt man dabei auf einen Wechselkurs um 1,40 EUR pro US-Dollar.

Als drittes (3) ist die Wachstumsdynamik zu nennen. Wird für einen Wirtschaftsraum ein höherer BIP-Zuwachs erwartet, steigt in der Regel auch der Wert der Währung. Für die Veränderung des Wechselkurses ist entsprechend auch die Veränderung der (erwarteten) Konjunkturentwicklung zwischen zwei Währungsräumen entscheidend. Da die USA in den letzten Jahren deutlich stärker wuchsen als der Euroraum, tendierte entsprechend auch der Greenback zur Stärke. Die Wachstumsschere dürfte nun aber ihr Maximum überschritten haben.

Exportiert ein Land mehr als es importiert, erzielt es einen (4) Leistungsbilanzüberschuss. Da in diesem Fall ausländische Käufer die heimische Währung nachfragen, führt dies zu einem Aufwertungsdruck. Bei einem Defizit ist es umgekehrt. Auch hier gilt: Es kommt nicht auf den Status quo, sondern auf die Dynamik, also die Veränderung zum Status quo an. Sollten die USA ihr Leistungsbilanzdefizit reduzieren, würde das dem US-Dollar Rückenwind verleihen, auch wenn weiter mehr importiert als exportiert wird.

Anteil USD an allen Währungsreserven (in %)



Neben diesen quantitativ ableitbaren Faktoren spielt auch das (5) Vertrauen in eine Währung eine zentrale Rolle. Wenn es Zweifel an der Unabhängigkeit der Notenbank gibt, besteht eine latente Gefahr für die Preisstabilität, was perspektivisch die Inflationsdifferenz treiben könnte. Das Vertrauen hängt auch stark mit der politischen Weichenstellung zusammen. Ist die Politik beispielsweise nicht handlungsfähig oder untergräbt die Gewaltenteilung, drückt dies häufig den Wert der Landeswährung. Auch ein überbordendes Staatsdefizit kann die Zuversicht von Schuldnern schmälern. Eng verbunden mit diesen Faktoren sind auch (6) Sondereffekte wie die Stellung einer Währung als Handelswährung oder Reservewährung. Gerade die letzten beiden Punkte wirken meist über einen sehr langen Zeitraum und sind im Trend schwer umkehrbar. So ist der US-Dollar mit 57 Prozent aller Währungsre-

serven weiterhin mit Abstand die wichtigste Reservewährung, doch ist sein Anteil seit 2002 um 15 Prozentpunkte zurückgegangen. Auch als Handelswährung steht der Greenback mit 47 Prozent aller internationalen SWIFT-Zahlungen an erster Stelle. Doch versuchen die Länder des Globalen Südens, insbesondere die BRICS-Staaten, ein eigenes Zahlungssystem aufzubauen. Auch Kryptowährungen haben das Potenzial Anteile am internationalen Zahlungsverkehr abzugreifen. Dieser langfristige übergeordnete Trend wird als De-Dollarisierung bezeichnet und schwächt den Wert des US-Dollar.

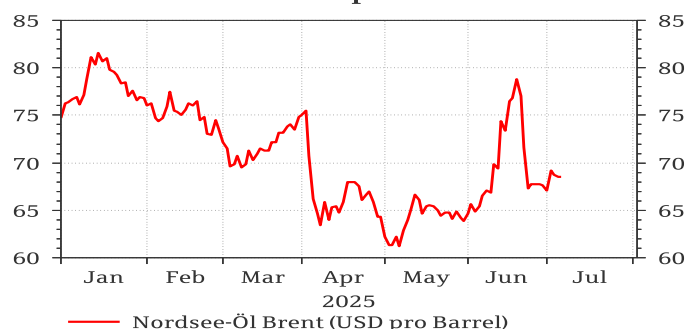
In der kurzen bzw. mittleren Frist dürfte bereits ein Großteil der fundamentalen Faktoren im Wechselkurs berücksichtigt sein. Trotzdem könnte sich die Abwertung des Greenback noch ein wenig fortsetzen. In den kommenden Monaten sehen wir den Wechselkurs zwischen 1,14 und 1,22 und zum Jahresende bei 1,20 US-Dollar pro Euro. Im nächsten Jahr könnte der Euro noch weiter erstarken.

Ölpreis

Der Ölpreis fand große Beachtung, als er Anfang 2022 nach dem Angriff Russlands auf die Ukraine von rund 80 auf zeitweise 130 US-Dollar pro Barrel sprang. Dies war der Beginn des Inflationsschubs mit Raten um 10 Prozent in den USA und im Euroraum. Danach beruhigte sich der Preis des schwarzen Rohstoffs und er bewegte sich um die 80 US-Dollar. In diesem Jahr beschleunigte sich der Abwärtstrend, der seinen Tiefpunkt im Zuge des „Liberation Day“ bei rund 62 US-Dollar fand. Es bestand die akute Gefahr, dass die hohen US-Zollsätze die gesamte Weltwirtschaft in eine handfeste Rezession stürzen könnten.

Mitte Juni sorgte dann der Angriff Israels auf iranische Militär- und Atomeinrichtungen für Sorgen um eine Eskalationsspirale im Nahen Osten. Weniger das Ausfallen Irans als Öllieferant, sondern vielmehr die Furcht davor, die Straße von Hormus könnte blockiert werden, trieb den Preis des Energieträgers auf annähernd 80 US-Dollar pro Barrel. Durch die Meerenge gehen rund ein Viertel der weltweiten Öl- und ein Drittel der globalen Gaslieferungen. Nach dem einmaligen Luftschlag der USA und dem symbolischen Gegenschlag des Iran beruhigte sich die Lage und der Ölpreis pendelte sich bei 67 US-Dollar ein.

Erdölpreis

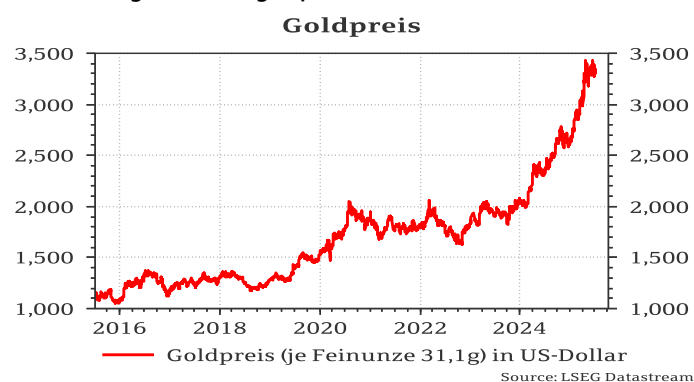


Grundsätzlich bleiben wir bei unserer Annahme, dass es perspektivisch ein Überangebot geben dürfte. Viele Staaten bauen alternative Energiequellen aus. Dazu zählen regenerative Wind- und Solarkraftwerke, die insbesondere in China eine zunehmende Rolle im Energiemix spielen (zuletzt über ein Drittel). Aber auch Pläne, kleine Kernreaktoren zu bauen, um für die sehr energiehungrigen KI-Rechenzentren konstanten Strom zu liefern, verschieben die Nachfrage. Im Verkehrssektor ist die Elektrifizierung in vielen Ländern ein zentrales Thema. Deshalb dürfte auch hier der Bedarf für fossile Brennstoffe tendenziell weniger werden. Auf der Angebotsseite scheint das Ölkartell der OPEC+ immer weniger stabil zu sein. Teilweise scheren einzelne Mitglieder aus, teilweise werden gemeinsam größere Output-Mengen beschlossen. Hinzu kommt Trumps Politik von „drill, baby, drill“, wonach mehr Öl und Gas in den USA gefördert werden soll.

Insgesamt bleibt unsere Prognose damit unverändert. Ausgenommen erneuter geopolitischer Eskalationen sehen wir den Ölpreis in den nächsten Jahren in einem Band zwischen 60 und 80 US-Dollar pro Barrel. Zum Jahresende könnte er eher in der unteren Hälfte liegen, danach eher in der Mitte um 70 US-Dollar.

Gold

In einem weiterhin volatilen und unsicheren Marktumfeld konnte Gold, für viele Marktteilnehmer das Symbol des sicheren Hafens, erneut glänzen. Dabei unterstrich das gelbe Metall seine Attraktivität als Diversifikationsbaustein im Portfolio und als Reservemittel bei Zentralbanken. Nachdem der Goldpreis im ersten Quartal um rund 20 Prozent zulegte, fiel der Anstieg im zweiten Quartal mit 5 Prozent etwas moderater aus. Die Goldrallye profitierte vor allem von der hohen Nachfrage der Zentralbanken sowie der allgemeinen geopolitischen Unsicherheit.



