

1 Der Markt

1.1 Rückblick

Steigende Nervosität deutlich zu erkennen

Das Marktgeschehen war im ersten Quartal von erheblicher Nervosität und Unsicherheit geprägt. Maßgeblich dafür waren vor allem die disruptiven Elemente der Politik Trumps nach seiner Amtseinführung am 20. Januar. Viele der inzwischen getroffenen Maßnahmen sind zwar als solche nicht überraschend, jedoch lassen sich die konkreten Schritte und das Ausmaß von Entscheidungen nicht verlässlich abschätzen, und die wiederkehrende Rücknahme bereits getroffener Entscheidungen vergrößert die Unsicherheit zusätzlich.

Das Vorgehen der neuen US-Regierung hat auch realwirtschaftlich spürbare Auswirkungen. Sichtbar wurde dies etwa in einer deutlichen Eintrübung der Stimmungsindikatoren sowohl unter den Konsumenten als auch in den Unternehmen. Auch einige „harte“ Konjunkturdaten, etwa zum privaten Konsum fielen enttäuschend aus. Die gesamtwirtschaftliche Entwicklung in den USA dürfte im ersten Quartal deutlich schwächer gewesen sein als in den Quartalen davor. Gleichzeitig ist ein Rückgang der Inflationsrate auf den Zielwert von 2% zumindest kurzfristig nicht absehbar. Die Geldpolitik der Fed bleibt damit bis auf weiteres restriktiv. Es droht ein stagflationäres Umfeld aus schwächerer Konjunktur bei gleichzeitig anhaltend (zu) hoher Inflation. Dies schlug sich am US-Aktienmarkt in spürbar rückläufigen Kursen nieder. Die von DeepSeek ausgehenden Verunsicherungen hinsichtlich möglicherweise zu optimistischer Erwartungen an die Profitabilität von KI-Investitionen bereiteten dem KI-Boom zumindest vorläufig ein Ende – die schlechtere Wertentwicklung der Mag-7 belastete die Aktienmärkte zusätzlich.

Europäische Aktien entwickelten sich im ersten Quartal deutlich besser als US-amerikanische. Maßgeblich waren zunächst das attraktive Bewertungsniveau und die lange Dauer der vorhergehenden Underperformance europäischer Aktien. Gestützt wurde die positive Entwicklung auch durch verbesserte Stimmungsindikatoren in Europa, die im Gegensatz zur Eintrübung in den USA standen. Der Beschluss der Neu-Koalitionäre in Deutschland über eine spürbare Lockerung der bislang sehr restriktiven Fiskalpolitik lässt nun auch mittelfristig eine Verbesserung der konjunkturellen Aussichten für Deutschland und den Euroraum insgesamt erhoffen und gibt damit der positiven Entwicklung auch von fundamentaler Seite her Nahrung.

In China stellte die Führung auf dem Nationalkongress eine stärkere Stimulierung der Wirtschaft in Aussicht. Diese ist auch erforderlich, wenn das Wachstumsziel von 5% erreicht werden soll, weil anhaltend positive Wachstumsbeiträge vom Außenhandel kaum möglich erscheinen. Chinesische Aktien, die nach wie vor eine deutliche Unterbewertung aufweisen, stiegen daraufhin deutlich. Allerdings ist die konkrete Umsetzung der Maßnahmen mit Unsicherheiten behaftet.

Weltweit wirkt sich die eskalierende Zollpolitik Trumps mit ihren potenziell negativen Wirkungen auf den Welthandel zunehmend belastend aus. Dieser Faktor dürfte im zweiten Quartal weiter an Gewicht gewinnen.

Auch die Zinsentwicklung war zwischen den USA und Europa uneinheitlich: Während in den USA vor allem die zunehmenden Konjunktursorgen die Treasury-Rendite tendenziell nach unten drückte, verzeichneten deutsche Staatsanleihen infolge der beabsichtigten enormen Ausweitung der staatlichen Verschuldung spürbare Kursverluste. Die damit verbundene Einengung der Zinsspreads zwischen den USA und Europa war ein wesentlicher Faktor hinter der deutlichen Aufwertung des Euro gegenüber dem USD.

