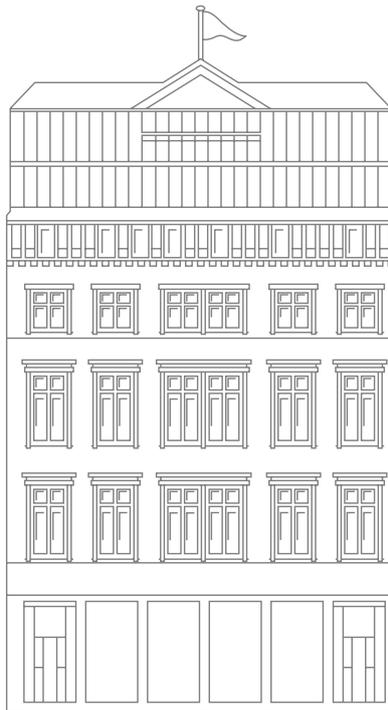

MARCARD, STEIN & CO

Bankiers



DIE FAMILY OFFICE BANK

Marktausblick für das zweite Halbjahr 2025

Auswirkungen des Handelskriegs auf
Wachstum, Inflation und Wechselkurse

VORWORT

Das erste Halbjahr 2025 stand ganz **im Zeichen der neuen US-Regierung**. Als Donald Trump am 20. Januar 2025 ins Amt eingeführt wurde, herrschte die überwiegende Erwartung an den Kapitalmärkten, dass Donald Trump einen unternehmens- und kapitalmarktfreundlichen Kurs einschlagen würde. Trotz der über Jahrzehnte unter vielen Präsidenten angehäuften gigantischen Staatsverschuldung in Höhe von rund 36 Billionen US-Dollar schien die Vormachtstellung und technologische Führungsrolle der USA auch unter Trump Bestand zu haben.

Den **ersten Dämpfer** erhielten die US-Optimisten bereits Ende Januar, als das chinesische Start-up DeepSeek ein KI-System präsentierte, das ähnlich leistungsfähig wie die aufwändigeren US-Systeme war – und das zu deutlich geringeren Kosten. US-Tech-Aktien, die den Aktienmarkt über Monate hinweg angetrieben hatten, gerieten plötzlich unter Druck. Bis Mitte März hatten sie sämtliche Gewinne seit den Präsidentschaftswahlen im November 2024 wieder eingebüßt sowie auch der gesamte US-Markt.

Die Unsicherheit verstärkte sich am 2. April, als Präsident Trump hohe Zölle auf US-Importe ankündigte. Daraufhin setzten die Aktienmärkte ihre Talfahrt fort, während gleichzeitig der US-Dollar abwertete und die Zinsen für US-Staatsanleihen stiegen. Aufgrund der besorgniserregenden Entwicklung wurden die angekündigten Zölle bereits eine Woche später vorläufig ausgesetzt – abgesehen von China, wo der Zollstreit eskalierte. Erst am 11. Mai gelang es dem US-Finanzminister in Genf bei einem Treffen mit einer chinesischen Delegation eine Deeskalation auszuhandeln. Die Märkte erholten sich daraufhin zusehends und erreichten stellenweise neue Höchststände. Die Kapitalmarktteilnehmer gingen nun erleichtert davon aus, dass die Trump-Regierung nicht um jeden Preis an den Zöllen festhalten würde.

Es ist wenig überraschend, dass Trumps zweite Amtszeit von einem unkonventionellen und teils erratischen Politikstil geprägt ist. Die wirklich negative Überraschung des ersten Halbjahres bestand jedoch darin, dass die **US-Kapitalmärkte**, vor allem aus Sicht ausländischer Anleger, erheblich **an Attraktivität verloren**. Als Ausgangspunkt dienten die ohnehin hohen Staatsschulden, die durch Zölle, welche das Wirtschaftswachstum und somit auch die Steuereinnahmen beeinträchtigten, weiter belastet wurden. Dazu ein teures Gesetzespaket, dessen Belastung weitere

Staatsschulden erzeugt und die rechtlichen Grundlagen schafft, um Ausländern höhere Steuern auf US-Dividenden und Zinserträge zu berechnen. Und vor allem **säte Trump**

Zweifel an der Unabhängigkeit der Fed als Fundament der amerikanischen Finanzmarktstabilität. Scheinbar nimmt die US-Regierung schlechtere Bonität, einen schwachen US-Dollar sowie Korrekturen am Aktienmarkt in Kauf.



Im Hinblick auf den Kapitalerhalt haben wir im ersten Halbjahr daher unsere US-Assets reduziert und verstärkt in Europa reinvestiert. Während sich die Attraktivität der US-Kapitalmärkte verschlechterte, **verbesserten sich gleichzeitig die Rahmenbedingungen in Europa**. Zwar verläuft das Wirtschaftswachstum weiterhin moderat, doch wird die Stimmung zunehmend optimistischer. Dank einer fiskalischen Kehrtwende in Deutschland und einer neuen Bundesregierung verbessern sich die Rahmenbedingungen wieder. Das lässt sich unter anderem an der **sehr guten Performance des deutschen Aktienmarkts** ablesen. Zudem liegt die Inflation inzwischen wieder unter dem Zielwert der Europäischen Zentralbank, die bereits achtmal ihre Leitzinsen gesenkt hat. Sollte sich der Handelsstreit zwischen den USA und China weiter zuspitzen, könnte **Europa als klarer Nutznießer** dastehen.

Die gestiegene Unsicherheit hat auch die **Suche nach sicheren Häfen** verstärkt. In Euro gerechnet ist der Goldpreis im ersten Halbjahr sogar stärker gestiegen als die meisten Aktienmärkte. Dabei treiben nicht nur private und institutionelle Anleger den Edelmetallpreis in die Höhe, sondern auch Zentralbanken, die ihre Währungsreserven diversifizieren möchten. Ein Ende dieser Entwicklung ist nicht absehbar. Anleger sind daher gut beraten, in politisch turbulenten und unübersichtlichen Zeiten einen **kühlen Kopf zu bewahren**. Das gilt insbesondere, aber nicht nur, im Bereich der nicht börsennotierten Beteiligungen, bei denen Investitionen oft über einen Zeitraum von zehn Jahren und mehr gehalten werden. Langfristig zahlt es sich aus, gerade in schwierigen Zeiten risikobereit zu bleiben.

Thomas R. Fischer

Thomas R. Fischer, Sprecher des Vorstandes
Hamburg, Juni 2025

INHALTSVERZEICHNIS

Vorwort	1
Auswirkungen des Handelskriegs auf Wachstum, Inflation und Wechselkurse	4
Warum Zölle so verlockend sind	4
Freihandel und Wirtschaftswachstum	5
Führen Zölle zu Inflation?	6
Zölle und Wechselkurse	6
Zusammenfassung: Die wirtschaftlichen Folgen des Handelskriegs	7
Konjunktur	8
Weltweite Unsicherheit durch den Handelskrieg	8
Die USA leiden am stärksten	8
Impulse durch Staatsausgaben im Euroraum erst in den kommenden Jahren	9
Japan: Wachstum mit deutlichem Gegenwind	10
China im Zentrum des Handelskriegs	10
Devisen	11
Währungsentwicklung: Der „Liberation Day“ sorgt für Verwerfungen auf dem Devisenmarkt	11
Renten	13
Das Vertrauen in US-Staatsanleihen schwindet	13
Das Aussetzen der Schuldenbremse zeigt Wirkung	13
Aktien	14
Europa kann im ersten Halbjahr outperformen	14
Handelskonflikte als Konjunkturrisiko	14
Zwischen Hoffnung und Realität	15
Yen-Stärke, Politik-Schwäche: Japans fragiler Kurs	15
Stabilisierung statt Aufbruch: Chinas Balanceakt	16
Unsicherheit bleibt bestehen	16
Rohstoffe	17
Weiter Rückenwind für Gold	17
Der Ölpreis steht weiterhin unter Druck	17
Hedgefonds	18
Rückblick	18
Ausblick	18
Immobilien	19
Deutschland: Erholung in kleinen Schritten	19
Investition in Datenzentren	20
Beteiligungen	21
Aktuelle Entwicklungen	21
An den USA führt kein Weg vorbei	22
Taktische Allokationsempfehlung	24
Impressum	25

AUSWIRKUNGEN DES HANDELSKRIEGS AUF WACHSTUM, INFLATION UND WECHSELKURSE

Warum Zölle so verlockend sind

„Zoll‘ ist für mich das schönste Wort im ganzen Wörterbuch“, sagte Donald Trump kurz nach seiner Amtseinführung im Januar. „Denn Zölle werden uns steinreich machen.“

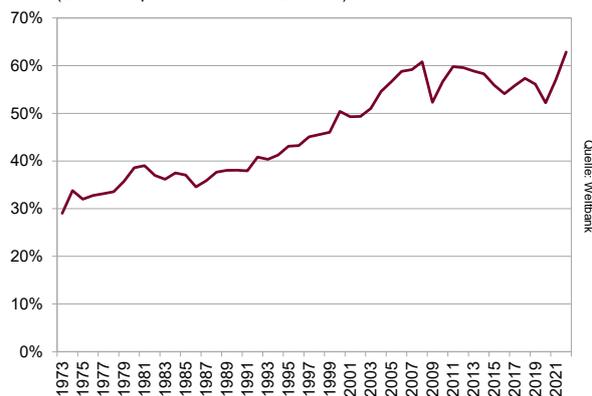
Können Zölle das zollerhebende Land tatsächlich reicher machen? Zölle wirken wie eine Steuer auf importierte Produkte. Sie treiben einen Keil zwischen den Weltmarktpreis und den Inlandspreis. Im einfachsten Fall führt ein Zoll von zehn Prozent auf ein Produkt mit einem Weltmarktpreis von 100 US-Dollar zu einer Erhöhung des Inlandspreises auf 110 US-Dollar. Die Differenz von zehn US-Dollar nimmt der Staat als Zolleinnahme ein. In diesem Beispiel werden die Einnahmen vollständig von der inländischen Bevölkerung gezahlt. Es findet also lediglich eine Umverteilung vom privaten in den öffentlichen Sektor statt. Reicher wird das Land dadurch nicht.

Für große Volkswirtschaften wie die USA ist es jedoch verlockend, die Zolllast zumindest teilweise auf das Ausland abzuwälzen. Im Beispiel wurde von einem konstanten Weltmarktpreis ausgegangen. Zölle können aber den Weltmarktpreis senken, wenn sie von einer großen Volkswirtschaft erhoben werden. Die Logik dahinter ist, dass höhere Inlandspreise die Nachfrage des zollerhebenden Landes verringern, was wiederum die Weltnachfrage und damit die Weltmarktpreise senkt. Wenn der Weltmarktpreis nach Einführung des Zolls auf 95 US-Dollar fällt, wäre der Inlandspreis inklusive Zoll 104,50 US-Dollar. In diesem Fall wird ein Teil des Zolls von den ausländischen Produzenten getragen. Diese Kostenverlagerung schafft Anreize für große Volkswirtschaften, einseitig Zölle zu erheben. Dieses sogenannte Optimalzoll-Argument übersieht jedoch die Möglichkeit von Vergeltungsmaßnahmen. Erhebt Land A Zölle gegen Land B, hat Land B einen Anreiz, Gegenzölle für Importe aus Land A zu verhängen. Das Ergebnis ist ein Handelskrieg, der beide Seiten schlechter stellt.

Wenn alle Volkswirtschaften versuchen, sich selbst auf Kosten der anderen besser zu stellen, geht es letztlich allen schlechter. Diese Einsicht hat zur Idee einer **international koordinierten Handelspolitik** geführt. Die 1994 gegründete Welthandelsorganisation WTO, die das seit

1948 bestehende Allgemeine Zoll- und Handelsabkommen (GATT) ablöste, versucht die Logik wechselseitiger Zölle durch die Prinzipien der Gegenseitigkeit und der Nichtdiskriminierung auszuhebeln.

Welthandel in Prozent des BIP
(Ex- und Importe im Verhältnis zum BIP)



Quelle: Weltbank

Jedes WTO-Mitglied verpflichtet sich, basierend auf dem **Prinzip der Gegenseitigkeit**, auf einen konstanten Zollsatz für die Einfuhr eines Produkts. Aus dem Gedanken der Nichtdiskriminierung leitet sich das **Prinzip der Meistbegünstigung** („most-favoured-nation“) ab. Gewährt ein WTO-Mitglied einem anderen Staat (WTO-Mitglied oder Drittland) eine Handelserleichterung, muss es diese Erleichterung allen WTO-Mitgliedern zugestehen. Ausnahmen sind Erleichterungen aufgrund von Freihandelsabkommen und Zollunionen sowie Zollpräferenzen für Entwicklungsländer. Das Prinzip der Inländerbehandlung („national treatment“) verpflichtet zur Nichtdiskriminierung zwischen vergleichbaren in- und ausländischen Waren. Jedes WTO-Mitglied ist verpflichtet, bei einem Importprodukt dieselben Vorschriften anzuwenden wie bei einem gleichartigen Produkt, das im Inland hergestellt wurde.