Im April durchbrach der Goldpreis kurzfristig die Marke von 3.500 US-Dollar. Auslöser waren Aussagen von Donald Trump, die Spekulationen über ein Amtsende („Termination“) des US-Notenbankchefs schürten. Dies hätte die Unabhängigkeit der Fed massiv untergraben. Die Bekundung des US-Präsidenten, den obersten Währungshüter nicht vorzeitig entlassen zu wollen, nahm etwas Unsicherheit

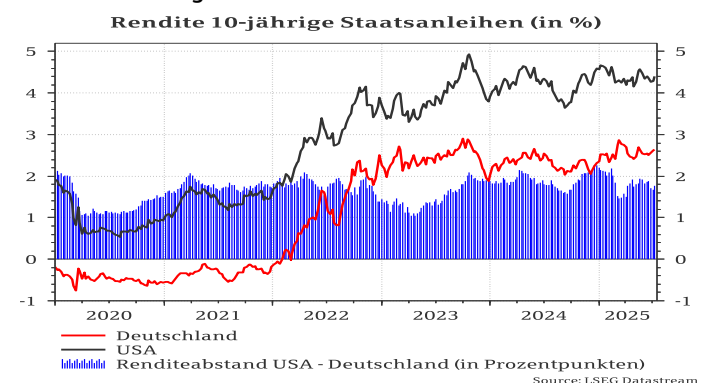
und Nervosität aus dem Markt, sodass der Goldpreis wieder fiel.

In den letzten Jahren sind Tendenzen zur Reduzierung vom US-Dollar in den internationalen Währungsreserven deutlich sichtbar geworden. Vor dem Hintergrund der De-Dollarisierung und fehlender Alternativen drängt sich Gold geradezu als naheliegender Ersatz auf. So gaben in einer aktuellen Umfrage des World Gold Council 95 Prozent der befragten Zentralbanker an, dass der Gesamtbestand an Goldreserven bei Zentralbanken in den kommenden zwölf Monaten steigen werde. Insgesamt stehen die Währungshüter Gold also nach wie vor positiv gegenüber. Im bisherigen Jahresverlauf kam es bis Mai in jedem Monat zu Nettozukäufen über alle Zentralbanken hinweg. Mit einer Ausweitung ihrer Goldbestände um über 60 Tonnen steht die polnische Zentralbank im Jahr 2025 weiterhin mit großem Abstand an der Spitze.

Wir erwarten nicht, dass der Goldpreis in den nächsten sechs Monaten mit derselben Geschwindigkeit wie in der ersten Jahreshälfte ansteigen wird. Preisstützend dürften weiterhin die Nachfrage der Zentralbanken sowie von Fonds, die Gold physisch hinterlegen, bleiben. Wir erwarten, dass der Preis für eine Feinunze Gold zum Jahresende bei 3.450 US-Dollar liegen wird.

Anleihen

Nachdem die Rendite der 10-jährigen Bundesanleihe im ersten Quartal 2025 im Zuge der Debatte um eine höhere Staatsverschuldung noch Höchststände knapp über 2,9 Prozent markierte, hat sich die Situation im zweiten Quartal entspannt. Gleichzeitig hat sich mit den kontinuierlichen Zinssenkungen der EZB wieder eine deutliche Steilheit (Höhenunterschied zwischen kurzen und längeren Laufzeiten) aufgebaut.



Zum Jahresende sehen wir die Rendite der zweijährigen Bundesanleihen knapp unter 2,0 Prozent und die der zehnjährigen bei 2,8 Prozent.

Die Renditen von zehnjährigen US-Staatsanleihen sind bei relativ hoher Volatilität seit Mitte Mai von rund 4,6 Prozent auf bis zu 4,2 Prozent Ende Juni gesunken. Gründe für die starken Schwankungen in diesem Jahre waren und sind insbesondere die Zollankündigung am „Liberation Day“,

die Sorge vor einer Untergrabung der Unabhängigkeit der US-Notenbank durch eine mögliche Entlassung ihres Präsidenten Jerome Powell, eine Belastung der ohnehin nicht nachhaltigen US-Haushaltspolitik durch Steuersenkungen, eine weitere Herabstufung der Bonität von US-Staatsanleihen, die Sorge vor Sondersteuern für ausländische Kapitalmarktteilnehmer sowie eine immer höher werdende Zinslast. US-Staatsanleihen, die häufig als das „sichere Asset“ am Markt bezeichnet werden, konnten diese Rolle in einer vor allem vonseiten der USA initiierten Unsicherheit am Markt nur bedingt ausfüllen. Vielmehr flüchteten sich Anleger im April vor allem in andere sichere Vermögenswerte wie deutsche und Schweizer Anleihen.

Nach den Zollankündigungen der USA Anfang April bewegten sich die Anleiherenditen abermals in unterschiedliche Richtungen, sodass sich das Zinsdifferenzial wieder dem durchschnittlichen Wert der vergangenen 10 Jahre von 1,8 % annäherte. Bundesanleihen schienen dabei, trotz des Ausblicks auf eine steigende Verschuldung, ihre historische Rolle als „sicherer Hafen“ einzunehmen. Diese gegenläufigen Entwicklungen der Renditen von 10-jährigen Anleihen waren in der Vergangenheit eher untypisch. Dies zeigt sich auch in der Korrelation (Messung des Gleichlaufs zwischen den Renditen). Diese drehte im März deutlich in den negativen Bereich, was in den vergangenen 25 Jahren nur in wenigen Episoden zu beobachten war. Die auffällig lange Dauer folgt dabei aus der Kombination der gegenläufigen Effekte aus der Verabschiedung des deutschen Finanzpakets und dem „Liberation Day“.

Es ist wichtig zu betonen, dass die US-Wirtschaft mit einer aktuellen zehnjährigen Treasury-Rendite von rund 4,30 Prozent angesichts der Inflationserwartungen, der Arbeitsmarktlage und der konjunkturellen Aussichten derzeit vergleichsweise gut leben kann. Das nach dem „Liberation Day“ aufgekommene Risiko eines größeren Vertrauensverlusts und einer umfangreichen Abkehr von US-Anleihen hat aktuell deutlich abgenommen. Dabei darf ebenfalls nicht vergessen werden, dass es für den US-Anleihemarkt mit Blick auf Größe, Tiefe und Liquidität zumindest gegenwärtig keine ebenbürtige Alternative gibt.

Insbesondere die Themen Nachhaltigkeit der US-Staatsfinanzen und die weitere US-Wirtschaftspolitik - hier vor allem die Frage nach dem Nachfolger von US-Notenbankpräsident Jerome Powell - dürften im weiteren Jahresverlauf zu einer volatilen Entwicklung der längerfristigen US-Staatsanleihen führen. Aufgrund der tendenziell zinssteigernden Effekte erwarten wir zum Jahresende eine Rendite von 4,40 Prozent für die 10-jährige US-Staatsanleihe.

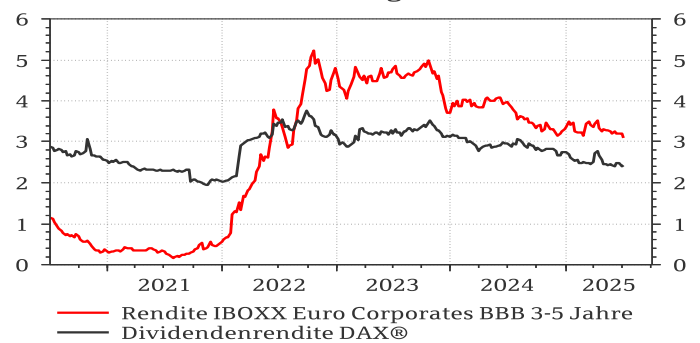
Unternehmensanleihen: Wichtiger Portfoliobaustein

Die Zinsabstände (Spreads) europäischer Unternehmensanleihen mit sehr guter (AAA) bis befriedigender (BBB) Bonität haben sich nach der Ausweitung infolge der US-Zollkündigung Anfang April wieder verringert und bewegen

sich nun auf ähnlichen Niveaus wie noch zu Jahresbeginn. Auch bei mit höherem Risiko behafteten hochverzinslichen Unternehmensanleihen hat sich der Spread wieder eingengt, liegt nach einem Anstieg im Juni jedoch oberhalb des Niveaus vom Jahresbeginn.

Wichtige Gründe für den Rückgang der Risikoaufschläge dürften neben den zuletzt gesunkenen Rezessionssorgen und dem Rückgang der geopolitischen Unsicherheit auch die relativ guten Quartalszahlen der Unternehmen gewesen sein. Zudem wurden die Anleihen auch wegen ihrer höheren Verzinsung nachgefragt. So liegt die Realrendite von fünfjährigen Bundesobligationen nahe der 0-Prozent-Marke, während die Realrenditen von europäischen Firmenanleihen mit ähnlicher Laufzeit bei rund 1,3 Prozent liegen. Vergleicht man die Verzinsung europäischer Unternehmensanleihen befriedigender (BBB) Qualität mit der Dividendenrendite des DAX 40-Index, so schneiden Anleihen vorteilhaft ab.