Der Goldpreis erreichte im beschriebenen Umfeld hoher Unsicherheiten neue Rekordstände. Bitcoin trat dagegen erwartungsgemäß in eine Konsolidierung ein und notierte Ende März etwa 20% unter dem Niveau zu Jahresbeginn.

1.2 Ausblick

Der „Liberation Day“ und seine Folgen

Die Einführung der im Rahmen des „Liberation Day“ angekündigten Zölle stellt aktuell eine erhebliche Belastung für die globale Wirtschaft dar und ist mit hoher Unsicherheit behaftet. Angesichts einer vorangegangenen langen Phase steigender Aktienkurse und teilweise sehr hoher Bewertungen ist die dadurch ausgelöste Korrektur an den globalen Aktienmärkten nicht überraschend. Die heftigen Reaktionen stellen eine deutliche Korrektur dar, bewegen sich aber bisher nicht in einem ausgeprägten Bärenmarkt. Kurzfristig werden sich die Unsicherheiten bezüglich des neuen Zollregimes und seiner Auswirkungen auf den Welthandel nicht auflösen. Daher rechnen wir weiterhin mit hoher Volatilität, die von Phasen der Markterholung unterbrochen sein kann, denen jedoch erneute Abwärtsbewegungen folgen könnten. Es erscheint derzeit nicht ratsam, solche kurzfristigen Schwankungen gezielt auszunutzen.

Anleger sollten vorerst ihre aktuelle Aktienquote beibehalten, bis eine klarere Einschätzung der weiteren Perspektiven möglich ist. Mittel- bis langfristig sind die Aussichten stark von der weiteren konjunkturellen Entwicklung abhängig. Unser Basisszenario beinhaltet eine signifikante Wahrscheinlichkeit für eine Rezession in den USA, die einen spürbar negativen Impuls für die Weltwirtschaft zur Folge hätte. Allerdings besteht für dieses Szenario noch keine hinreichende Sicherheit. Sollte eine solche Entwicklung eintreten, wären erneut spürbar sinkende Aktienkurse zu erwarten, was eine temporäre Reduzierung der Aktienquote angemessen erscheinen ließe. Sollten im Zuge von Verhandlungen die angekündigten Zölle größtenteils zurückgenommen werden, böten Aktien positives Potenzial und sollten mindestens neutral gewichtet werden. Im negativen Fall einer ausgeprägten globalen Rezession oder einer US-Finanzmarktkrise wäre ein ausgeprägter und möglicherweise länger anhaltender Bärenmarkt denkbar. Regional erscheinen die Risiken für US-amerikanische Aktien weiterhin höher als für europäische, chinesische und Schwellenländeraktien, auch aufgrund der Möglichkeit stärkerer fiskalpolitischer Gegenmaßnahmen in diesen Regionen. Insgesamt empfehlen wir eine breite regionale Streuung von Aktienengagements. Sektorale dürften angesichts einer möglichen Eintrübung der globalen Konjunktur defensive Sektoren relativ bessere Perspektiven aufweisen als zyklische. Kritisch werden die Aussichten für Technologieaktien eingeschätzt.

Die Situation an den Rentenmärkten ist derzeit von mehreren gegenläufigen Faktoren geprägt und daher unübersichtlich. Verschlechterte Konjunkturerwartungen führen tendenziell zu einer Umschichtung von Aktien in Renten, was steigende Kurse und sinkende langfristige Zinsen zur Folge hat. Eine zunehmende Wahrscheinlichkeit einer US-Rezession oder eines deutlich negativen globalen Wirtschaftsimpulses würde Staatsanleihen höchster Bonität attraktiver machen, während Unternehmensanleihen, insbesondere High Yield-Anleihen, aufgrund steigender Ausfallrisiken an Attraktivität verlören. Die Aussicht auf eine steigende Staatsverschuldung in Deutschland hat die Rendite von Bundesanleihen ansteigen lassen, wird aber aufgrund des insgesamt relativ niedrigen Verschuldungsniveaus bisher als unkritisch betrachtet. Die Situation in Frankreich und Italien sollte jedoch im Fokus bleiben. Die Pläne für weitere Steuersenkungen in den USA stehen im Widerspruch zur angestrebten Defizitbegrenzung und könnten zu einem Vertrauensverlust in US-Staatsanleihen führen.