Mit den Zollankündigungen vom 2. April 2025 haben die USA die koordinierte globale Handelspolitik einseitig aufgekündigt. Daran ändern auch die 90-tägigen Ultimaten nichts, die am 9. April allen betroffenen Ländern außer China gewährt wurden. Formal sind die USA nach wie vor Mitglied der WTO. Ein US-Delegierter teilte ihr am 4. März jedoch mit, dass die Beitragszahlungen der USA für 2024

und 2025 auf Eis gelegt seien. Zuletzt hatten China und Kanada bei der Genfer Behörde Beschwerde gegen die US-Zölle eingelegt.

Die Zustimmung zum WTO-Beitritt Chinas im Jahr 2001 wird von vielen in den USA als großer Fehler angesehen, da sie den wirtschaftlichen Aufstieg Chinas ermöglichte. Doch nicht nur China hat vom Beitritt zur WTO profitiert, sondern viele andere Länder auch. Freihandel ist ein Positivsummen-Spiel. Die meisten Länder halten sich daher auch weiterhin an die Prinzipien der WTO.

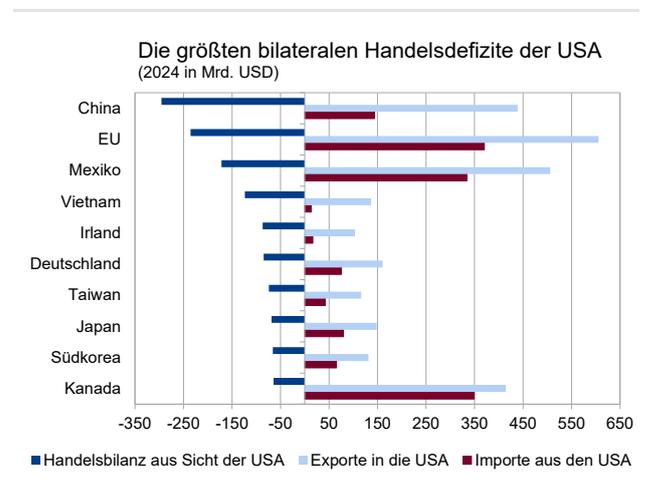
Freihandel und Wirtschaftswachstum

Viele Ökonomen sind davon überzeugt, dass Freihandel zu mehr Wirtschaftswachstum führt. David Ricardo, einer der Begründer der klassischen ökonomischen Theorie im frühen 19. Jahrhundert, war ein vehementer Gegner der britischen „Corn Laws“, die mittels hoher Einfuhrzölle und Einfuhrverbote auf Getreide die britische Landwirtschaft protegieren sollten. Selbst Ricardos deutscher Zeitgenosse Friedrich List, der Schutzzölle für wirtschaftlich unterentwickelte Länder propagierte, war eigentlich ein Freund des Freihandels. Er setzt sich für die innerdeutsche Zollfreiheit ein und befürwortete einen konstitutionellen Liberalismus.

Dennoch tun sich Ökonomen schwer damit, das Ausmaß der negativen wirtschaftlichen Folgen des Protektionismus zu erklären. Für ein Land wie die USA, dessen Importe knapp 14 Prozent des BIP betragen, sagt das Lehrbuch-Modell voraus, dass ein Einfuhrzoll in Höhe von zehn Prozent zu einem einmaligen Rückgang des BIP um lediglich 0,35 Prozent führt. Die konventionelle Handelstheorie ist daher kaum in der Lage, besonders schlagkräftige Argumente für den Freihandel zu liefern. Nicht-konventionelle Transmissionskanäle wie etwa eine zunehmende Unsicherheit über Gegenzölle und nicht-tarifäre Handelshemmnisse sind zusätzliche Argumente, warum der Protektionismus das Wirtschaftswachstum dämpft. Ein weiteres Argument ist, dass Zölle regressiv wirken. Sie belasten einkommensschwächere Haushalte überproportional und verstärken so die Ungleichheiten in der Einkommensverteilung.

Nicht nur die Theorie tut sich schwer, die wachstumsschädlichen Effekte des Protektionismus überzeugend zu begründen, sondern auch die Empirie. Einen klar negativen Effekt weisen Fucierli, Hannab, Ostry und Rose in einer

Studie aus dem Jahr 2020 nach. Auf der Basis eines Datensatzes für 151 Länder im Zeitraum von 1963 bis 2014 stellen sie fest, dass Zollerhöhungen zu einem erheblichen und anhaltenden Rückgang des Produktionswachstums führen. Der Grund ist vor allem die Verschlechterung der Arbeitsproduktivität, die innerhalb von fünf Jahren um etwa -0,9 Prozent sinkt. Zölle führen zudem zu einem gewissen Anstieg der Arbeitslosigkeit. Negative Effekte können sich auch durch die steigenden Kosten für importierte Vorleistungen ergeben. Die empirischen Ergebnisse legen nahe, dass sehr starke und dauerhafte Zollerhöhungen zu einem jährlichen Wachstumseinbruch von 1,5 Prozent führen können.



Weitgehend einig sind sich die Ökonomen darin, dass Handelskriege ein Negativsummen-Spiel sind. Während bei einem Nullsummen-Spiel die Verluste der einen Seite den Gewinnen der anderen Seite entsprechen, verlieren bei einem Negativsummen-Spiel alle Beteiligten. Diese Sichtweise spiegelt sich auch in den revidierten Wachstumsprognosen wider, die der Internationale Währungsfonds Ende April 2025 veröffentlichte. Mit Ausnahme von Spanien und Russland wurden alle anderen Wachstumsprognosen für das laufende Jahr nach unten revidiert. Der Handelskrieg kostet sowohl den Schwellenländern als auch den entwickelten Volkswirtschaften ein Wirtschaftswachstum von einem halben Prozentpunkt. Die USA verlieren als Verursacher des Handelskriegs mit -0,9 Prozentpunkten sogar überproportional.

Führen Zölle zu Inflation?

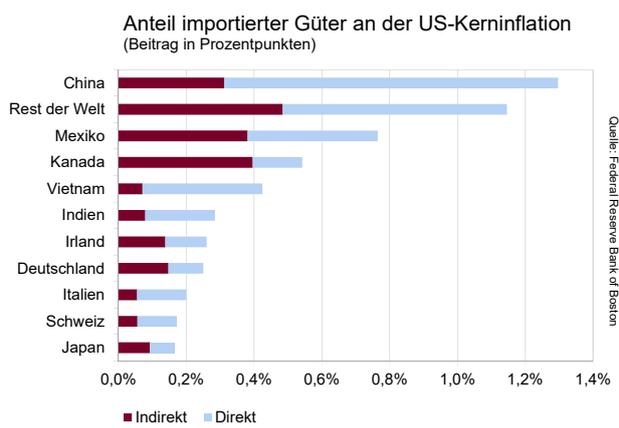
Zölle können als Stückzölle oder als Wertzölle („ad valorem“) erhoben werden. Die von den USA verhängten Einfuhrzölle sind Wertzölle auf den Einfuhrpreis. Auf den ersten Blick scheint ein Ad-Valorem-Zoll in Höhe von zehn Prozent den Preis des Importguts um zehn Prozent zu erhöhen. Es kann allerdings sein, dass die ausländischen Exporteure in Reaktion auf eine Zollankündigung ihre Preise senken. Im Extremfall wird der Preis so stark gesenkt, dass sich die Importpreise inklusive Zoll gar nicht ändern. Die ausländischen Exporteure würden dann die gesamte Zolllast tragen.

Aber selbst wenn die Importpreise nach einer Zollerhebung steigen, heißt das noch lange nicht, dass sich auch die Verbraucherpreise im gleichen Maße erhöhen. Es ist möglich, dass die Zwischenhändler ihre Margen senken, indem sie die gestiegenen Importkosten nicht in vollem Umfang an die Verbraucher weitergeben. Selbst wenn die gestiegenen Kosten ganz oder teilweise an die Verbraucher weitergegeben werden, handelt es sich zunächst nur um eine einmalige Erhöhung des Preisniveaus und nicht um einen dauerhaften Anstieg der Inflationsraten. Zur Inflation kommt es erst, wenn höhere Verbraucherpreise zu höheren Löhnen führen, es also Zweitrundeneffekte gibt und eine Lohn-Preis-Spirale droht.

Eine Rolle spielt zudem, welcher **Anteil des Warenkorbs**, der für die Ermittlung der Verbraucherpreis-inflation verwendet wird, direkt und indirekt aus importierten Waren besteht. In den USA werden rund sechs Prozent der Kerninflation direkt und vier Prozent indirekt importiert. Das bedeutet, dass die Ausgaben für direkte und indirekte Importe zehn Prozent des gesamten US-Haushaltsverbrauchs ausmachen – Ausgaben für Nahrungsmittel und Energie ausgenommen. Die Boston-Fed hat ausgerechnet, dass ein Prozent der US-Kerninflation auf direkte Importe aus China entfällt und nur 0,3 Prozent auf indirekte Importe.

Entscheidend für den inflationären Effekt von Zöllen ist die Reaktion der Gewinnmargen. Cavallo, Gopinath, Neiman und Tang haben die Zölle während Trumps erster Amtszeit empirisch untersucht und kommen zu dem Ergebnis, dass ein 20-prozentiger Zoll zu einem Anstieg der Einzelhandelspreise der betroffenen Waren um nur 0,7 Prozent führt. Die Einzelhändler fangen also einen erheblichen Teil der

Kostensteigerungen der betroffenen Importe durch niedrigere Gewinnmargen auf. Die chinesischen Exporteure haben 2018 ihre Preise nicht gesenkt, sodass der Großteil der Zolllast von den US-amerikanischen Einzelhändlern und zu einem geringeren Teil von den US-Verbrauchern getragen wurde.



Vieles spricht dafür, dass die US-Zölle zu höheren Inflationsraten in den USA führen werden. **Die Auswirkungen auf die Inflation in anderen Ländern sind dagegen weniger eindeutig.** In Europa droht eine Angebotswelle von chinesischen Gütern, deren Absatz in den USA aufgrund der Zollbelastung nicht mehr möglich ist. Die Ökonomen von Goldman Sachs beziffern das zusätzliche Angebot auf rund 300 Milliarden US-Dollar, das auf eine stagnierende Nachfrage in Europa trifft. Nach den Gesetzen des Marktes sollte dies zu spürbar sinkenden Preisen führen. Im Euro-Raum könnte der Handelskrieg daher, selbst wenn die EU Gegenzölle erheben würde, insgesamt einen disinflationären Impuls auslösen.

Zölle und Wechselkurse

Zölle reduzieren die Importnachfrage und damit die Nachfrage nach Fremdwährungen, was zu einer Aufwertung der Landeswährung führt. Die Aufwertung kann den inflationären Impuls von Zöllen konterkarieren, da sie ausländische Waren günstiger macht. Andererseits aber leidet die internationale Wettbewerbsfähigkeit der inländischen Industrie. Zwischen diesen beiden Effekten besteht ein Zielkonflikt. Wertet die Währung kräftig auf, steigen die Inlandspreise kaum, doch die Wettbewerbsfähigkeit leidet erheblich. Wenn die Aufwertung nur geringfügig

ist, steigen die Inlandspreise stärker, während die Wettbewerbsfähigkeit kaum beeinträchtigt wird.

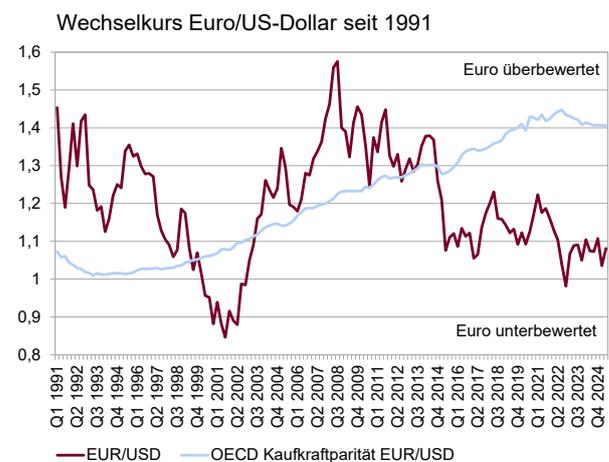
Tatsächlich wertete der US-Dollarkurs nach den Zollankündigungen des 2. April gegenüber den meisten Währungen nicht auf, sondern ab. Während die Währungen der G10-Länder gegenüber dem US-Dollar aufwerteten, entwickelten sich die Währungen vieler Schwellen- und Entwicklungsländer in die entgegengesetzte Richtung. Dies deutet darauf hin, dass die Reaktion des US-Dollar von großen Industrieländern getrieben wurde, die finanziell deutlich stärker mit den USA verflochten sind als die Schwellenländer oder China. Die Abwertung des US-Dollar scheint auf eine Portfoliumschichtung weg von den US-Kapitalmärkten hin zu anderen Industrieländern zurückzuführen zu sein. Niedrigere und volatilere erwartete Gewinne aufgrund der Auswirkungen der angekündigten pauschalen Zölle auf die Lieferketten und die daraus resultierende Unsicherheit könnten die Attraktivität von US-Aktien für inländische und insbesondere ausländische Anleger verringert haben.