Renditevergleich



Hochzinsanleihen sind mit relativ geringen Risikoaufschlägen ins Jahr 2025 gestartet. Lediglich in einem kurzen Zeitfenster nach dem „Liberation Day“ im April überschritten sie ihre historischen Vergleichswerte, wie sie üblicherweise in Zeiten hoher Unsicherheit und schwachen Wachstums zu beobachten sind. Die Risikoaufschläge für Hochzinsanleihen haben sich wieder auf das zu Jahresbeginn vergleichsweise niedrige Niveau eingengt, sodass wir das Chancen-Risiko-Verhältnis nach wie vor als ungünstig einschätzen.

Aufgrund der gegenwärtigen Aufwertung des Euro, insbesondere gegenüber dem US-Dollar, haben Fremdwährungsanleihen, die in US-Dollar notiert sind, für Euro-Anleger an Attraktivität verloren. Wir erwarten, dass der Euro diese Stärke bis tief in das Jahr 2026 beibehalten bzw. leicht ausbauen wird. Angesichts der großen geopolitischen Unsicherheit und des schwer einschätzbaren Einflusses der noch immer ungewissen Ausgestaltung der US-Importzölle und deren Auswirkung auf globale Wertschöpfungsketten ist es jedoch schwierig zu prognostizieren, wie sich andere Währungen gegenüber dem Euro entwickeln werden. Entsprechende Investments, vorzugsweise gut gestreut, bleiben daher eine Beimischung für

den Fall, dass es in Europa wider Erwarten zu Störungen kommt.

Aktienmarkt

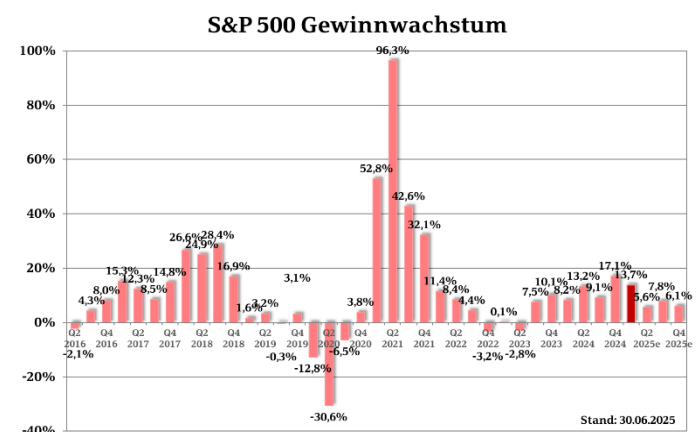
Das erste Quartal offenbarte - bezogen auf die Wertentwicklung der prominentesten Aktienindizes - ein ungewöhnliches Bild. Während europäische Barometer deutlich im Plus lagen, dominierten auf der anderen Seite des Atlantiks rote Vorzeichen. In Euro gerechnet fielen die Abschlüsse an der erfolgsverwöhnten Wall Street gar noch größer aus. Begründung fand der regionale Favoritenwechsel der internationalen Investoren aus mehreren Stoßrichtungen. Zum einen spielten die Aktiengesellschaften, die auf dem Alten Kontinent beheimatet sind, über ein längeres Zeitfenster nur eine untergeordnete Rolle in der Allokation. Allein die Aussicht auf umfangreiche Fiskalpakete hierzulande alimentierte die Umschichtungen der Investitionsbudgets. Zum anderen büßten die hoch bewerteten US-Indizes aufgrund der flatterhaften Aussagen der Trump-Administration und zunehmender Konjunktursorgen in der weltweit größten Volkswirtschaft ein. Zur Wahrheit gehört auch, dass das große Aufmerksamkeit auf sich ziehende neue KI-Modell des chinesischen Startups DeepSeek vor allem die Anteilsscheine der US-Technologiehelden kurzfristig in Mitleidenschaft zog.



Das zweite Quartal begann mit einem Paukenschlag. US-Präsident Trumps Verkündung reziproker Zölle an dem sogenannten „Liberation Day“ löste historische Kurskapriolen auf breiter Front aus - abzulesen an dem markantesten Anstieg der Volatilität seit der Corona-Krise. Nur wenig später können wir die Geburtsstunde des in den Handelssälen inzwischen etablierten Akronyms TACO („Trump always chickens out“) verorten. Damit wird das Zurückrudern des US-amerikanischen Machtinhabers im sich hochschaukelnden Zollstreit beschrieben. Denn nur wenige Zeit extremer Verunsicherung auf dem Parkett brauchte es, bis Trump die meisten groß angekündigten Zusatzzölle für 90 Tage wieder aussetzte. Sodann wich die allgegenwärtige Nervosität neuem Risikoappetit und die Aktienmärkte drehten steil nach oben. Anders als noch im Auftaktquartal erholten sich die Leitbarometer hierzulande und in New York im Frühjahr fast im

Gleichschritt. Die fortgeführte merkliche Abwertung des US-Dollar schlug für in Euro rechnende Anleger allerdings weiterhin negativ ins Kontor. Zur Stimmungsaufhellung trugen auch die deutlich besser als erwarteten Unternehmensergebnisse vor allem aus dem Technologiesektor in Übersee einen beträchtlichen Teil bei. Die militärische Eskalation im Nahen Osten hatte zum Ende des Berichtsabschnitts offensichtlich kaum Einfluss auf die Risikoanlagen. Die akute Inflationsgefahr wurde mit Trumps Bekanntgabe einer Waffenruhe zwischen Iran und Israel sowie zügig wieder sinkenden Ölpreisen vorerst gebannt.

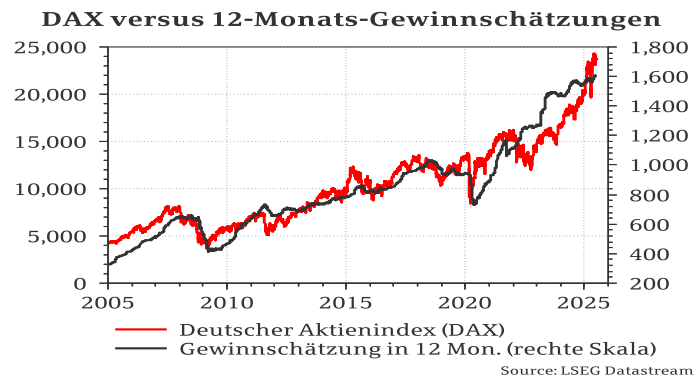
Der Übergang in das zweite Halbjahr wird zweifelsohne begleitet von einer Fülle an Herausforderungen für die Anlageklasse Aktien - mit den bedeutungsschweren Zollverhandlungen an der Spitze der Aufmerksamkeitskala. Auch wenn die prompte Gefahr einer ausgeprägten militärischen Eskalation im Nahen Osten vorerst abgewendet erscheint und sich der Ölpreis als gegenwärtig wichtigster Risikoparameter wieder zurückgebildet hat, bleibt die Prognosefähigkeit sowohl der Unternehmenslenker als auch der Analysten insbesondere vor dem Hintergrund der erratischen Politik Trumps eingeschränkt.



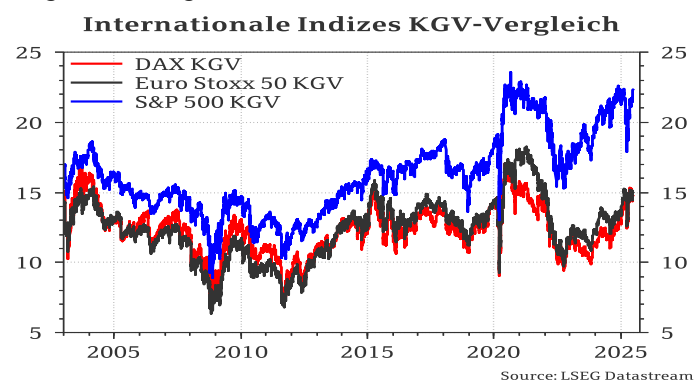
Quelle: LSEG

Gleichzeitig gilt es bei allen nachvollziehbaren unsicheren Rahmenbedingungen zu konstatieren, dass ein Gros der Börsengesellschaften bisher eine beeindruckende Widerstandskraft an den Tag legt. So konnte die jüngste Berichtssaison auf beiden Seiten des Atlantiks die Erwartungen der Marktteilnehmer übertreffen. Beobachtbare negative Gewinnrevisionen in den ersten Monaten des Jahres dürften im Angesicht einer im Kernszenario unterstellten „verträglichen“ Zollpolitik kurzfristig auslaufen. Vielmehr sollten die aggregierten Gewinnschätzungen der kommenden zwölf Monate - die von uns präferierte Überschussgröße für unsere Bewertungsmodelle - sukzessive wieder leicht nach oben angepasst werden. In diesem Kontext finden die besseren konjunkturellen Aussichten in 2026 mehr und mehr

Berücksichtigung. Aus dem regionalen Blickwinkel erscheinen die Ertragsperspektiven in den Vereinigten Staaten mit den potenten Technologiekonzernen an vorderster Front unverändert günstiger. Der Wachstumsvorsprung sollte aber gerade mit Sicht auf das kommende Geschäftsjahr schrumpfen.