Das höhere Renditepotenzial amerikanischer Staatsanleihen wird durch die erwartete Dollarschwäche abgeschwächt. Der Goldpreis ist in diesem und im letzten Jahr stark gestiegen und profitiert von Unsicherheiten und der Flucht aus dem Dollar, Rücksetzer sind aber möglich. Bitcoin profitierte von der Trump-Wahl, korrigierte aber zuletzt. Auch Altcoins bieten Potenzial. Die Ölpreise sanken zuletzt aufgrund von Konjunktursorgen, werden aber durch Angebotsbeschränkungen gestützt.

Volatilitätsstrategien bleiben angesichts erwarteter höherer Schwankungen wichtig. Anders als in früheren Krisen profitiert der US-Dollar aktuell nicht. Wir erwarten tendenziell eine Dollarschwäche gegenüber dem Euro auf Sicht der nächsten zwölf Monate, auch wenn temporäre Stärkephasen möglich sind. Zinserhöhungen in Japan und Zinssenkungen in der Eurozone dürften den Yen stärken. Die Schweizerische Nationalbank hat ihren Leitzins gesenkt, aber weitere Schritte vorerst ausgeschlossen, was den Franken gestärkt hat.

1.3 Depotbericht

Schwieriges erstes Quartal 2025

Im ersten Quartal 2025 haben sich die vier Portfolios im Zuge der gemischten Kapitalmärkte differenzierter entwickelt. Während das Portfolio Sicherheit im ersten Quartal einen Wertgewinn von 0,46% erzielte, reduzierte sich der Wert des Portfolios Stabilität um -0,59%. Das Portfolio Wachstum verlor -1,18% und das Portfolio Chance verringerte sich um -2,22%.

Nach mehreren Quartalen der Stetigkeit hatten wir zur Jahresmitte 2024 größere Umschichtung vorgenommen. Allerdings waren dabei weniger die Themen auf der obersten Ebene der Allokation der Anlageklassen entscheidend. Vielmehr haben wir bei der Selektion der Zielfonds sowie der Allokation bestimmter Themen und Subsegmente einige Änderungen vorgenommen. Diese Umschichtung sollte anschließend seine Wirkung auch ins Jahr 2025 hinein entfalten.

Zur Erinnerung: Auf der Aktienseite hatten wir dabei den Robeco BP Global Premium Equities D EUR und den Schroder International Selection Fund Emerging Markets Equity Alpha Accumulation USD aufgenommen. Die Quote japanischer Aktieninvestments wurde zudem erhöht. Dafür wurden die Themen Smart Energy und Medtech reduziert, sowie unser Investment im Bereich Aktien China zurück gestutzt.

Auch auf der Rentenseite kam es damals zu einigen Umschichtungen. Hier wurden der T. Rowe Price Funds SICAV - Euro Corporate Bond Fund EUR und der Fidelity Funds - Euro Bond Fund EUR neu ins Portfolio aufgenommen. Reduziert wurden die kürzeren Laufzeiten, d.h. die Investments im DWS Deutsche Floating Rate Notes und im BRGF Euro Short Duration.

Letztendlich war es im ersten Quartal so, dass der Jupiter Dynamic Bond mit 1,42% Performance zu den besseren Zielfonds gehörte, während der M&G Global Floating Rate HY Bond mit -2,19% eher schwächer lief.

Auf der Aktienseite war im ersten Quartal der Artemis (Lux) US Smaller Companies eine eher negative Überraschung mit über -19% Wertverlust. Mit rund 9% Gewinn war der M&G (Lux) European Strategic Value eine positive Überraschung.

Alle Portfolios waren im Berichtszeitraum breit und ausgewogen diversifiziert und setzten auf verschiedene Anlageklassen und Investment-Strategien. Durch die aktive Gewichtung risikotragender Investments können die vier Portfolios künftig weiterhin deutlich von steigenden Kursen profitieren und durch die Streuung über verschiedene Anlageklassen sowie der Beimischung marktneutraler Strategien stabilisiert werden.