Viele Ökonomen sind der Meinung, dass der US-Dollar in Folge des Handelskriegs weiteres Abwertungspotenzial hat. Jan Hatzius von Goldman Sachs ist beispielsweise der Ansicht, dass die Zölle deutliche Wachstumseinbußen in den USA zur Folge haben werden und damit US-Aktien für Ausländer unattraktiver machen. Fundamental ist der US-Dollar schon seit längerem überbewertet. Durch die starke Outperformance von US-Aktien in den letzten Jahren ist ihr Portfoliogewicht und damit auch der Anteil des US-Dollar im Portfolio deutlich gestiegen. Eine Abwertung des US-Dollar bedeutet aber nicht, dass er seine Rolle als globale Leitwährung verliert oder sogar schon verloren hätte.

Den negativen Effekten der Kapitalabflüsse aus den USA auf den Außenwert des US-Dollar stehen die positiven Effekte einer geringeren Auslandsnachfrage der USA gegenüber. Welcher dieser Effekte tatsächlich am Ende dominieren wird, ist keineswegs eindeutig. Im globalen Handelsmodell der UBS beispielsweise kommt es nicht zu einer Abwertung, sondern zu einer Aufwertung des US-Dollar in Folge des Handelskriegs.

Zusammenfassung: Die wirtschaftlichen Folgen des Handelskriegs

Handelskriege kennen keine Gewinner. Am deutlichsten zeigt sich dies beim Wirtschaftswachstum. Bleiben die Zölle auf den angedrohten oder höheren Niveaus, drohen so gut wie allen Volkswirtschaften Wachstumseinbußen. Je nach Höhe und Dauer der Zollbelastungen können diese Belastungen eher gering oder sehr deutlich spürbar sein.



Bei der Inflation und den Wechselkursen sind die Auswirkungen weniger eindeutig. Im zollerhebenden Land erhöhen Zölle in der Regel das Preisniveau, was die Gefahr von Zweitrundeneffekten und damit von Inflation birgt. Durch die Umleitung von Handelsströmen kann es in anderen Regionen dagegen sogar zu disinflationären Tendenzen kommen.

Betrachtet man ausschließlich den Warenaustausch, sollten Zölle für das zollerhebende Land zu einer **Aufwertung der inländischen Währung** führen. Die Reallokation von internationalen Kapitalströmen kann aber diesen Effekt nicht nur ausgleichen, sondern unter Umständen sogar überkompensieren.

KONJUNKTUR

Weltweite Unsicherheit durch den Handelskrieg

Die Wachstumsaussichten trüben sich ein.

Die Weltwirtschaft wuchs in den letzten Jahren durchaus solide. Während die USA ein reales jährliches Wachstum jenseits der 2,5 Prozent verzeichneten und China ein robustes Wachstum, das sich allerdings langsam immer weiter abschwächte, wuchs der Euroraum nur moderat, was vor allem auf die ausgedehnte wirtschaftliche Schwäche in Deutschland zurückzuführen ist. Die Ausgangslage der unterschiedlichen Wirtschaftsräume zu Beginn dieses Jahres war somit durchaus heterogen. Doch Donald Trumps Zollankündigungen haben dieses Bild gründlich durcheinandergewirbelt.

Die größten Einbußen aufgrund der Handelspolitik werden für die USA erwartet. Es ist aber auch klar, dass diese Politik ein Negativsummen-Spiel ist. Insbesondere eine Reduktion des Handels zwischen China und den USA sowie zwischen Europa und den USA dämpft die Erwartungen für das weltweite Wirtschaftswachstum. Nach Trumps anfänglicher Eskalation bei den Zöllen in den ersten Monaten des Jahres,

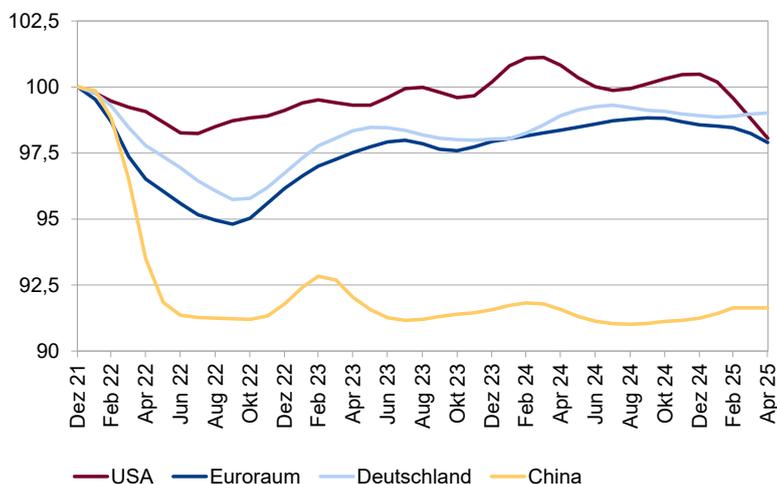
die in den breit angelegten Zollandrohungen am „Liberation Day“ gipfelten, gab es zunächst Zeichen der Entspannung. Doch weitere Drohungen mit sektoralen Zöllen machen stärkere Gegenmaßnahmen der Handelspartner wahrscheinlicher. Der Handelsdeal zwischen den USA und dem Vereinigten Königreich macht zudem deutlich, dass der US-Präsident selbst bei Ländern mit einer ausgeglichenen Handelsbilanz Zölle von mindestens zehn Prozent anstrebt. Ein solches Niveau würde eine massive Erhöhung des effektiven Zollsatzes bedeuten. **Insgesamt erwarten wir aufgrund der Belastungsfaktoren ein schwächeres Wachstum des globalen BIP und reduzieren unsere Prognose von 2,8 auf 2,5 Prozent.**

Die USA leiden am stärksten

Das starke Wachstum der US-Wirtschaft in den vergangenen Jahren wurde zum Teil durch große öffentliche Haushaltsdefizite finanziert, die durch Steuersenkungen in Trumps erster Amtszeit, Maßnahmen im Nachgang der Corona-Krise und Bidens Inflation Reduction Act verursacht wurden. Und obwohl Donald Trump angetreten war, das Regierungsbudget zu reduzieren, wird er hier kaum nennenswerte Erfolge erzielen. Im Gegenteil: Zuletzt sorgte sein „One Big Beautiful Bill Act“ für Aufsehen. Dieser würde das Defizit im Jahr 2025 wohl um rund 275 Milliarden US-Dollar bzw. 0,8 Prozent des BIP ausweiten. Da es sich dabei hauptsächlich um die Verlängerung von Steuererleichterungen handelt, die Trump 2018 selbst angestoßen hatte, halten sich zusätzliche positive Effekte in Grenzen. **Die negativen Effekte von Trumps Handelskrieg werden durch das Gesetz ohnehin nicht ausgeglichen.**

Trump's Zollandrohungen hinterlassen mittlerweile Spuren in den realwirtschaftlichen

Konsumentenvertrauen
(31.12.2021 = 100, harmonisierte OECD-Zeitreihe)



Daten. So betrug das BIP-Wachstum im Vergleich zum Vorquartal im ersten Quartal in den USA annualisiert -0,2 Prozent, nachdem der Wert im vierten Quartal 2024 noch bei 2,4 Prozent lag. Das negative Wachstum im ersten Quartal ist maßgeblich auf den Beitrag der Nettoexporte zum BIP-Wachstum zurückzuführen. Dieser betrug -4,9 Prozentpunkte und ist damit der negativste je gemessene Wert. Hierbei handelte es sich um Vorzieheffekte bei US-Importen, die noch vor Inkrafttreten der „Liberation Day“-Zölle ins Land geholt werden sollten.

In den Wachstumswerten der kommenden Quartale sollte sich ein gegenläufiger Effekt bemerkbar machen, wodurch sich der negative Wert relativieren dürfte. Inzwischen haben sich die Umfragewerte für das Konsumentenvertrauen und die Einkaufsmanagerindizes deutlich verschlechtert. Zwar haben sich einige Werte aufgehellt, seit die „Liberation Day“-Zölle und die zusätzlichen Strafzölle gegenüber China abgemildert wurden. Doch besteht nach wie vor die Gefahr, dass diese gesamtwirtschaftliche Unsicherheit das Wachstum deutlich verlangsamt. Gleichzeitig bleibt der robuste Arbeitsmarkt die Hauptstütze der US-Wirtschaft. Da der Handelskrieg dennoch massiv auf der

Wirtschaft lastet, passen wir unsere Prognose von 2,0 auf 1,5 Prozent an.

Impulse durch Staatsausgaben im Euroraum erst in den kommenden Jahren

Für die wirtschaftliche Entwicklung Europas wird es auch stark davon abhängen, wie die Zollverhandlungen mit den USA weitergehen. Im ersten Quartal gab es mit 0,6 Prozent noch ein durchaus solides Wachstum, das unter anderem auf eine überraschend positive Entwicklung in Deutschland zurückzuführen war.

Das deutsche Wachstum wurde sogar von 0,2 Prozent in der Erstschätzung auf 0,4 Prozent nach oben revidiert. Das Statistische Bundesamt wies bei dieser Revision darauf hin, dass der bessere Wert vor allem auf eine positivere Entwicklung des Verarbeitenden Gewerbes und starke Exporte zurückzuführen sei. Hier dürften Vorzieheffekte bei Exporten in die USA eine große Rolle gespielt haben. **In den kommenden Quartalen könnte die Exportwirtschaft jedoch einerseits direkt unter den Trump-Zöllen und andererseits indirekt unter der Marktreaktion darauf leiden.** Denn eine Aufwertung des Euro verschlechtert die Handelsbedingungen für Exporte.

Deutschland wird erst im kommenden Jahr die Stagnation überwinden.

Revision der Wachstumsprognosen für 2025

Marcard, Stein & Co	Dezember 2024	Juni 2025	Differenz zur alten Prognose	Aktueller Konsens	Differenz zum Konsens
Welt	2,8	2,5	-0,3	2,7	-0,2
USA	2,0	1,5	-0,5	1,4	0,1
Japan	1,1	0,8	-0,3	0,8	0,0
Euroraum	0,9	0,7	-0,2	0,9	-0,2
Deutschland	0,3	-0,1	-0,4	0,1	-0,2
Großbritannien	1,5	1,0	-0,5	1,0	0,0
Russland	1,7	1,5	-0,2	1,4	0,1
China	4,3	4,2	-0,1	4,5	-0,3
Indien	6,8	6,1	-0,7	6,3	-0,2
Brasilien	1,9	1,8	-0,1	2,1	-0,3

Die EZB befindet sich hingegen in einer guten Lage. Die Inflationsrate ist im Mai unter das Zwei-Prozent-Ziel gefallen. Wenn US-Handelspartner ihre Güter nach Europa umleiten, könnte sich zudem ein preissenkender Effekt ergeben. Somit kann sich die EZB weitere Zinssenkungen für den Fall, dass die Zollstreitigkeiten stärker eskalieren, in der Hinterhand halten. Obwohl das deutsche Sondervermögen die Chance bietet, dass die Wirtschaft in Deutschland durch inländische Nachfrage wieder auf einen Wachstumspfad zurückkehrt, werden diese Effekte erst in den kommenden Jahren erwartet. **Für das Jahr 2025 reduzieren wir unsere Wachstumsprognose für den Euroraum von 0,9 auf 0,7 Prozent und für Deutschland von 0,3 auf -0,1 Prozent.**

Japan: Wachstum mit deutlichem Gegenwind

Der Start ins Jahr 2025 verlief für die japanische Wirtschaft bislang holprig. Im ersten Quartal gab es ein Nullwachstum. Schwach waren vor allem die staatliche Nachfrage und der Beitrag der Exporte, was auf die Dienstleistungsexporte zurückzuführen ist, während die Warenexporte stark zulegen konnten. Gleichzeitig gab es einen deutlichen Anstieg der Importe. Positiv hervorzuheben sind die Investitionsausgaben der Unternehmen, die deren Optimismus widerspiegeln und die Aussichten für den Rest des Jahres verbessern. Auch der private Konsum bleibt robust. Da sich die Effekte der Nettoexporte ein Stück weit ausgleichen sollten und persistenterere Effekte durch Investitionen und Konsum zu erwarten sind, ist die Aussicht für die kommenden Quartale somit durchaus positiv. Allerdings schwebt über der japanischen Wirtschaft auch die Unsicherheit durch die US-Zölle, welche insbesondere die Autoindustrie treffen. Von der Bank of Japan ist außerdem keine Unterstützung für die Konjunktur zu erwarten.