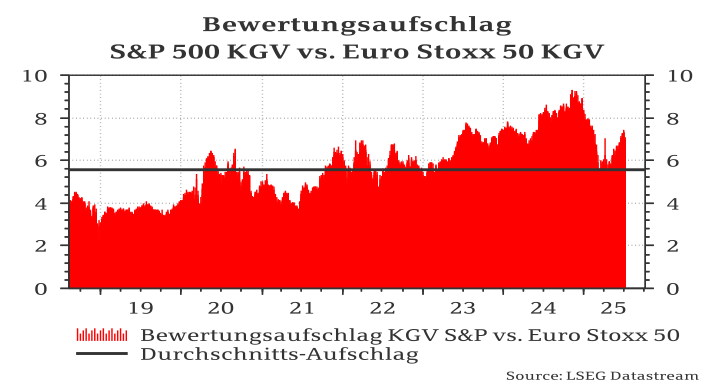
Im Rahmen der Überprüfung der Kursziele kommt aus unserer Sicht der Einschätzung der zukünftigen Gewinnaussichten weiterhin eine Schlüsselrolle zu. Die Auswirkungen der vom US-Präsidenten induzierten Handelsbeschränkungen auf die Geschäftstätigkeit der exportorientierten Unternehmen bleibt gleichwohl kaum kalkulierbar. Unterdessen scheint eine zusätzliche Ausweitung der Bewertungsrelationen insbesondere an der Wall Street unseres Erachtens nur schwerlich vorstellbar. Gegenwärtig liegt das Kurs-Gewinn-Verhältnis des tonangebenden S&P 500 mit rund 22 nur unweit der Rekordhöhen der letzten Jahre, während das Niveau in Europa auch merklich angeschwollen ist, aber die absolute Flughöhe weniger ambitioniert wirkt.



Unter Anwendung der bewährten Methodik veranschlagen wir das Kursziel für den DAX bei 24.200 Punkten per Jahresende 2025. Diese Zielmarke findet auch Bestätigung in einer ergänzenden quantitativen Analyse. Dieses von uns entwickelte Modell basiert auf 25 Zeitreihen aus der makro- und mikroökonomischen Welt. Das berechnete Level impliziert - ähnlich wie für den Euro Stoxx 50 mit einem Wert von 5.400 Punkten - eine vorerst aufgrund von negativen Währungseinflüssen lediglich moderate Ertragsdynamik. Für den S&P 500 ergibt sich

unter der gleichen Verfahrensweise ein Kursziel von 6.400 Punkten, für den MSCI World von 4.100 Zählern.

Die Ableitung der Prognoseränder referenziert einerseits auf in der Vergangenheit beobachtete markttechnische Untertreibungen ausgehend von dem mittelfristigen Trend in Gestalt der vielbeachteten 200-Tage-Durchschnittslinie. Andererseits unterstellen wir in einem negativen Szenario mögliche Abwärtsrevisionen bei den Gewinnschätzungen aufgrund eines ungünstigeren konjunkturellen Umfeldes in Höhe von 10 Prozent. Mit dieser Herangehensweise rechnen wir unter anderem für den heimischen Leitindex mit einem Rückschlagpotenzial auf bis zu 18.500 Punkte. Ein Terrain, welches im Nachgang des „Liberation Day“ im April bereits touchiert wurde. Unter Berücksichtigung der gleichen Einflussfaktoren - ein bestimmtes Maß an markttechnischer Übertreibung plus potenzieller Aufwärtsrevisionen bei den marktweiten Ertragsprognosen - lässt sich auf der Oberseite ein eher begrenzter Spielraum bis auf etwas über 25.000 Zähler ermitteln.



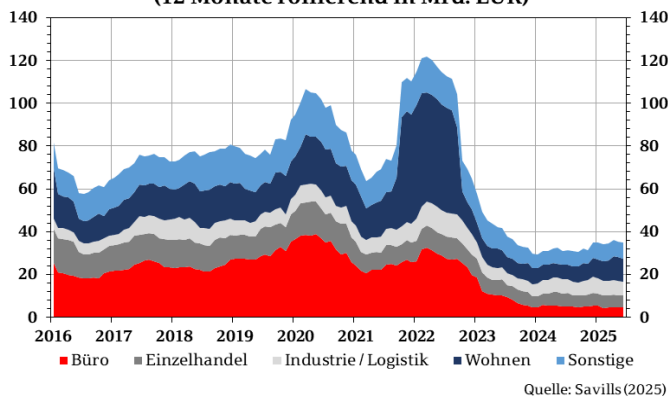
Das permanente Abklopfen der latenten Risikofaktoren (Abschwächung US-Konjunktur, Höhe der Zollbarrieren, Geopolitik) dürfte die Anlegerschaft auf kurze Sicht weiter in Atem halten. Aus diesem taktischen Blickwinkel sollte die Wegstrecke in den sommerlichen Monaten eher holprig anmuten. Damit dürften sich im Zuge von erwartbaren Kursrücksetzern entsprechend dem typischen Saisonmuster an den Aktienmärkten neue Chancen mit Blick auf das Jahresende auftun. Eine Prise mehr konjunktureller Optimismus im Zeitablauf, gerade in Europa, spielt diesem Drehbuch in die Karten.

Immobilien

In den letzten drei Jahren zirkulierte als Reaktion auf die gestiegenen Zinsen und die daraus resultierenden Wertkorrekturen die provokante Losung „Survive till 2025“ unter den Marktteilnehmern. Darin spiegelte sich die Erwartungshaltung wider, 2025 werde die Krise an den Immobilienmärkten überstanden sein - mit dann wieder verbesserten Perspektiven. Die Realität stellt sich mit der nachrückenden metaphorischen Beschreibung „It's getting dirty till 2030“ deutlich herausfordernder dar. Aktuell

überschneiden sich zwei gegenläufige Bewegungen am Immobilienmarkt, die zu einer Art Desorientierungsstress bei den Marktakteuren führen: Während der Neuzyklus gestartet ist, wirkt der Alt-Zyklus in den Bestandsportfolios vieler Investoren noch zeitverzögert nach, sodass derzeit nicht abschließend bewertet werden kann, ob die Verkehrswerte in den Bilanzen der Immobilien AGs, REITs und Immobilienfonds bereits vollständig auf das aktuelle Marktniveau korrigiert worden sind. Der Zeitpunkt für Investitionen in Immobilien ist jedoch grundsätzlich günstig. Anleger müssen aber ihre Renditeerwartungen anpassen, da diese zunehmend von Mieterträgen und Ertragswachstum bestimmt werden.

**Transaktionsvolumen Deutschland
(12 Monate rollierend in Mrd. EUR)**

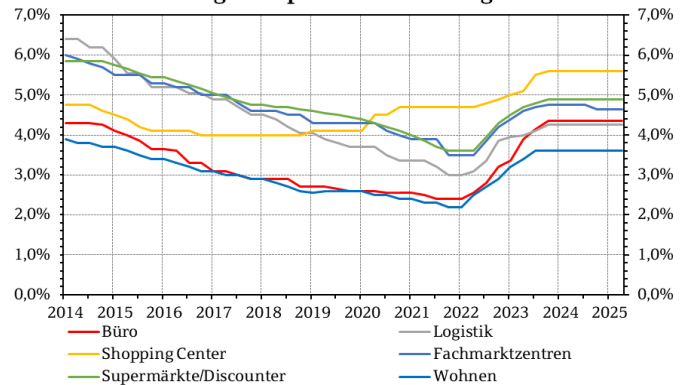


Die ersten Wochen der neuen Bundesregierung vermitteln der Immobilienwirtschaft zudem den Eindruck, dass positive Impulse für eine wirtschaftliche Belebung gesetzt werden. Auch wenn viele konkrete Details noch ausstehen, wird der Fokus auf investive Maßnahmen positiv bewertet und schafft Zuversicht. Die Kausalität dahinter: Mehr Investitionen in Infrastruktur dürften sich perspektivisch belebend auf den öffentlichen Raum auswirken und das würde mittelbar auch der Immobilienwirtschaft nutzen. Privatwirtschaftliche Projektentwicklungen sind dagegen im aktuellen Marktumfeld betriebswirtschaftlich nämlich kaum zu realisieren. Insbesondere die großen Hypothekenbanken haben sich nahezu vollständig aus dem Finanzierungsgeschäft von Bauvorhaben zurückgezogen. Und auch der Transaktionsmarkt hängt trotz erster zarter Belebungstendenzen in der Talsohle fest. Zwar sondieren viele verkaufswillige Eigentümer weiterhin den Markt. Die geschlossenen Stillhalteabkommen mit den finanzierenden Banken mindern den Verkaufsdruck und führen somit nicht dazu, dass sich die Preisvorstellungen in Richtung der potenziellen und preissensiblen Bieter drehen. Zu sehr sind viele Kreditinstitute noch gewillt, weiterhin auf Zeit zu spielen, Kredite zu prolongieren und auf eine baldige Markterholung zu setzen.

Still ruhen deshalb auch die Renditen: Die von den großen Maklerhäusern veröffentlichten Spitzennettoanfangsren-

den sind seit nunmehr eineinhalb Jahren nahezu unverändert und bewegen sich in einer Spanne zwischen 3,6 Prozent für Mehrfamilienhäuser und 5,6 Prozent für Shopping-Center - aufgrund geringer Transaktionszahlen jedoch weiterhin mit geringer Evidenz. Der Renditeabstand zu Objekten, die aufgrund von Defiziten in Lage- und Objektqualität nicht dem Premiumsegment angehören, steigt hingegen weiter an. Für die weitere Entwicklung der Renditen dürfte das Ausmaß des Liquiditätsbedarfs und des daraus resultierenden Verkaufsdrucks mitentscheidend sein.

Entwicklung der Spitzennettoanfangsrenditen



Auch die wirtschaftlichen Erfolgsaussichten differieren zwischen den einzelnen Nutzungsarten: Während sich Wohninvestoren eher weniger Sorgen machen müssen, sollten Eigentümer von Büros noch leichte Wertrückgänge einpreisen. Insgesamt sind „Big Believer“ der Assetklasse Büro immer seltener zu finden. Der Gesamtmarkt wird sich mittelfristig verkleinern müssen. Büronutzer, die in Randlagen sitzen, treffen bei Standortkonsolidierungen vermehrt die Entscheidung, dass sie sich von der Lage und Qualität verbessern und bei der Flächengröße aufgrund von „New Work“-Konzepten Einsparungen vornehmen. Seit Beginn der Corona-Krise hat sich der Leerstand in den sieben größten deutschen Städten verdreifacht. Besonders periphere Lagen haben mit Leerständen zu kämpfen. Strukturelle Herausforderungen wie eine schwache Flächenabsorption, hohe Baukosten, restriktive Finanzierungsbedingungen sowie unsichere Exit-Strategien, machen es jedoch zunehmend schwerer, leerstehende Objekte wieder marktfähig zu machen. Der Anstieg von Incentives in vielen Büroteilmärkten verdeutlicht, dass sich der Markt zunehmend zum Mietermarkt wandelt. Wenn die Mietsteigerungspotenziale gleichzeitig beschränkt sind, dann stellt dies die Werthaltigkeit manch eines Bestandsobjektes in Frage. Als letzte Konsequenz bleibt dann nur noch der Rückbau oder sogar ein partieller Stadtumbau in Teilmärkten mit fortschreitendem Funktionsverlust.

Die Vermietungsquote hat auch einen großen Einfluss auf die Rentabilität von offenen Immobilienpublikumsfonds

(OIFs), da leerstehende Objekte nicht nur keine Mieterträge erwirtschaften, sondern beispielsweise durch Renovierung, Vermarktung sowie laufende Bewirtschaftung auch zusätzliche Kosten verursachen. Laut der Ratingagentur Scope liegt diese nach Verkehrswerten gewichtet bei über 92 Prozent und verdeutlicht somit, dass sich insbesondere in den sehr großen Fonds die Objekte mehrheitlich in gut funktionierenden Core- und Core-Plus-Lagen befinden. Jedoch waren in den vergangenen 24 Monaten viele OIFs gezwungen, Bestandsobjekte mit Abschlägen zu veräußern, um den Rückgabeverlangen der Anleger nachzukommen - seit August 2023 belaufen sich die Nettomittelabflüsse auf insgesamt 9,4 Mrd. EUR. Auch für das zweite Halbjahr 2025 kann auf Grundlage der regulatorisch verankerten einjährigen Kündigungsfrist von einem erhöhten Rückgabevolumen ausgegangen werden, weshalb ein strenges Liquiditätsmanagement bei den Fondsmanagern aktuell oberste Priorität hat. Es kann jedoch konstatiert werden, dass sich die durchschnittliche Liquiditätsquote bei volumengewichteten 14 Prozent des Nettofondsvermögens stabilisiert hat und die Renditeerwartungen auf einem korrigierten Bewertungsniveau der Portfolios und mit Beginn des neuen Zyklus wieder steigen. Trotz der momentanen Herausforderungen behalten gut gemanagte OIFs somit ihre Berechtigung als Baustein in einem diversifizierten Depot – aber als Langfristinvestment und nicht als Tagesgeldersatz.

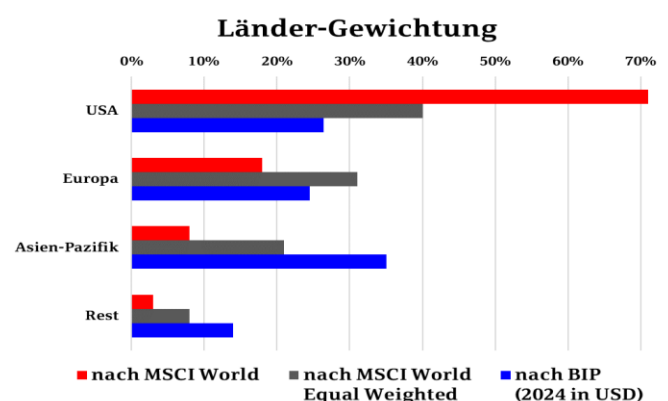
Rebalancing

In unserer Anlagestrategie ist der globale Investmentansatz ein zentrales Element. Das heißt, dass bei der Geldanlage alle Regionen der Welt Berücksichtigung finden sollen. Dies unterstützt die Diversifikation und damit die Robustheit des Portfolios. Doch in welcher Gewichtung sind die verschiedenen Regionen zu sehen?

Beim wohl bekanntesten globalen Index, dem MSCI World, der häufig als Vergleichsindex dient, haben die USA inzwischen ein Gewicht von etwa 71 Prozent. Nur zum Zeitpunkt der Einführung des Index 1969 durch Morgan Stanley Capital International (MSCI) lag der Wert mit knapp 70 Prozent ähnlich hoch. Bis Ende der 1980er Jahre sank der Anteil auf bis zu 30 Prozent, während zeitgleich der japanische Markt in seiner Hochphase kurzzeitig rund 40 Prozent ausmachte. Bis 2003 konnten die US-Unternehmen Boden gut machen und ihren Anteil auf knapp 60 Prozent ausbauen, mussten in den darauffolgenden fünf Jahren aber wieder etwas abgeben. Nach der Finanzkrise, ab 2009, begann dann der ungebrochene Ausbau des US-Anteils im Welt-Index. Das Gewicht stieg von etwa 45 Prozent um über 25 Prozentpunkte auf den heutigen Wert. Im gleichen Zeitraum halbierte sich der Europa-Anteil fast. Er sank von etwa einem Drittel auf heute nur noch 18 Prozent. Sollte der Index also eher als „MSCI USA+“ bezeichnet werden?

Würden sich die Gewichte nur nach der Wirtschaftsleistung bestimmen, müsste die Struktur jedenfalls deutlich anders aussehen. So liegt das BIP Europas kaum niedriger als das der USA, da beide rund ein Viertel der weltweiten Wertschöpfung ausmachen. Die Region Asien-Pazifik ist sogar für über ein Drittel des Welt-BIP verantwortlich, wovon China wiederum rund die Hälfte erwirtschaftet. Japan und Indien liegen mit jeweils rund 4 Prozent der globalen Wertschöpfung in einer vergleichbaren Größenordnung wie Deutschland. Die reinen BIP-Anteile geben das Bild jedoch auch nicht ganz passend wieder.