Die Inflationsraten sind noch einmal deutlich gestiegen, sodass die Bank of Japan die Leitzinsen weiter vorsichtig anheben dürfte. Eigentlich hatte Japan das letzte Jahr überraschend positiv abgeschlossen, wodurch sich ein statistisch unterstützender Effekt für dieses Jahr ergibt. **Aufgrund des Gegenwinds durch die Trump-Zölle und der Notwendigkeit einer restriktiveren Geldpolitik reduzieren wir unsere Wachstumsprognose jedoch von 1,1 auf 0,8 Prozent.**

China im Zentrum des Handelskriegs

Nach den Zollankündigungen zum „Liberation Day“ eskalierte der Handelskrieg zwischen China und den USA schnell. Beide Seiten verhängten Zölle von über 100 Prozent, bevor sie sich am 12. Mai darauf einigten, die Zölle wieder deutlich zu senken und Verhandlungen aufzunehmen. Die chinesische Regierung hat klargemacht, dass sie einer weiteren Eskalation nicht aus dem Weg gehen wird. Um die Auswirkungen abzumildern, versucht die Regierung erneut, die Binnenwirtschaft durch eine Erhöhung der Staatsausgaben und eine graduelle Lockerung der Geldpolitik zu beleben. Bereits im Nachgang der bis Ende 2022 andauernden Corona-Krise wurde vergeblich versucht, den heimischen Konsum zu stärken. Ein Anzeichen dafür, dass dies nicht gelungen ist, ist die Inflationsrate. Sie befindet sich auf einem sehr niedrigen Niveau und ist seit Februar 2025 sogar negativ. Selbst Maßnahmen wie die im Jahr 2024 eingeführte „Abwrackprämie“ für Haushaltsgegenstände, die den Konsum tatsächlich gestützt haben, konnten noch keine Trendwende einleiten. Zu erwarten ist, dass die Regierung diese und weitere Maßnahmen ausweitet. Solange sich die Stimmung der Konsumenten jedoch nicht deutlich bessert, ist nicht mit einem dynamischeren BIP-Wachstum zu rechnen. **Wir reduzieren unsere Prognose von 4,3 auf 4,2 Prozent.**

DEVISEN

Währungsentwicklung: Der „Liberation Day“ sorgt für Verwerfungen auf dem Devisenmarkt

Seit Donald Trumps Wiederwahl am 5. November 2024 gleicht die **Entwicklung des Euro-Dollar-Wechselkurses** einer Achterbahnfahrt. Im Vorfeld der US-Präsidentschaftswahlen und auch in den ersten Monaten nach der Wahl zeigte der US-Dollar zunächst eine relative Stärke gegenüber den meisten Währungen. Die Erwartung, dass Trumps America-First-Politik ausländisches Kapital in die USA locken würde, ließ den US-Dollar aufwerten. Zwischen dem Spätsommer 2024 und Mitte Januar 2025 konnte der in der Grafik dargestellte handelsgewichtete US-Dollar-Index, der die Entwicklung des US-Dollar gegenüber einem Währungskorb aus Euro, Japanischem Yen, Britischem Pfund, Kanadischem Dollar, Schwedischer Krone und Schweizer Franken misst, ein Plus von fast zehn Prozent verzeichnen.

Seit dem Amtsantritt Trumps am 20. Januar 2025 hat sich diese Entwicklung jedoch umgekehrt. Ende April erreichte der US-Dollar-Index mit einem Verlust von mehr als zehn Prozent vom Januar-Hoch seinen diesjährigen Tiefpunkt. Die Trendwende ab Januar hing zunächst mit dem Ende der internationalen Outperformance von US-Aktien zusammen. Die **Ankündigung von hohen US-Strafzöllen am 2. April** („Liberation Day“) verstärkte die Abwertung, da das Ausmaß der angedrohten Zölle die Marktteilnehmer negativ überraschte. Zölle führen eigentlich zu einer Aufwertung der Währung des zollerhebenden Landes. Die zunehmende Unsicherheit in Bezug auf die US-amerikanische Wirtschaftsentwicklung veranlasste ausländische Investoren jedoch, Kapital aus den USA und aus dem US-Dollar abzuziehen, sodass dieser negative Effekt auf den Außenwert des Dollar überwog. Diese Entwicklung könnte sich fortsetzen.

EUR/USD: Argumente für einen schwächeren US-Dollar rücken wieder in den Vordergrund

Der US-Dollar hat seit Jahresbeginn gegenüber dem Euro rund acht Prozent abgewertet. **Die Unsicherheiten bezüglich der weiteren Entwicklung der US-Wirtschaft haben in den letzten Wochen und Monaten deutlich zugenommen.** So liegt die Wahrscheinlichkeit einer Rezession in den USA für das Jahr 2025 laut Bloomberg-Konsens inzwischen bei 40 Prozent. Anfang des Jahres betrug sie lediglich 20 Prozent. Einige Analysten sehen die Wahrscheinlichkeit

sogar im Bereich von 50 bis 60 Prozent. Grund für die pessimistischeren Annahmen ist der Zollkrieg. Die meisten Ökonomen gehen davon aus, dass höhere Zölle die US-Wirtschaft stärker schwächen werden als das globale Wachstum insgesamt. In den USA könnten die Zölle die Inflation wieder anheizen, was die Konsumlaune dämpfen dürfte.

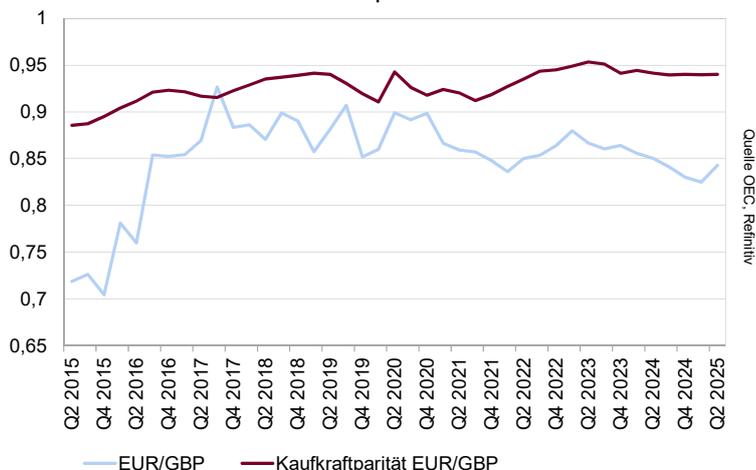
Entwicklung des US-Dollar
(Handelsgewichteter USD-Wechselkurs ggü. sechs Währungen)



Das mögliche **Szenario einer Stagflation** – eine Verlangsamung des Wirtschaftswachstums in Kombination mit steigenden Inflationsraten – bringt die amerikanische Notenbank in ein Dilemma. Die Unsicherheit über die weitere wirtschaftliche Entwicklung hat die US-Notenbank bisher von Zinssenkungen abgehalten. Zu den Sorgen über die Inflationsentwicklung kommt die weiter steigende Staatsverschuldung hinzu. Die Ratingagentur Moody's hat den USA aus diesem Grund jüngst das Spitzenrating von Aaa entzogen. Beide Entwicklungen haben zu einem Anstieg der langfristigen Zinsen geführt. Die Rendite 30-jähriger US-Staatsanleihen ist seit dem „Liberation Day“ von rund 4,5 Prozent zwischenzeitlich auf über fünf Prozent gestiegen.

Zu den wirtschaftlichen Problemen der USA kommt hinzu, dass US-Investments in den Portfolios ausländischer Investoren durch die positive Marktentwicklung der letzten Jahre ein immer höheres Gewicht bekommen haben. Um die strategischen Quoten für US-Assets wiederherzustellen, sind deshalb Verkäufe nötig. Auch aus diesem Grund könnte die **Nachfrage nach US-Assets** geringer werden und zu einer weiteren Abwertung des US-Dollar gegenüber dem Euro bis zum Jahresende führen.

Wechselkurs und Kaufkraftparität EUR/GBP



EUR/CHF: Die SNB steht unter Zugzwang

Der **Schweizer Franken** hat jüngst wieder als sicherer Hafen gedient. Allerdings kämpft die Schweiz weiterhin gegen ein Deflations-szenario an. Die Deflationsrisiken haben zuletzt sogar weiter zugenommen. Die Schweizer Notenbank sieht sich daher gezwungen, weiter auf diese Risiken zu reagieren – sei es durch Negativzinsen, Devisenmarkt-interventionen oder eine Kombination aus beidem – und hat ihre Bereitschaft hierzu bestätigt. Nur eine Eskalation des Handels-krieges spräche für eine dauerhafte Fortset-zung der Franken-Stärke.

EUR/GBP: Das Blatt hat sich gewendet

Das Britische Pfund hat sich seit Jahres-beginn gegenüber dem Euro abgeschwächt, konnte sich jedoch jüngst wieder erholen. Damit liegt das Pfund Sterling aktuell wie-der im von uns prognostizierten Seitwärts-trend. **Der Gegenwind für die britische Währung hat jedoch zugenommen.**

EUR/JPY: Das Potenzial einer Yen-Aufwertung ist weiter vorhanden

Seit der gut zehnprozentigen Aufwertung des **Japanischen Yen** im Sommer 2024 be-findet sich das Währungspaar EUR/JPY in einer Seitwärtsbewegung. Dabei sind die Argumente für eine weitere Aufwertung des Yen nach wie vor vorhanden. Dazu zählen die günstige Bewertung des japanischen Aktienmarktes, die aktionärsfreundlichen Reformen, die divergierenden Zinspfade der EZB und der Bank of Japan sowie die fun-damentale Überbewertung des Euro zum Yen. Hinzu kommt, dass der Japanische Yen in den meisten globalen Portfolios immer noch untergewichtet ist. Aufgrund der zu-nehmenden Unsicherheiten in Folge des Handelskrieges besteht Spielraum für einen weiteren Anstieg der Währungsdiversifika-tion von internationalen Anlegern, was den Yen zusätzlich stärken dürfte.

Nur der Japanische Yen hat Aufwertungspotenzial gegenüber dem Euro.

Zum Jahreswechsel gingen wir für 2025 von einem stärkeren Wirtschaftswachstum sowie einer hartnäckigeren und höheren Inflation in Großbritannien im Vergleich zur Euro-zone aus. Bisher hat sich diese Einschät-zung bestätigt, doch der „Liberation Day“ in den USA hat die Vorzeichen verändert. Die britische Währung hat sich seit Jahresbeginn gegenüber dem Euro bereits abgeschwächt, konnte sich jedoch jüngst wieder erholen. Trotz des Handels-Deals mit den USA droht Großbritannien eine Wachstumsverlang-samung. Zudem geht die Bank of England (BoE) davon aus, dass der Handelskrieg und eine mögliche Angebotswelle aus China in Großbritannien disinflationär wirken. Beide Effekte könnten die BoE dazu bewegen, die Zinsen stärker und schneller zu senken als bisher angenommen. In Kombination mit dem weiterhin vorhandenen Leistungs-bilanzdefizit sowie der fundamentalen Über-bewertung des Britischen Pfund dürfte der Euro weiteres Aufwertungspotenzial haben.

Revision der Jahresprognosen:
Wir passen unsere Wechselkursziele wie folgt an:
EUR/USD: 1,17 (vorher 1,05)
EUR/GBP: 0,86 (vorher 0,83)
EUR/CHF: 0,96 (vorher 1,00)
EUR/JPY: unverändert (150,00)

RENTEN

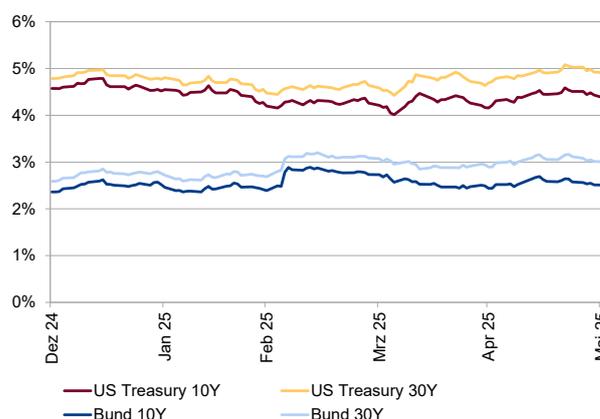
Das Vertrauen in US-Staatsanleihen schwindet

Nachdem die Leitzinsen in den USA im vergangenen Jahr dreimal um insgesamt einen Prozentpunkt gesenkt wurden, hat die US-Notenbank in diesem Jahr bislang eine abwartende Haltung eingenommen. **Der Ausblick ist zu unsicher, um abzuschätzen, welche Auswirkungen Trumps Handelskrieg auf die US-Inflationsrate und die Konjunktur haben wird.** Die Notenbanker beobachten nun, ob sie die Leitzinsen konstant halten müssen, um die Inflation abzumildern, oder ob die Verunsicherung von Konsumenten und Unternehmen ein Eingreifen zugunsten der Wirtschaft nötig macht. Dabei hilft es nicht, dass Trump vielfach Kehrtwenden in der Handelspolitik vollzieht, aber letztlich keine überzeugenden Deals präsentiert, wodurch sich die Unsicherheit nur noch weiter erhöht.