Zum einen gilt es zu berücksichtigen, dass sich die Unternehmensstruktur der einzelnen Regionen unterscheidet. Jenseits des Atlantiks gibt es mehr Unternehmen in der Rechtsform einer Aktiengesellschaft. Auf dem Alten Kontinent und insbesondere in Deutschland gibt es dagegen viele Mittelständler, deren Unternehmensanteile nicht an der Börse handelbar sind. Mit dem Blick auf den MSCI World „Equal Weighted“ Index lässt sich die reine Anzahl der US-Unternehmen ermitteln. Darin werden die Unternehmen nicht nach ihrer Marktkapitalisierung berücksichtigt, sondern jede Aktiengesellschaft geht mit dem gleichen Gewicht ein. Daraus lässt sich ablesen, dass ca. 40 Prozent der rund 1.500 Unternehmen aus den Vereinigten Staaten kommen. Aus Europa kommen gut 30 Prozent und aus dem Asiatisch-Pazifischen Raum sind es etwas mehr als 20 Prozent. Damit relativiert sich das Argument der verschiedenen Unternehmensstrukturen etwas und es bleibt festzuhalten, dass die USA Unternehmen mit einer besonders hohen Marktkapitalisierung hervorbringen. Exemplarisch für die aktuelle Ausnahmestellung der USA im Weltindex ist die Betrachtung der Spitzenplätze. Konkret besetzen gegenwärtig US-Konzerne konkurrenzlos die vorderen 20 Positionen.



Quelle: Invesco, IWF, Stand 30.06.2025

Zum zweiten heißt der Index zwar „World“, doch deckt er nur 23 Industrieländer ab. Die Länder des globalen Südens, also die „Emerging Markets“, zu denen auch China und Indien zählen, sind nur im noch weiter gefassten „MSCI All Country World Index (ACWI)“ enthalten. Das Gewicht der 23 Industrieländer ist also automatisch höher als

gemäß ihrer Anteile am globalen BIP. Insofern ist das US-Gewicht eher im Vergleich zu den anderen 22 im Index enthaltenen Ländern zu bewerten.

Die Verschiebung der Länderanteile im Zeitverlauf einerseits und die alternativen Gewichtungsmethoden andererseits zeigen, dass es zwar einfach erscheint, global zu investieren. Doch ist es eine größere Herausforderung, die passende Verteilung zwischen den Regionen zu finden. Um kein zu großes regionales Risiko aufzubauen, und unter Berücksichtigung der historisch hohen Bewertungen, sehen wir die aktuelle US-Gewichtung im MSCI World als das maximal empfehlenswerte Maß an. Um andersherum keine zu großen Wetten gegen die Benchmark einzugehen, sollte der Anteil nicht unter den 40 Prozent aus dem „Equal Weighted“ Index liegen. Zur Wahrheit gehört auch, dass in einigen Branchen gar kein Weg an den USA vorbeiführt. Gerade im Technologiebereich sind viele innovationsstarke US-Konzerne ohne ernstzunehmende Konkurrenz aus dem Ausland.

Da wir inzwischen ein positiveres Bild haben und zunehmend Chancen auf dem Alten Kontinent sehen, empfiehlt es sich, Europa bei einer Neuausrichtung des Portfolios durchaus verstärkt zu bedenken. Dies gilt umso mehr aus der Sicht eines Euro-Investors. Sollte der US-Dollar weiter an Wert verlieren, würde dies die Wertentwicklung der US-Aktien entsprechend schmälern und ihren Anteil im Gesamtindex sukzessive reduzieren.

Insgesamt gilt aber weiterhin, die globale Balance zu halten und alle Regionen zu berücksichtigen.

USA als Dealbreaker

Was wir bis hierhin zur Volkswirtschaft und zu den Kapitalmärkten ausgeführt haben, bezieht sich auf unser Basisszenario - also auf die aktuell aus unserer Sicht wahrscheinlichste Entwicklung. Die zunehmenden Grenzüberschreitungen und Grenzverschiebungen der neuen US-Administration können jedoch nicht unerwähnt bleiben. Haben sie doch das Potenzial, das Vertrauen in die größte Volkswirtschaft der Welt nachhaltig zu erschüttern und eine globale Rezession zu provozieren.

Schon während der ersten Amtszeit von Donald Trump kam es zu einer Vielzahl von Entwicklungen, die zuvor kaum vorstellbar waren. Bereits damals deuteten sich tektonische Verschiebungen in der Weltordnung an. In seiner zweiten Amtszeit haben sich diese Tendenzen nun noch einmal deutlich verschärft. Die USA treten nicht länger als verlässliche Ordnungsmacht auf, die internationale Regeln durchsetzt, sondern sie nutzen vielmehr die eigene Machtposition zunehmend einseitig zugunsten nationaler Interessen aus. Europa, das sich lange als einer der engsten Partner der Vereinigten Staaten verstand, sieht sich mit einer neuen Realität konfrontiert. Dass die Beistandsklausel der NATO jüngst erneut bekräftigt werden musste

- nachdem sie zeitweise öffentlich infrage gestellt wurde - rüttelt an vielen bisherigen Gewissheiten.

Ein weiterer Vertrauensverlust in die politische Stabilität und die Gewaltenteilung der USA resultiert daraus, dass Trump zuletzt vielfach am Parlament vorbei mit Dekreten regiert hat. Auch, dass er mehrfach Gerichtsurteile - etwa im Zusammenhang mit Abschiebungen - offen ignorierte, hat das institutionelle Vertrauen geschwächt. Zudem ist bei der Republikanischen Partei kaum mehr eine wirksame innerparteiliche Opposition erkennbar, die als Korrektiv dienen könnte. Sein jüngstes Vorhaben, die sogenannte „Big Beautiful Bill“, drückte Trump im Eiltempo mit massivem politischem Druck durch den Kongress - unter Anwendung von Drohungen und Einschüchterung. Derartige Methoden stehen im klaren Widerspruch zu rechtsstaatlichen Prinzipien und könnten das Vertrauen in das demokratische Fundament der USA beschädigen. Auch inhaltlich ist das Gesetz fragwürdig, da die Steuerreform eine Umverteilung von unten nach oben bedeutet. Dies könnte den Verbrauch schwächen, da gerade in den ärmeren Bevölkerungsteilen das Einkommen meist eins zu eins in Konsum mündet. Zudem dürfte die Staatsverschuldung damit endgültig den nachhaltig tragbaren Pfad verlassen.

Von besonderer Tragweite für die Kapitalmärkte ist das Risiko einer politischen Einflussnahme auf die US-Notenbank. Bereits rund um Ostern hatte ein Social Media Post von Donald Trump für erhebliche Marktreaktionen gesorgt, als er andeutete, das Ende der Amtszeit von Fed-Chef Jerome Powell kaum abwarten zu können. Diese Aussage wurde vielfach so interpretiert, dass er eine vorzeitige Absetzung erwäge. Nach der negativen Reaktion der Finanzmärkte ruderte er zwar zurück, doch seine wiederholte, teils scharfe Kritik an Jerome Powell - etwa mit dem Spitznamen „Always-too-late Powell“ - reißt nicht ab. Zuletzt stellte Trump sogar in Aussicht, bereits im September einen Nachfolger zu benennen. Damit droht die Gefahr eines „Schatten-Notenbankchefs“ - mit dem Ergebnis, dass Jerome Powell zur lame duck degradiert würde. Eine solche Entwicklung könnte das Vertrauen in die Unabhängigkeit der US-Notenbank erheblich erschüttern und wäre eine Zäsur für die globale Finanzarchitektur.

Ebenfalls von hoher Relevanz für die Kapitalmärkte ist der Handelskrieg, den Trump vom Zaun gebrochen hat. Nach dem sogenannten „Liberation Day“ reagierten die Aktienmärkte mit deutlichen Abverkäufen auf die überraschend hohen Zollsätze. Auch wenn sich die Kurse im Anschluss rasch erholten und mittlerweile neue Allzeithochs erreicht wurden, ist das Thema keineswegs vom Tisch. Die Märkte scheinen derzeit die „TACO-Strategie“ zu verfolgen, also davon auszugehen, dass Trump letztlich immer zurückrudert. Ob dies so bleibt, ist jedoch keineswegs gewiss. Entscheidend wird sein, wie hoch die jeweiligen Zollsätze letztlich angesetzt werden. Liegen sie im Schnitt über 25

Prozent, steigt das Risiko einer handfesten Rezession erheblich. Aktuell deutet Vieles darauf hin, dass die Zölle etwa auf dem Niveau liegen dürften, wie am „Liberation Day“ kommuniziert. So werden Waren aus dem Vereinigten Königreich gemäß des (vorläufigen) Abkommens mit weiterhin 10 Prozent verzollt. Auch die zwischenzeitlich als „konstruktiv“ bezeichneten und teilweise unterwürfig erscheinenden Verhandlungen von Japan und Südkorea scheinen diesen Nationen keinen Vorteil verschafft zu haben. Die von den USA im Zuge des abgelaufenen Moratoriums vom 9. Juli versendeten Briefe enthalten jedenfalls Zölle von 25 Prozent. Im Falle Japans ist dies sogar 1 Prozentpunkt mehr als zum „Liberation Day“. Auch mit Ablauf der nun verlängerten Frist am 1. August dürfte es keine Klarheit geben. Es drängt sich zunehmend der Verdacht auf, dass es gar kein Ende der Verhandlungen geben soll, sondern immer wieder neue Länder-, Sektor- und Produktspezifische Zölle temporär oder dauerhaft eingeführt werden, um den Markt bewusst im Unklaren zu lassen.

Bislang scheinen viele Unternehmen die höheren Importkosten noch nicht an die Verbraucher weitergegeben zu haben. Die Preissetzung ist zögerlich, entweder aus Planungsunsicherheit - es ist immer noch unklar, wie dauerhaft und in welcher Höhe Zölle greifen werden - oder, weil Importeure noch von zuvor aufgefüllten Lagerbeständen mit günstigeren Einkaufspreisen zehren. Letztlich müssen die Zölle aber von irgendwem bezahlt werden. Temporär scheint dies zulasten der Margen zu gehen. Doch je länger die Zölle bestehen bleiben, desto stärker sollten sie sich durch die wirtschaftlichen Wertschöpfungsketten fressen - mit entsprechendem Inflationsdruck als Folge. Dieser dürfte sich mittelfristig auch in den US-Inflationsdaten niederschlagen und die reale Kaufkraft der Verbraucher schmälern.

Eine vollständige Aufzählung aller potenziellen Risikofaktoren ist kaum möglich. Erwähnt sei abschließend jedoch der US-Arbeitsmarkt. Seit März ist ein Rückgang um rund 1 Mio. im Ausland geborener Arbeitskräfte zu beobachten. In den drei Jahren zuvor war die Zahl noch um über 4 Mio. gestiegen, wodurch diese Bevölkerungsgruppe eine zentrale Rolle für das US-Wachstum gespielt hat. Ihre zunehmende Abwanderung vom Arbeitsmarkt schwächt nicht nur das aktuelle Arbeitsangebot, sondern gefährdet auch die demographisch getriebene Wachstumsdynamik. Sollte sich diese Entwicklung fortsetzen, droht eine spürbare Absenkung des langfristigen Potenzialwachstums.

Insgesamt erscheinen viele der wirtschaftspolitischen Entscheidungen mindestens als fragwürdig. Einiges davon könnte vom Markt heute noch unterschätzt sein. Die gute Nachricht ist, dass der Markt als Korrektiv funktioniert. Die schlechte Nachricht ist, dass der Markt als Korrektiv womöglich wieder benötigt wird.

„Schwarze Schwäne“ und Risikomanagement

Als „Schwarze Schwäne“ werden üblicherweise Ereignisse bezeichnet, die nicht vorhersehbar oder prognostizierbar sind und extreme Auswirkungen haben. Es handelt sich dabei um Risiken, die weit außerhalb des normalen Erwartungsbereichs liegen und daher auch als Tail Risk (Extremrisiko) bezeichnet werden. Aus der jüngeren Vergangenheit lassen sich für die Finanzmärkte vor allem zwei Beispiele nennen: die große Finanzkrise von 2007 und der Ausbruch der Corona-Pandemie. Angesichts der derzeitigen enormen geopolitischen Unsicherheit, insbesondere im Hinblick auf kriegерische Auseinandersetzungen, an denen auch Atommächte beteiligt sind, stellt sich die Frage, ob und vor allem wann der nächste Schwarze Schwan auftreten könnte. Zugegebenermaßen ist die allgemeine Unsicherheit an den Finanzmärkten aktuell hoch. Viele mögliche negative Entwicklungen wurden in Strategiepapieren und der medialen Berichterstattung bereits diskutiert, sodass diese Ereignisse beim Eintritt eher als „Graue Schwäne“ zu bezeichnen wären. Denn per Definition ist ein reinrassiger „Schwarzer Schwan“ ein extremes Risiko, das vor Eintritt unbekannt war und sich daher nicht in Risikoprämien niederschlagen konnte.

Aus der Perspektive des Risikomanagements bleibt eine Absicherung gegen „Schwarze Schwäne“ ein komplexes Unterfangen ohne Erfolgsgarantie, da im Wesentlichen versucht werden muss, das Unerwartbare zu erwarten. So kann beispielsweise mit Finanzderivaten und anderen strukturierten Produkten versucht werden, sich gegen Tail Risks abzusichern. Derartige Absicherungsstrategien verursachen jedoch laufende Kosten, die je nach Ausgestaltung einen deutlich negativen Einfluss auf die Wertentwicklung von Portfolios haben können. Diese Kosten können dabei über einen unbestimmt langen Zeitraum anfallen, da der Eintrittszeitpunkt eines „Schwarzen Schwans“ per Definition nicht prognostizierbar ist.

Eine alte Börsenweisheit besagt, dass Diversifikation das Einzige ist, was es an den Finanzmärkten gratis gibt. Tatsächlich dürfte eine robuste Aufstellung im Zusammenspiel mit einem längerfristigen Anlagehorizont und der Bereitschaft, fallende Kurse vorübergehend „auszusitzen“, eine vielversprechende Strategie sein, um unterschiedlich ausgeprägten „Schwarzen Schwänen“ zu begegnen. Auch wenn sich diese letztlich nicht prognostizieren lassen, kann ein szenarienbasierter Ansatz bei der Anlage hilfreich sein. Dabei werden unterschiedliche Extremereignisse durchgespielt und deren Einfluss auf das Portfolio analysiert.

Das Risiko an den Finanzmärkten bleibt hoch. Doch die Bereitschaft, Risiko zu tragen, wird auch vergütet. Unsere seit Jahresbeginn propagierte robuste Aufstellung ist unserer Meinung nach die beste Möglichkeit, um erfolgreich durch dieses unruhige Fahrwasser zu navigieren.

Anlagestrategie

Im Zuge der Anlagestrategie soll die bestmögliche Aufteilung des Vermögens auf die unterschiedlichen Anlageklassen vorgenommen werden und darüber hinaus der eher taktische Impuls für konkrete Kauf- und Verkaufszeitpunkte herausgearbeitet werden.

Auch wenn sich die Gegenwart und insbesondere der Blick in die Zukunft schon immer als diffus und unklar erwiesen haben, dürfte das jetzige Umfeld für Kapitalanlagen nachvollziehbar von ganz besonderen Herausforderungen und Rahmenbedingungen geprägt sein. Die noch immer andauernden Kriege in Europa und in Nahost sowie der Zerfall der geopolitischen Ordnung sind allgegenwärtig. Dabei werden die USA zunehmend unberechenbarer und scheinen ihre bisherige Ausnahmestellung zu verlieren, offensichtlich ist dies auch an der scharfen Abwertung des US-Dollar gegenüber dem Euro. Wenn auch nicht aus eigenem Antrieb, ergibt sich hier für Europa die Chance, aber auch die Notwendigkeit, sich neu zu positionieren. Um diese immensen Auf- und Ausgaben insbesondere in Rüstung, Digitalisierung einschließlich Künstlicher Intelligenz und dem Klimawandel schultern zu können, steigt die Verschuldung der Staaten imposant in neue Dimensionen. Inflationäre Gefahren, Abstriche bei der Bonität von Staaten und nicht zuletzt Renditesteigerungen könnten auf mittlere Sicht die Folgen sein. Das derzeit schwache weltwirtschaftliche Wachstum führt dagegen zu sinkenden Rohstoffpreisen mit abmilderndem Effekt auf die Verbraucherpreisentwicklung und tendenziell sinkenden Leit- und Kurzfristzinsen. Während die EZB ihr sogenanntes neutrales Zinsniveau erreicht haben sollte und nur noch begrenzter Spielraum nach unten besteht, benötigt die US-Notenbank noch mehr Informationen zur Entwicklung des noch immer robusten Arbeitsmarktes und der zukünftigen Zollpolitik. Zu Letzterem eine auch nur halbwegs seriöse Prognose abzugeben, fällt nicht nur angesichts der zum sogenannten „Liberation Day“ gemachten Erfahrungen schwer bzw. verbietet sich. Einzig die Erkenntnis, dass der US-Präsident bislang bei allzu scharfen Reaktionen des Kapitalmarktes zurückgezogen hat, gibt Hoffnung, dass die Maßnahmen verkraftbar sein werden. Im Ergebnis ist dennoch heute davon auszugehen, dass sie gesamtwirtschaftlich Wohlfahrt kosten, in den USA für mehr Inflation sorgen und die Gewinne der Unternehmen aus den Exportländern belasten. Alles in allem sehr vereinfacht zusammengefasst: nicht gut. Trotz weiterer möglicher Entlastungen aus der US-Steuerreform besteht noch immer die Gefahr, dass die USA aus dem Tritt kommen und in eine Rezession abgleiten. Dieses Risiko dürfte aktuell nicht in den Kursen des Aktienmarktes abgebildet sein. In einem nachfolgenden Schritt würde sich dann aber sicherlich das Zinsfenster für die Notenbank öffnen und Zinssenkungen sollten die Dividendenwerte stabilisieren.