Während die Fed noch zögert, gab es bereits größere Bewegungen an den Anleihemärkten. Im Nachgang zum „Liberation Day“ kam es zu einem erhöhten Verkaufsdruck bei langlaufenden US-Staatsanleihen, was viele Marktteilnehmer verunsicherte. Auch wenn sich die akute Sorge in den folgenden Tagen verflüchtigte, blieb eine gewisse Verunsicherung bestehen. Einerseits wurde spekuliert, dass die Zollpolitik Trumps internationale Investoren von einer Investition in US-Staatsanleihen abschrecken könnte. Andererseits stellen sich die Marktteilnehmer zunehmend die Frage, wie die US-Regierung ihren gewaltigen Schuldenberg abtragen soll. Diese Frage wurde erneut aktuell, als das US-Repräsentantenhaus den „One Big Beautiful Bill Act“ verabschiedete. Wenn das Gesetz auch den Senat passiert, würde sich das Haushaltsdefizit noch einmal erhöhen. Die Ratingagentur Moody's reagierte bereits und senkte das Rating für US-Staatsanleihen auf Aa1. **Moody's schätzt mittlerweile, dass das Haushaltsdefizit im Jahr 2035 neun Prozent des BIP betragen wird.**

Aktuell bedeutet die Schulden thematik, dass US-Staatsanleihen von zwei Seiten unter Druck stehen. Dies ist vor allem bei den Treasuries mit langen Laufzeiten der Fall. So hat die Rendite 30-jähriger Anleihen seit Jahresanfang deutlich zugelegt, während die Rendite zehnjähriger Anleihen sich auf einem ähnlichen Niveau befindet. Aufgrund der Gemengelage gibt es jedoch in beiden Segmenten Aufwärtsdruck. **Wir halten unsere Prognose für zehnjährige Treasuries konstant bei 4,75 Prozent.**

Rendite von Staatsanleihen



Das Aussetzen der Schuldenbremse zeigt Wirkung

Die deutsche Schuldenbremse wurde so reformiert, dass Verteidigungsausgaben ab einer gewissen Höhe künftig nicht mehr auf die Schuldenbremse angerechnet werden. Gleichzeitig wurde die Einrichtung eines Sondervermögens in Höhe von 500 Milliarden Euro im Grundgesetz verankert, das ebenfalls nicht auf die Schuldenbremse angerechnet wird. Das Geld soll für Infrastrukturprojekte und Investitionen zum Erreichen der Klimaneutralität verwendet werden. Die Rentenmärkte reagierten sehr deutlich auf die Ankündigung des Sondervermögens. Unmittelbar danach schoss die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen um rund 40 Basispunkte nach oben. Einerseits erwartet der Markt, dass Deutschland in nächster Zeit strukturell mehr Schulden machen wird. Andererseits besteht die Hoffnung, dass die deutsche Wirtschaft nach den letzten lethargischen Jahren durch die gesteigerten Ausgaben wieder auf den Wachstumspfad zurückkehrt. **Vor diesem Hintergrund erhöhen wir unsere Prognose für die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen von 2,25 Prozent auf 2,5 Prozent.**

Revision der Jahresprognosen:

Zehnjährige Bundesanleihen:
2,5 Prozent statt 2,25 Prozent
Zehnjährige US-Staatsanleihen:
Unverändert bei 4,75 Prozent.

Maßnahmen:

Anleihen sollten neutral gewichtet werden. Bei US-Anleihen ist vor allem bei längeren Laufzeiten Vorsicht geboten.

AKTIEN

Europa kann im ersten Halbjahr outperformen

Die **globalen Aktienmärkte** entwickelten sich im ersten Halbjahr 2025 trotz erhöhter Volatilität insgesamt positiv, wobei regionale Unterschiede deutlich hervortraten. In den **USA** unterstützte zu Beginn des Jahres eine solide Unternehmensberichtssaison zunächst die Entwicklung des S&P 500. Im weiteren Verlauf wirkten sich jedoch eine zunehmende Unsicherheit hinsichtlich der handelspolitischen Ausrichtung der US-Regierung sowie schwächere Verbraucherdaten dämpfend auf das Marktumfeld aus. Auch der Technologiesektor reagierte empfindlich, da die Entwicklung einer generativen Künstlichen Intelligenz namens DeepSeek in China als Bedrohung der US-Dominanz in diesem Bereich verstanden wurde. Die Aktien kleinerer und mittelgroßer Unternehmen entwickelten sich unterdurchschnittlich, während sich Big Caps als stabiler gegenüber Marktschwankungen erwiesen.

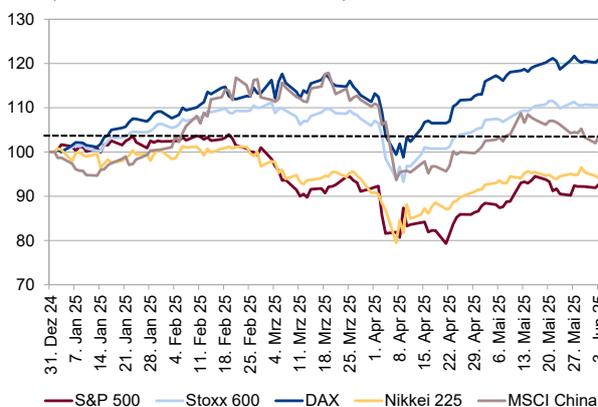
In **Europa** führte die erwartete wirtschaftliche Stabilisierung sowie die geringere Abhängigkeit von Tech-Werten zu einer Outperformance gegenüber US-Aktien. Überraschend positive Konjunkturdaten führten zu ansteigenden mittelfristigen Gewinnerwartungen. Diesen möglichen Wendepunkt für europäische Aktien hatten wir bereits im Jahresausblick skizziert. Politische Maßnahmen wie das angekündigte deutsche Fiskalpaket unterstützten vor allem zyklische Branchen. Zwar belasteten die angekündigten US-Zölle gegenüber der EU zeitweise die europäischen Märkte, doch die anschließende Deeskalation führte zu einer Wiederbelebung der Risikobereitschaft.

In **Japan** hat sich die im Jahresausblick skizzierte Abhängigkeit vom globalen Umfeld bestätigt. Der Nikkei reagierte sensibel auf die Aufwertung des Yen und auf außenwirtschaftliche Unsicherheiten. Trotz solider Unternehmenszahlen fehlten wirtschaftliche Impulse, um dem herausfordernden externen Umfeld wirksam entgegenzuwirken. Das konjunkturelle Umfeld in China war weiterhin von strukturellen Anpassungsprozessen, verhaltener Inlandsnachfrage und anhaltenden Spannungen im Außenhandel geprägt. Zwar sorgten Fortschritte im Bereich der Künstlichen Intelligenz für einzelne Marktbewegungen, doch überwogen geopolitische Risiken und regulatorische Unsicherheiten. Entsprechend zeigten sich die Kapitalmärkte zurückhaltend und internationale Investoren agierten vorsichtig.

Handelskonflikte als Konjunkturrisiko

Die globale Aktienentwicklung zeigte sich im ersten Halbjahr insgesamt freundlich, wurde jedoch ab April durch die US-Zollpolitik temporär belastet. Die teils abrupt gestiegene Volatilität und die Unberechenbarkeit der US-Handelspolitik haben die Risiken für das globale Wirtschaftswachstum erhöht. Damit ist eines der im Jahresausblick 2025 skizzierten Risikoszenarien eingetreten.

Performance Aktienmarkt
(31.12.2024 = 100, Total Return in EUR)



Nach den negativen Marktreaktionen, insbesondere am US-Rentenmarkt, ruderte die US-Regierung wieder ein Stück zurück und das mehrfach. „Taco Trade“ (Trump always chickens out) nennen Börsianer die Strategie, bei der sie auf Trumps Zolldrohungen – und deren Rücknahme – spekulieren, zu Deutsch: „Trump macht immer einen Rückzieher“. Ein nachhaltiger Fortschritt in den Handelsgesprächen mit wichtigen Handelspartnern wie China, Japan oder der EU blieb allerdings bisher aus. Die Gespräche werden durch strukturelle Differenzen, eingeschränktes Vertrauen und innenpolitische Herausforderungen belastet.

Die **wirtschaftlichen Folgen der aktuellen Entwicklungen unterscheiden sich regional**. Exportorientierte Volkswirtschaften in Europa und Asien, die einen Schwerpunkt in den Bereichen Industrie und Landwirtschaft haben, sind von neuen Handelsbarrieren unmittelbar betroffen. Gleichzeitig wirken sich gestörte Lieferketten, steigende Vorleistungskosten und zunehmender Preisdruck auch in rohstoffarmen Ländern dämpfend auf das Wachstum aus. Besonders herausfordernd bleibt das Handelsumfeld im

Verhältnis zu China und Mexiko. Während Zölle auf chinesische Produkte offiziell mit Maßnahmen gegen illegale Fentanyl-Importe begründet werden, dienen Handelsrestriktionen gegenüber mexikanischen Waren vorrangig migrationspolitischen Zielsetzungen. Beide Entwicklungen gelten als politisch motiviert und erhöhen die Unsicherheit über den weiteren Kurs der US-Handelspolitik.

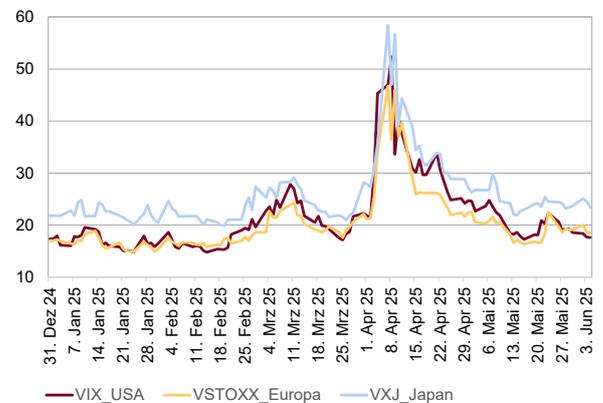
Angesichts der aktuellen Lage sehen sich auch die **Zentralbanken** mit neuen Herausforderungen konfrontiert. Einerseits würde die konjunkturelle Abschwächung grundsätzlich geldpolitische Unterstützung nahelegen, andererseits führt der durch Handelsmaßnahmen bedingte Preisauftrieb zu anhaltendem Inflationsdruck. Die Europäische Zentralbank verfügt aktuell über etwas mehr Spielraum als die US-Notenbank (Fed), da die Inflationsraten im Euro-Raum zuletzt rückläufig waren und Stimmungsindikatoren auf eine stabile Preisentwicklung hindeuten.

Zwischen Hoffnung und Realität

Inmitten anhaltender geopolitischer Spannungen ringen die Kapitalmärkte derzeit um die richtige Einordnung des handelspolitischen Umfelds. Zwei gegensätzliche Deutungsmuster prägen das Bild: Das „**bullische**“ Lager setzt auf eine graduelle Entspannung, gestützt durch erste Signale wie die teilweise Aussetzung reziproker Zölle oder diplomatische Sondierungen auf politischer Ebene. Aus dieser Perspektive könnte wachsender politischer Druck seitens der US-Industrie und Landwirtschaft mittelfristig zu einer Rücknahme oder Reduzierung von Strafzöllen führen. In einem solchen Szenario, das dem vorsichtigen „Soft-Landing“-Pfad des Jahresausblicks 2025 entspricht, bliebe die US-Wirtschaft dank fiskalischer Impulse und eines robusten Arbeitsmarkts auf einem stabilen Kurs. Auch geldpolitisch entstünde wieder mehr Spielraum.

Demgegenüber hält das „**bärische**“ Lager an seiner strukturell skeptischen Einschätzung fest. Aus dieser Sicht ist die protektionistische Strategie keine taktische Verhandlungsposition, sondern eine grundlegende Neuausrichtung der USA im globalen Handel. In dieser Lesart sind rasche Fortschritte in den Verhandlungen mit China, der EU oder Mexiko wenig realistisch. Vielmehr wird vor dauerhaften Belastungen gewarnt. Zu den möglichen Folgen zählen fragmentierte Lieferketten, wachsende Währungsvolatilität und ein nachlassender Investitionszyklus. Im entsprechenden „Hard Landing“-Szenario drohen

Volatilitätsindizes im Vergleich
(YTD, Index)



sinkende Unternehmensgewinne, eine zähe Investitionsdynamik und zunehmende Zielkonflikte zwischen Inflation und Wachstum.