Wie gehen wir nun mit diesem Konvolut aus neuen Einflussfaktoren und bestehenden Rahmenbedingungen konkret um? Die Antwort ist (natürlich) nicht leicht, aber leitet sich aus unserer Jahresstrategie „Mut zur robusten Aufstellung“ ab.

Die nach unserer festen Überzeugung beste Übersetzung der Rahmenbedingungen ist unverändert eine breite Streuung innerhalb der einzelnen Anlageklassen und die Nutzung möglichst vieler Anlageklassen. Eine direkte Absicherung von Extremrisiken („Schwarze Schwäne“) ist nach unserer Einschätzung nur sehr begrenzt möglich und auch nicht sinnvoll, da realistische Prognosen weder hinsichtlich des Zeitpunktes noch der Auswirkungen auf die unterschiedlichen Vermögensbausteine abzugeben sind.

Alles in allem lassen wir die Erkenntnisse aus dem ersten Halbjahr in die Anlagestrategie einfließen, um die viel gepriesene Robustheit weiter zu stärken. Zusammengefasst lautet unsere Strategie für das zweite Halbjahr 2025 „**Robuste Aufstellung mit mehr Europa**“.

- Wir bleiben bei Aktien global investiert, führen aber eine Verschiebung (Rebalancing) zu Lasten der USA und zu Gunsten von Europa sowie Asien/Pazifik durch. Die Dominanz der US-Unternehmen bleibt dabei auch aufgrund des Megathemas Digitalisierung/Künstliche Intelligenz erhalten.
- Wir nehmen eine Anpassung bei den Fremdwährungen zu Lasten des US-Dollar vor, empfehlen aber ausdrücklich keine Währungssicherung internationaler Aktienmandate aus Kostenüberlegungen, da dies auf mittlere Sicht zu stark die erwartete Rendite schmälert.
- Durch die Aufnahme einer weiteren Anlageklasse Unternehmerische Beteiligungen (Private Equity) erhöhen wir auch von dieser Seite die Streuung.

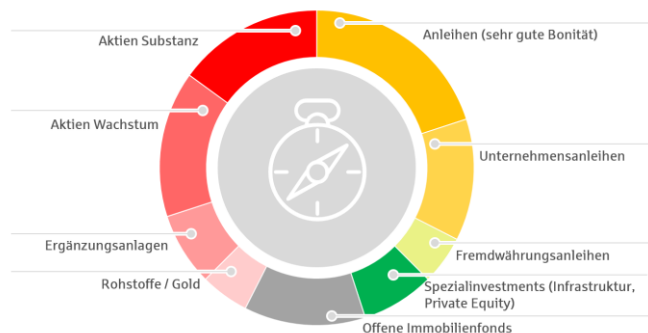
Aktien: Die im Vergleich zu den ungeordneten Zeiten recht ambitionierten Bewertungen von Aktien rechtfertigen aktuell keine Übergewichtung der Anlageklasse. Saisonal abzuleitende Schwächen in den Sommermonaten würden wir für Bestandsaufstockungen nutzen. Die stärkere Berücksichtigung von Europa setzen wir mit einem Dividendenfokus und zusätzlich einem stilneutralen Ansatz um.

Festverzinsliche Anleihen: Die Ausrichtung wird bestätigt, wir bauen die Fälligkeiten-Struktur weiter auf und empfehlen insgesamt eine Laufzeit um 4 bis 5 Jahre. Einerseits werden kurzfristige Anlagen durch die Zinssenkungen der Notenbanken zunehmend weniger attraktiv, andererseits können wir uns in den längeren Laufzeiten auf Sicht leichte Steigerungen vorstellen, sodass wir sehr lange Laufzeiten eher meiden. Die Qualität der Emittenten sollte hoch bleiben. Die Attraktivität von Unternehmensanleihen ist im Vergleich zu Anleihen sehr guter Bonität

auf einem durchschnittlichen Niveau, angesichts des Zinsvorteils sind wir für Schuldverschreibungen von Firmen weiterhin konstruktiv.

Rohstoffe/Gold: Gold hat unsere Erwartungen spürbar übertroffen. Wir bleiben allein schon angesichts der anhaltenden Käufe vieler Notenbanken in Verbindung mit dem Trend der De-Dollarisierung Investoren in Gold. Weisen hier aber darauf hin, dass sich - hervorgerufen durch überproportionale Wertsteigerungen - ein Abgleich der tatsächlichen Gold-Quote zur empfohlenen Position anbietet.

Beispielhafte Vermögensstruktur für einen Anleger mittlerer Risikobereitschaft



Hierbei handelt es sich nicht um individuelle Empfehlungen, sondern um eine Übersicht einer beispielhaften Asset Allokation. Die individuelle Eignung muss im Beratungsgespräch überprüft werden.

Prognosen 2025 auf einen Blick

	aktuell	Bandbreite	Jahresende
Deutscher Aktienindex	24.457	18.500 - 25.000	24.200
Euro Stoxx 50 Index	5.438	4.400 - 5.800	5.400
S&P 500 Index	6.280	4.800 - 6.800	6.400
MSCI World Index	4.064	3.200 - 4.400	4.100
Rendite 10-j. Bundesanleihe (%)	2,66	2,20 - 3,00	2,80
Rendite 10-j. US-Staatsanleihe (%)	4,35	4,00 - 5,00	4,40
Euro in US-Dollar	1,17	1,14 - 1,22	1,20
Gold (USD pro Feinunze)	3.318	3.100 - 3.600	3.450

Stand 10.07.2024

Bitte beachten Sie: Prognosen stellen keinen verlässlichen Indikator für die zukünftige Entwicklung dar.

Wichtige Hinweise:

Diese Darstellungen inklusive Einschätzungen wurden von der Hamburger Sparkasse AG nur zum Zwecke der Information des jeweiligen Empfängers erstellt. Die Informationen stellen weder ein Angebot, eine Einladung zur Zeichnung oder zum Erwerb von Finanzinstrumenten noch eine Empfehlung zum Erwerb dar. Die Informationen oder Dokumente sind nicht als Grundlage für irgendeine vertragliche oder anderweitige Verpflichtung gedacht. Sie ersetzen keine (Rechts- und / oder Steuer-) Beratung. Auch die Übersendung dieser Darstellungen stellt keine derartige beschriebene Beratung dar. Alle Angaben wurden sorgfältig recherchiert und zusammengestellt. Die hier abgegebenen Einschätzungen wurden nach bestem Wissen und Gewissen getroffen und stammen aus oder beruhen (teilweise) auf von uns als vertrauenswürdig erachteten, aber von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen. Die enthaltenen Meinungsaussagen geben die aktuellen Einschätzungen der Hamburger Sparkasse AG zum Zeitpunkt der Erstellung wieder, die sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern können. **Jeder Empfänger sollte eine eigene unabhängige Beurteilung, eine eigene Einschätzung und Entscheidung vornehmen. Insbesondere wird jeder Empfänger aufgefordert, eine unabhängige Prüfung vorzunehmen und/oder sich unabhängig fachlich beraten zu lassen und seine eigenen Schlussfolgerungen im Hinblick auf wirtschaftliche Vorteile und Risiken unter Berücksichtigung der rechtlichen, regulatorischen, finanziellen, steuerlichen und bilanziellen Aspekte zu ziehen.** Sollten Kurse/Preise genannt sein, sind diese freibleibend und dienen nicht als Indikation handelbarer Kurse/Preise.

Bitte beachten Sie: Die frühere Wertentwicklung sowie die prognostizierten Entwicklungen sind keine verlässlichen Indikatoren für die künftige Wertentwicklung. Die Anlage in Finanzinstrumenten kann zu einem teilweisen oder vollständigen Verlust des eingesetzten Kapitals führen. Diese Informationen inklusive Einschätzungen dürfen weder in Auszügen noch als Ganzes ohne schriftliche Genehmigung durch die Hamburger Sparkasse AG vervielfältigt oder an andere Personen weitergegeben werden.



Bleiben Sie auf dem Laufenden.

Jederzeit bestens informiert: Mit unserem digitalen Angebot unter **haspa-kapitalmarkt.de** oder mit unserem Kapitalmarkt Podcast „Auf Kurs“.

Hier klicken & lesen