Yen-Stärke, Politik-Schwäche: Japans fragiler Kurs

Japan ist ein Beispiel für die Herausforderungen eines wirtschaftlich eng verflochtenen, aber politisch eigenständig agierenden Industriestaats. Zudem gehört Japan zu den wenigen Ländern, die frühzeitig direkte Zollverhandlungen mit den USA aufgenommen haben – bislang jedoch ohne substanzielle Fortschritte. Zwar konnten zuletzt einzelne Eskalationsrisiken entschärft werden, doch bleibt das Handelsumfeld für japanische Industrie- und Exportwerte weiterhin herausfordernd. Es fehlen konjunkturelle Impulse, um kurzfristige Dynamik zu erzeugen.

Die Verhandlungen verlaufen schleppend, die Regierung steht innenpolitisch unter Druck, und globale Unsicherheiten, von gestörten Lieferketten bis hin zu Währungsschwankungen, belasten die Stimmung. Der Jahresausblick 2025 hatte bereits betont, dass Japans wirtschaftliche Normalisierung empfindlich auf externe Schocks reagiert. Zudem wirkt die anhaltende Unsicherheit über die Handelspolitik als strukturelles Investitionshemmnis. Die zunehmende Yen-Stärke – getrieben durch Kapitalflüsse in vermeintlich sichere Häfen und einen abnehmenden Zinsnachteil Japans – droht zusätzlich, die preisliche Wettbewerbsfähigkeit japanischer Exporte zu beeinträchtigen. Im internationalen Vergleich sind die Spielräume für positive Überraschungen damit begrenzt, insbesondere gegenüber Ländern mit dynamischerer Binnenkonjunktur oder klarerer wirtschaftspolitischer Orientierung.

Stabilisierung statt Aufbruch: Chinas Balanceakt

Während Japan den handelspolitischen Risiken bislang mit begrenzter Dynamik begegnet, steht China stärker im Zentrum des geopolitischen Konflikts mit den USA. Chinas Kapitalmärkte zeigen sich im laufenden Jahr volatil, aber bislang vergleichsweise stabil. Sie werden getragen von fiskalischer Unterstützung, positiven Impulsen aus dem Technologiesektor und einer vorsichtigen geldpolitischen Lockerung. Dennoch bleibt das makroökonomische Umfeld herausfordernd. Der zwischenzeitliche „Zollfrieden“ mit den USA hat zwar kurzfristig für Entlastung gesorgt, doch ein Durchbruch in Richtung einer belastbaren Handelsvereinbarung steht weiterhin aus.

Anders als im Jahresausblick 2025 erhofft, wird die Binnenkonjunktur nur schrittweise wieder anziehen. Zwar stützen moderate Wachstumsdaten und gezielte fiskalische Maßnahmen Konsum und Unternehmensinvestitionen, doch bleibt das Wachstum im historischen Vergleich gedämpft. Der Fokus liegt dabei zunehmend auf Stabilisierung statt Expansion. Strukturelle Schwächen, wie der angeschlagene Immobiliensektor, anhaltende deflationäre Tendenzen und der mögliche Aufwertungsdruck auf den Renminbi, wirken ebenfalls bremsend auf die Export- und Gewinnperspektiven. Die aktuell niedrigen Bewertungen reflektieren einen Teil dieser Risiken bereits, doch der übergeordnete Trend bleibt von Unsicherheit geprägt – sowohl hinsichtlich der politischen Agenda als auch mit Blick auf die Nachhaltigkeit des Wachstums.

Unsicherheit bleibt bestehen

Nach dem abrupten Rückschlag an den Märkten im April haben sich die globalen Aktienindizes spürbar erholt. Dennoch bleibt das übergeordnete Marktumfeld schwer kalkulierbar. Geopolitische Unsicherheiten, uneinheitliche Konjunktursignale und ein zunehmend unklares Timing geldpolitischer Impulse machen eine klare Trendzuordnung schwierig. Trotz einzelner Rücknahmen bleibt das strukturelle Umfeld herausfordernd.

Insbesondere die Bewertungsniveaus – etwa in den USA – wirken ambitioniert, während die geldpolitische Lockerung später und vorsichtiger einsetzen dürfte als ursprünglich erwartet. Hinzu kommt, dass auf frühere Bärenmärkte, die durch exogene Schocks ausgelöst wurden, häufig eine lange Phase seitwärts gerichteter Märkte folgte. **In einem solchen**

Entwicklung der Forward-KGVs im Vergleich (YTD)



Umfeld erscheint eine neutrale Aktienpositionierung als pragmatische Antwort. Dabei bleibt eine breite geografische Streuung essenziell, denn sie dient nicht nur der Risikodiversifikation, sondern auch als strategische Reaktion auf ein zunehmend multipolares und mit traditionellen Methoden kaum noch analysierbares Kapitalmarktumfeld.

Revision der Jahresprognosen:

Wir gehen davon aus, dass sich die Aktienmärkte im weiteren Jahresverlauf weitgehend seitwärts bewegen werden, ehe zum Jahresende ein moderates Wachstum der Indizes einsetzt. Das DAX-Kursziel wird vor diesem Hintergrund von 21.000 auf 25.200 Punkte angehoben, während das Kursziel für den S&P 500 von 6.650 auf 6.400 Punkte revidiert wird.

Maßnahmen:

Vor dem Hintergrund zunehmender Unsicherheit erscheint eine neutrale Gewichtung von Aktien derzeit angemessen. Europäische Titel, insbesondere aus Deutschland, bleiben leicht Übergewichtet – unterstützt von positiven Konjunkturdaten und fiskalpolitischem Rückenwind. US-Aktien bleiben neutral gewichtet, da politische Unsicherheiten und hohe Bewertungen den Spielraum begrenzen. In Japan, China und den übrigen Schwellenländern empfiehlt sich eine leichte Untergewichtung. Währungsrisiken, geopolitische Spannungen und fehlende Impulse dämpfen dort das kurzfristige Potenzial. Discount-Zertifikate profitieren von erhöhter Volatilität und einem seitwärts tendierenden Markt und werden entsprechend leicht Übergewichtet.

ROHSTOFFE

Weiter Rückenwind für Gold

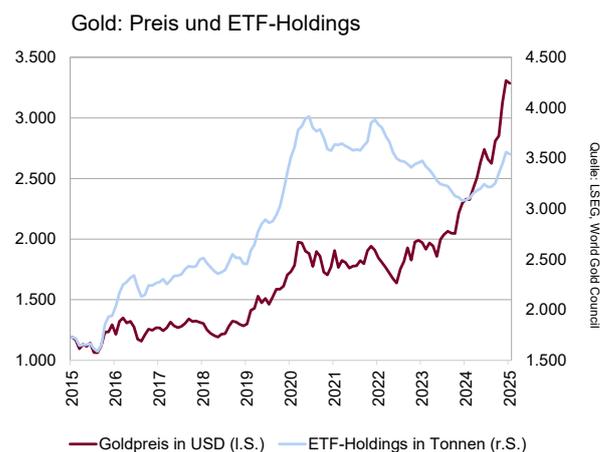
Gold konnte seinem Ruf als sicherer Hafen erneut alle Ehre machen. **Seit Jahresbeginn stieg der Preis des Edelmetalls in US-Dollar bis Ende Mai um ca. 25 Prozent und übertraf damit erneut die Performance der globalen Aktienmärkte.** Die Gründe hierfür waren vielfältig. Einerseits sorgten Unsicherheiten aufgrund der Zollankündigungen aus den USA für einen wachsenden Bedarf an Absicherung. Darüber hinaus führten Wachstumssorgen in den USA sowie geopolitische Risiken zu einer anhaltenden Nachfrage nach einem sicheren Hafen. Zudem sorgten die Dollarabwertung ab März und eine steigende Investitionsnachfrage vonseiten der ETFs und ETCs für zusätzlichen positiven Preisdruck. Trotz der bereits sehr guten Performance in den ersten fünf Monaten sehen wir weiteres Steigerungspotenzial bis zum Jahresende.

Für die zweite Jahreshälfte erwarten wir ein **Kapitalmarktumfeld, dass weiterhin von Unsicherheit und der Suche nach Risikoabsicherung geprägt sein wird.** Zwar konnten die Aussetzung der „übermäßigen“ Zölle eine Woche nach dem „Liberation Day“ sowie erste Vereinbarungen mit China und Großbritannien die Nerven der Anleger etwas beruhigen. Dennoch bleibt das Zollniveau erhöht und neue Zölle könnten die Verunsicherung schnell wieder ansteigen lassen. Zudem sind die Folgen der Zollpolitik für die Inflation in den USA und die globalen Konjunkturaussichten nicht abzusehen. Die Wahrscheinlichkeit einer US-Rezession war zuletzt zwar rückläufig, sie ist aber nach wie vor hoch.

Zusätzliche Unsicherheit dürfte von der **US-Staatsverschuldung** ausgehen. Nach dem Downgrade durch Moody's Mitte Mai stiegen die Renditen US-amerikanischer Staatsanleihen insbesondere im langlaufenden Bereich deutlich an. Auch geopolitisch bleibt die Lage angespannt. Dies dürfte dem Goldpreis ebenso in die Karten spielen wie die Käufe von ETFs. Wie im Jahresausblick 2025 dargestellt, war die Positionierung in Gold-ETFs trotz der Rallye im vergangenen Jahr deutlich niedriger als die historischen Höchststände.

Im Jahr 2025 haben vor allem ETFs aus Asien prozentual die größten Zuflüsse erfahren. So stiegen die in ETFs gehaltenen Goldbestände in Asien bis Ende Mai laut World Gold Council von 216 Tonnen um 46 Prozent auf 315 Tonnen.

Weltweit stieg der Bestand in Gold-ETFs bis Ende Mai um 10 Prozent auf 3.541 Tonnen. Trotz dieser starken Zuflüsse liegt der globale ETF-Bestand noch rund zehn Prozent unter dem Hoch vom Oktober 2020.



Der Ölpreis steht weiterhin unter Druck

Der Ölpreis ist in diesem Jahr deutlich gefallen. Zollstreitigkeiten und die daraus resultierenden negativen Auswirkungen auf das weltweite Wachstum haben sich im Ölpreis niedergeschlagen. Zusätzlich kündigten die OPEC-Staaten an, ihre Förderkürzungen schneller als erwartet zurückzunehmen. Ende Mai wurde die dritte Fördererhöhung um 411.000 Barrel pro Tag beschlossen. Bis Ende Mai fiel der Ölpreis um rund 15 Prozent seit Jahresbeginn.

Mit Blick auf das Jahresende erwarten wir weiteren Abwärtsdruck auf den Ölpreis. Eine **schwächere globale Konjunkturentwicklung** und die Möglichkeit wieder aufflammender Zollstreitigkeiten könnten die Nachfrage reduzieren. Gleichzeitig könnte eine in sich zerstrittene OPEC das Angebot weiter erhöhen. Dabei könnte der Strategiewechsel Saudi-Arabiens eine große Rolle spielen. Durch die beschleunigte Ausweitung der Fördermengen möchte Saudi-Arabien Marktanteile von den US-Schieferölproduzenten zurückgewinnen und nimmt niedrigere Preise in Kauf. Dies könnte den Ölpreis zusätzlich unter Druck setzen.

Revision der Jahresprognosen:

Goldpreis: 3.500 US-Dollar je Feinunze (vorher 2.950)
 Ölpreis (WTI): 58 US-Dollar je Barrel (vorher 65)

HEDGEFONDS

Rückblick

Hedgefonds starteten mit starken Gewinnen in das Jahr 2025, angeführt von Makro- und Aktienstrategien. Im Februar kam es zu leichten Verlusten, da Inflationsängste und geopolitische Spannungen die Märkte belasteten. Im März setzte sich der Rückgang bei den Aktienindizes angesichts der zunehmenden Handelsspannungen zwischen den USA und China fort. Europäische Manager erzielten eine überdurchschnittliche Performance, während US-amerikanische Manager und Trendfolge-Strategien zurückblieben. Trotz hoher Volatilität schlossen die Hedgefonds den Monat April leicht positiv ab, unter den Strategien zeigte sich jedoch ein differenziertes Bild. Im Mai normalisierten sich die Anlageklassen..

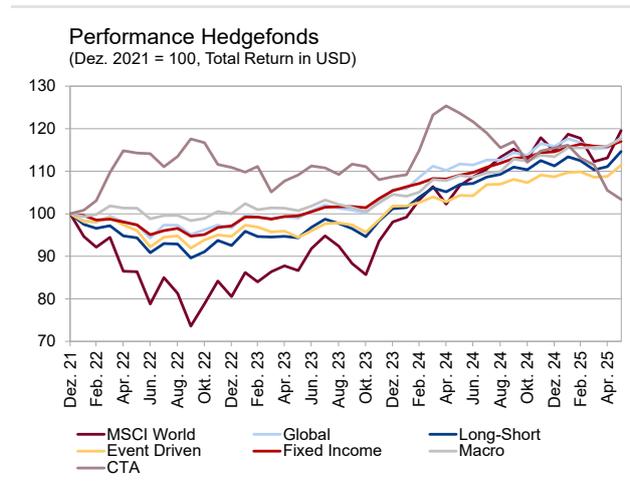
Trendfolge-Strategien haben erhebliche Probleme, sich in einem wirtschaftspolitisch erratischen Umfeld zurechtzufinden. Diskretionäre Manager auf der Makroseite sind hier im Vorteil, wenn sie beispielsweise auf eine strukturelle US-Dollar-Schwäche setzen und diese Sicht mit Optionsstrategien umsetzen.

Ausblick

Trotz des höchst unsicheren Umfelds wird die Wirtschaft ihren langsamen Wachstumspfad wahrscheinlich beibehalten. Die Entwicklung der US-Wirtschaft bleibt somit kurzfristig stark belastet und das vage Zollregime sorgt für hohe Unsicherheit beim Ausblick für Unternehmen. Gleichzeitig kommen aber auch neue positive Einflussfaktoren hinzu, wie etwa sinkende Energiepreise oder geänderte Steuergesetze.

In einer mittelfristigen Perspektive, die bis in das Jahr 2026 reicht, heben sich negative und positive Maßnahmen sowie kurz- und mittelfristige Effekte allerdings weitgehend gegenseitig auf. **Insgesamt ergibt sich somit ein deutlich weniger negatives und teilweise sogar konstruktives wirtschaftliches Gesamtbild, von dem unterschiedliche Strategien profitieren können.** Fixed Income kann von einer Positionierung auf der Zinskurve profitieren, indem die Veränderung der Kurven-Steilheit antizipiert wird. Sollte die Wirtschaft tatsächlich wieder in ruhigere Bahnen gelangen, werden aktive und fundamental getriebene Aktien-Long-Short-Manager großen Auftrieb erfahren.

Nach der Korrektur im April befinden sich einige Indizes wieder nah an ihren Höchstständen. **Wir erwarten nicht, dass die Marktvolatilität im zweiten Halbjahr noch weiter sinkt.** Gepaart mit erhöhter Dispersion ist dies ein gutes Umfeld für Hedgefonds, um zukünftige Unsicherheiten und Bewegungen über Long-, Short- oder Relative-Value- und Arbitrage-Strategien zu handeln, sei es aktien- oder anleihenseitig.



Bezüglich der Gewichtung der Hedgefonds-Hauptstrategien haben wir keine Änderungen vorgenommen. **Strategiegeseitig favorisieren wir nach wie vor den Bereich Credit Fixed Income.** Aufgrund der Marktunsicherheit im März und April haben sich die Credit Spreads deutlich ausgeweitet. Aktive Manager haben die Volatilität zum Anlass genommen, ihre Portfolios umzuschichten und neu aufgekommene attraktive Opportunitäten wahrzunehmen. Die Dispersion im Markt schafft interessante Gelegenheiten.

Revision der Jahresprognosen:

Keine.

Maßnahmen:

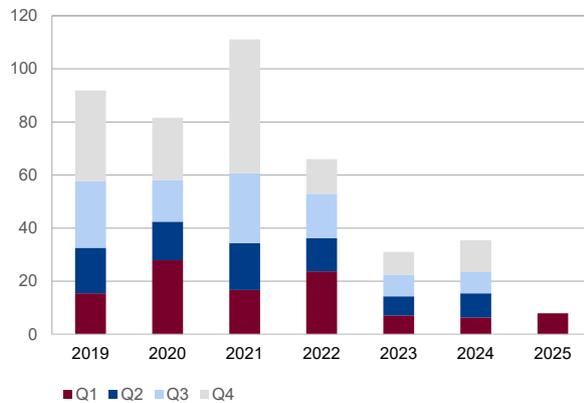
Leichte Übergewichtung der Assetklasse Hedgefonds mit Schwerpunkten im Bereich Credit Fixed Income. Wir empfehlen, auf breite Diversifikation zu setzen.

IMMOBILIEN

Deutschland: Erholung in kleinen Schritten

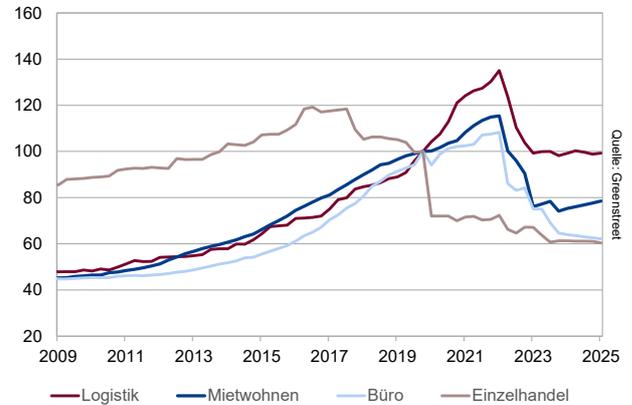
Die Stimmung auf dem deutschen Immobilienmarkt hat den **Tiefpunkt durchschritten**. Darauf lässt das **leicht gestiegene Transaktionsvolumen** schließen. Die Investitionen in 2024 stiegen um 14 Prozent gegenüber dem Vorjahr und im ersten Quartal 2025 um rund 25 Prozent gegenüber dem Vorjahresquartal. Damit liegen die Zahlen allerdings bei weniger als 50 Prozent des langjährigen Durchschnitts.

Transaktionsvolumen in Deutschland
(in Mrd. EUR)



Getragen wurde die anziehende Investitionstätigkeit durch verstärkte Investments im Wohnsegment und durch einen erhöhten Anteil sowohl von ausländischen Investoren als auch von Eigennutzern. Beim Blick auf die Preise herrscht seit gut 15 Monaten bei allen Nutzungsarten eine **Seitwärtsentwicklung** vor. Diese Stabilität stellt das Fundament für das leicht anziehende Transaktionsgeschehen dar. Wir rechnen weiterhin nicht mit einem weiteren Absinken der nominalen Preise. Eine genaue Analyse unter Hinzuziehung der Mietentwicklung zeigt, dass die im Logistiksegment seit Anfang 2024 um gut drei Prozent gestiegenen Mieten nicht zu einer entsprechenden Anhebung der Preise geführt haben. Insofern sind tatsächlich weitere leichte Marktkorrekturen erfolgt. Das Gleiche gilt für Büroimmobilien. Dort sanken im gleichen Zeitraum die Mieten im Gesamtmarkt um rund zwei Prozent und die Preise gaben um weitere vier Prozent nach. Ganz anders im Segment Mietwohnen, dort führten in den letzten 15 Monaten Mietsteigerungen von gut sechs Prozent zu Preissteigerungen in gleicher Höhe. **Mietwohnen** stellt damit das **einzige Segment** dar, in dem auch **preislich eine erste positive Bewegung** zu verzeichnen ist.

Immobilienpreise in Deutschland nach Nutzung
Top 6 Metropolen (12/2019 = 100)

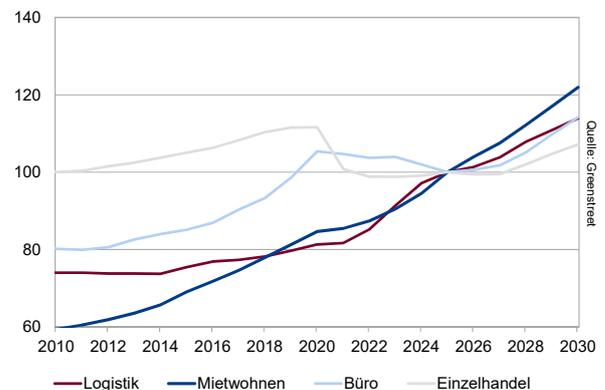


Preisentwicklung Deutschland (Top 6)	10 Jahre (2015 – 2025)	5 Jahre (2020 – 2025)	Höhepunkt (seit 03/2022)	15 Monate (seit 12/23)
Logistik	+54%	-5%	-26%	+1%
Mietwohnen	+19%	-22%	-32%	+6%
Büro	+12%	-34%	-43%	-4%
Einzelhandel	-44%	-16%	-16%	-1%

Quelle: Greenstreet

Damit bestätigen sich die grundsätzlichen Einschätzungen aus unserem Jahresausblick. Die Chance auf kurzfristig hohe Preissteigerungen infolge einer Renditekompression halten wir für gering und raten deshalb von übereilten Investments ab. Zum **Aufbau eines langfristig zu haltenden Immobilienportfolios**, das an prognostizierten Steigerungen der Miete partizipieren kann, ist der gegenwärtige **Zeitpunkt günstig**. Bestandsobjekte in guten Lagen können zu Quadratmeterpreisen erworben werden, die deutlich unter den Wiederherstellungskosten liegen.

Mietentwicklung Deutschland nach Nutzung
Sechs deutsche Metropolen (12/2024 = 100)



Gerade im Mietwohnungssegment bieten auf Mietspiegel-Niveau vermietete Bestandswohnungen erhöhtes Mietsteigerungspotenzial. Bei guten Objekten zeigt sich aufgrund einer anziehenden Wettbewerbsintensität, dass wir mit dieser Einschätzung nicht allein liegen. Dagegen erhöht die Diskussion über eine Ausweitung der Mietpreisbremse auf neuere, bis 2019 erstellte Gebäude die Investitionsrisiken für den Neubau. Dem politischen Ziel eines verstärkten Wohnungsneubaus erweist dies einen Bärendienst.

Investition in Datenzentren

Wenn für eine positive Wertentwicklung von Immobilien nicht auf den Kapitalmarkt und sinkende Zinsen gesetzt werden kann, sondern fundamental auf die Steigerung der Immobilienerträge, dann sollten neben den etablierten auch weitere **Nutzungsarten** betrachtet werden, die besondere Ertragssteigerungen erwarten lassen.

Dies gilt besonders vor dem Hintergrund, dass der **Immobilienmarkt**, auch wenn er sehr langfristig ausgerichtet ist, auf lange Sicht keineswegs stabil bleibt, sondern sich **mit den demografischen, gesellschaftlichen und technologischen Trends fortentwickelt**. Die steigende Bedeutung digitaler Technologien und deren Auswirkungen auf Wirtschaft, Handel und Kommunikation haben die Nachfrage nach Logistik-, Handels- und Büroimmobilien in den letzten zehn Jahren bereits verändert und werden sie weiter prägen. Gleichzeitig steigt die Nachfrage nach **Datenzentren und digitaler Infrastruktur**. Diese bilden die Basis für neue Technologien, wie Cloud Computing oder Künstliche Intelligenz. Sie stellen kritische Infrastruktur dar und sind Voraussetzung für wirtschaftliche Aktivität.

Starke standortbezogene Nachfrage und ein limitiertes Angebot sind die idealen Bedingungen für ein Immobilieninvestment, weil dies die Miete und damit den Immobilienwert steigen lässt. Der Markt für Datenzentren kommt diesem Idealbild gegenwärtig sehr nahe. Eine auf absehbare Zeit anhaltend steigende Nachfrage resultiert daraus, dass technologische Innovationen eine hohe Dynamik erreichen. Deren Effizienzgewinne können Unternehmen nicht ignorieren und vielfach ist es erforderlich, Produkte sogar komplett neu digital zu denken. Breite Wirtschaftszweige müssen also nicht nur ihre Geschäftsprozesse sondern auch ihr Geschäftsmodell digital transformieren. Dies erhöht nachhaltig die Nachfrage nach datenverarbeitenden Kapazitäten.

Diese Kapazitäten sind sowohl in Europa als auch in den USA an wenigen Standorten konzentriert. Die **erforderliche Ausweitung des Angebots** an den etablierten Standorten ist allerdings **Engpässen** insbesondere **bei der Stromversorgung unterworfen**, die kurzfristig nicht überwunden werden können. Da der erforderliche Zubau von Datenzentren-Kapazitäten auf absehbare Sicht nicht mit der Nachfrage Schritt halten kann, steigen die Mieten. Zwischen 2021 und 2024 sind die Mieten für Datenzentren in Europa im Durchschnitt um 7,5 Prozent pro Jahr gestiegen, in den USA sogar um 14 Prozent. Für den Zeitraum bis 2029 werden jährliche Steigerungsraten von fünf Prozent in Europa und sieben Prozent in den USA prognostiziert.

Vieles spricht dafür, dass Datenzentren sich in der Einschätzung von Investoren zu einer weiteren **Kern-Nutzungsart für Immobilieninvestments** entwickeln und in institutionellen Portfolien einen Anteil von über zehn Prozent einnehmen werden. Erhöhte Markttransparenz und Erfahrung werden zu einem Absinken der aktuell gegenüber Büro oder Logistik noch leicht erhöhten Risikoprämien und zu entsprechenden Wertsteigerungen führen – ganz so, wie sich Logistik in den letzten zehn bis 15 Jahren als institutionelle Immobilienklasse etabliert hat.

Ein Einstieg in das Segment Datenzentren bietet die Chance, an den positiven Marktentwicklungen zu partizipieren, das eigene Immobilienportfolio frühzeitig zukunftsgerecht aufzustellen und damit auch Risiken aktiv zu managen. Damit dies erfolgreich verläuft, sollte beim Verfolgen dieser Strategie allerdings die **Gefahr eines Hypes** nicht unterschätzt werden. Insofern kommt dem richtigen Strategiefokus hinsichtlich Region, Art der Wertschöpfung, Standort, Zielmieter und Market Timing hohe Bedeutung zu.

Revision der Jahresprognosen:

Die im Jahresausblick 2025 vorgestellten Prognosen und Thesen behalten ihre Gültigkeit.

Maßnahmen:

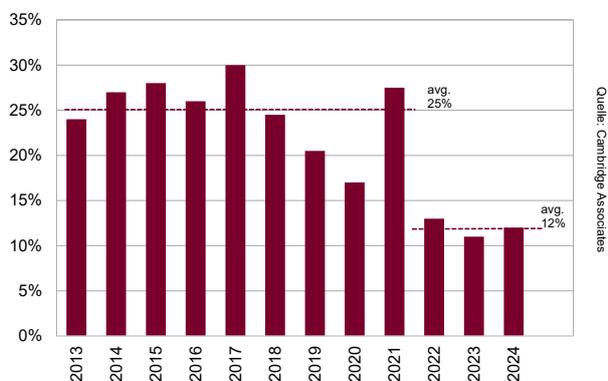
Innerhalb der Anlageklasse Immobilien sollte das Engagement in den Segmenten mit hoher Dynamik bei den Mieterträgen ausgebaut werden.

BETEILIGUNGEN

Aktuelle Entwicklungen

Die weltweiten **M&A-Aktivitäten** blieben auf einem niedrigen Niveau – ein Trend, der seit 2022 anhält. Im Verlauf des Jahres 2024 konnten zwar erste Anzeichen einer lang-ersehnten Erholung verzeichnet werden, jedoch war das erste Quartal 2025 erneut von hoher Unsicherheit und steigender Marktvolatilität geprägt. Dies führte zu einem erneuten Rückgang der angekündigten M&A-Transaktionen um rund 12 Prozent im Vergleich zum Vorquartal. Der Rückgang der M&A-Aktivität wirkte sich entsprechend negativ auf das Exit-Umfeld im Private-Equity-Bereich und somit auch auf die Auszahlungen an die Investoren aus. So lag die durchschnittliche Auszahlungsquote, gemessen an den Auszahlungen im Verhältnis zum aktuellen Net Asset Value (NAV), in den letzten Jahren mit 12 Prozent auf einem historisch niedrigen Niveau. In den Jahren 2013 bis 2021 lag sie hingegen noch bei rund 25 Prozent.

Entwicklung der Auszahlungsquote 2013 – 2024
(in % vom NAV)

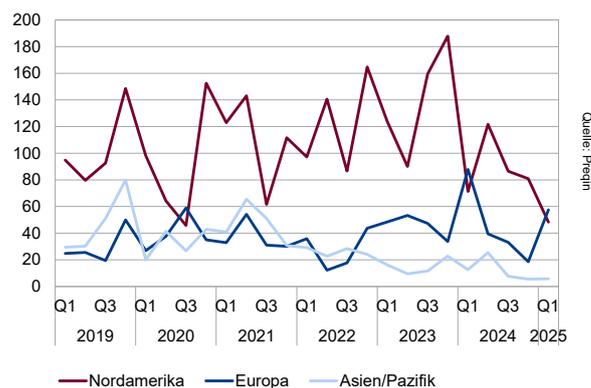


Infolge des **anhaltend eingetrübten Exit-Umfeldes** hat sich auch die durchschnittliche Haltedauer von Portfolio-unternehmen deutlich verlängert. Ende 2024 befanden sich laut PitchBook über 30 Prozent der Unternehmen bereits seit mindestens fünf Jahren in der Hand von Fondsmanagern – der höchste Prozentsatz seit fast einem Jahrzehnt. Die durchschnittliche Haltedauer beträgt mittlerweile 5,8 Jahre.

Die weiter anhaltende Exitschwäche wirkt sich auch auf die **Kapitaleinwerbung** aus: Preqin weist für das erste Quartal 2025 beim weltweiten Private-Equity-Fundraising

mit 112,4 Milliarden US-Dollar einen Rückgang um fast 30 Prozent gegenüber dem Vorjahresquartal aus. Es war das dritte Mal seit 2019, dass das aggregierte Kapital auf Quartalsbasis in Europa (57,5 Milliarden US-Dollar) höher als in Nordamerika (48,2 Milliarden US-Dollar) war. In der Region Asien/Pazifik setzte sich der schon länger andauernde Rückgang beim Mittelzufluss auf 5,8 Milliarden US-Dollar weiter fort. Vor allem der Denominator-Effekt, der zu einer relativen Übergewichtung von Private Equity im Gesamtportfolio führt, dürfte hierbei eine Rolle spielen, da sich vor allem große Investoren weiterhin mit Neuengagements zurückhalten. Die durchschnittliche **Fundraising-dauer** erreichte im ersten Quartal 2025 mit 25 Monaten ihren vorläufigen Höhepunkt (2019: 14 Monate).

Globales Fundraising Private Equity
(Closings 2019 – Q1 2025 in USD Mrd.)



Operative Wertschöpfung wird noch wichtiger

Aufgrund des herausfordernden Marktumfeldes und insgesamt höherer Finanzierungskosten dürften einmal mehr Private-Equity-Manager mit einem Fokus auf operative Verbesserungen bei der Wertschöpfung in den Vordergrund rücken, zumal die hohen Bewertungen der Vergangenheit bedingt durch Multiplikatorsteigerungen noch nicht wieder erreicht sind.

Zu den wichtigsten operativen Wertschöpfungstreibern bei den Portfoliounternehmen zählen neben Effizienzsteigerungen und Professionalisierung auch Maßnahmen, um das Umsatzwachstum zu steigern. Kosteneinsparungen und Bilanzoptimierung („Financial Engineering“) spielen im mittleren Marktsegment hingegen eine untergeordnete Rolle.

Insbesondere in Rezessionsjahren haben sich Private-Equity-Fonds mit einem operativ geprägten Ansatz und einem Fokus auf das mittlere Marktsegment bisher gemeinhin als widerstandsfähig erwiesen und von den öffentlichen Märkten abgekoppelt. Vor diesem Hintergrund sollte bei der Auswahl von Private-Equity-Managern vor allem auf deren Fähigkeiten, sicher durch ein herausforderndes Marktumfeld zu navigieren, ein besonderes Augenmerk gelegt werden.

An den USA führt kein Weg vorbei

Ende des vergangenen Jahres waren sich die Experten weitgehend einig: Die US-Sonderkonjunktur sei ein stabiles und bleibendes Phänomen. Investitionen in Europa und Asien wurden vor allem aus geopolitischen Erwägungen und wegen eines vermeintlich geringen Potenzialwachstums in Europa mehrheitlich kritisch gesehen. Entsprechend gering war 2024 die Bereitschaft, Private-Equity-Engagements in Europa und in dem asiatischen Raum einzugehen.

In unserem Jahresausblick 2025 empfehlen wir unter der Überschrift **„Europa bleibt attraktiv“**, unbeirrt von emotionalen Impulsen ein konstantes Investitionstempo in europäisches Private Equity beizubehalten. In dieser Einschätzung fühlen wir uns durch die aktuellen geopolitischen Entwicklungen bestätigt. Das Sentiment scheint sich spätestens mit der Ankündigung breit angelegter Einfuhrzölle durch US-Präsident Donald Trump am 2. April 2025 um 180 Grad gedreht zu haben. Die noch Anfang 2025 vorherrschende Euphorie bezüglich der US-Märkte, die sich in einer weit verbreiteten Übergewichtung von US-Vermögenswerten und entsprechend hohen Bewertungen jenseits des Atlantiks niederschlug, wich schlagartig einer Skepsis gegenüber Investitionen in

US-Assets und einem Vertrauensverlust in die USA als verlässlichen Partner.

Kaufen, wenn die Zollschränken hochgehen

Angesichts dieser Entwicklung möchten wir unsere Empfehlung, ein konstantes Investitionstempo in Private-Equity-Fonds über die Regionen USA, Europa und Asien hinweg beizubehalten, erneut bekräftigen. Allein die regionsbezogenen Vorzeichen haben sich seit Anfang 2025 umgekehrt: Während wir damals noch dazu rieten, trotz Ukrainekrieg und der Wachstumsschwäche europäischer Volkswirtschaften an Investitionen in Europa festzuhalten, so empfehlen wir dies nun analog für ein fortdauerndes Engagement in US-Private-Equity.

Angelehnt an unsere Empfehlung aus dem Jahresausblick 2025, zu kaufen „wenn die Kanonen donnern“, raten wir nunmehr dazu, auch dann zu **„kaufen, wenn die Zollschränken hochgehen“**. Investitionen in privat gehaltene Unternehmen sind stets langfristige Engagements. Davon abgesehen erfolgen die Investitionen eines Fonds über einen längeren Zeitraum von vier bis fünf Jahren und damit diversifiziert über eine Phase, während der sich die Investitionsbedingungen verändern können. Darüber hinaus kann das Fondsmanagement den Exit-Zeitpunkt relativ frei wählen und übernimmt damit das wertmaximierende Timing für die Investoren.

Diese Langfristorientierung unterscheidet Engagements in Private Equity fundamental von Investitionen in börsennotierte oder sonstige liquide Vermögenswerte. Investitionen in liquide Anlageklassen, für die eine laufende Preisfeststellung erfolgt und die jederzeit erworben oder veräußert werden können, sollten entsprechend von einer taktischen Markteinschätzung gesteuert werden. Für illiquide Anlagen wie

Das herausfordernde Umfeld bietet viele Chancen.

Private Equity gilt dies aufgrund des langen Investitions- horizonts und der nicht bzw. kaum gegebenen Handelbar- keit nicht im gleichen Maße.

Politische Rahmenbedingungen versus Laufzeit

Laufzeit eines fiktiven PE-Fonds & US-Präsidenten
Vintage-Year 2015, beispielhaft/indikativ

Obama II				Trump I				Biden I				Trump II	
2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026		
Investitionsphase				Exit- / Realisationsphase				Potenzielle Verlänge- rung					

Die lange Laufzeit von Private-Equity-Fonds hat zur Folge, dass die wirtschafts-, handels- und sonstigen po- litischen Rahmenbedingungen während dieser Laufzeit regelmäßig von mehr als nur einer Regierung geprägt werden. Wer beispielsweise 2015, als der US-Präsident noch Barack Obama hieß, einen US-Private-Equity-Fonds gezeichnet hat, wird vermutlich erst 2026 oder 2027 die letzten Auszahlungen daraus erhalten. Ein solcher Fonds wird die meisten Beteiligungen zwischen 2015 und 2019 erworben haben – also größtenteils während der ersten Amtszeit Donald Trumps. Der Großteil der Exits wiederum dürfte in den Jahren 2019 bis 2025 erfolgt sein. Während der längsten Zeit in dieser Phase hieß der US-Präsident Joe Biden. Die gesamte Laufzeit dieses skizzierten Fonds fiel somit in vier Amtszeiten dreier verschiedener US-Präsidenten.

Ähnlich dürfte es sich mit hoher Wahrscheinlichkeit auch mit einem US-Private-Equity-Fonds des Vintage-Jahres 2025 verhalten. Während recht gut absehbar ist, dass die Investitionsphase zum überwiegenden Teil in die zweite Amtszeit Donald Trumps fallen dürfte, so ist aus heutiger Sicht ungewiss, wer in den darauffolgenden sechs bis acht Jahren aus dem Weißen Haus heraus die Geschicke der USA und der Welt lenken wird. Ebenso ungewiss scheint aus unserer Sicht, wie sich die weltweiten Handelsbezie- hungen und die lokalen Standortbedingungen in den USA einerseits sowie Europa bzw. Asien andererseits bis Mitte der 2030er-Jahre entwickeln werden. Sehr wahr- scheinlich scheint auf Basis historischer Beobachtungen hingegen, dass sich die US-Wirtschaft im Umgang mit herausfordernden Rahmenbedingungen auch zukünftig

als außerordentlich resilient erweisen dürfte. Die zuletzt aufgrund der teilweise erratischen Politik Donald Trumps gesunkenen Bewertungen von US-Unternehmen könnten sich aus Sicht der 2030er-Jahre rückblickend als attraktive Einstiegsgelegenheit erweisen.

Laufzeit eines fiktiven PE-Fonds & US-Präsidenten
Vintage-Year 2025, beispielhaft/indikativ

Trump II				???				???					
2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036		
Investitionsphase				Exit- / Realisationsphase				Potenzielle Verlänge- rung					

Es scheint uns daher unverändert ratsam, bei der Allokation in Private Equity ein konstantes Investitionstempo und einen geografisch diversifizierten Ansatz beizubehalten, der neben Europa und Asien vor dem Hintergrund eines Transaktionsanteils von rund 70 Prozent auch wei- terhin ein signifikantes US-Exposure beinhalten sollte.

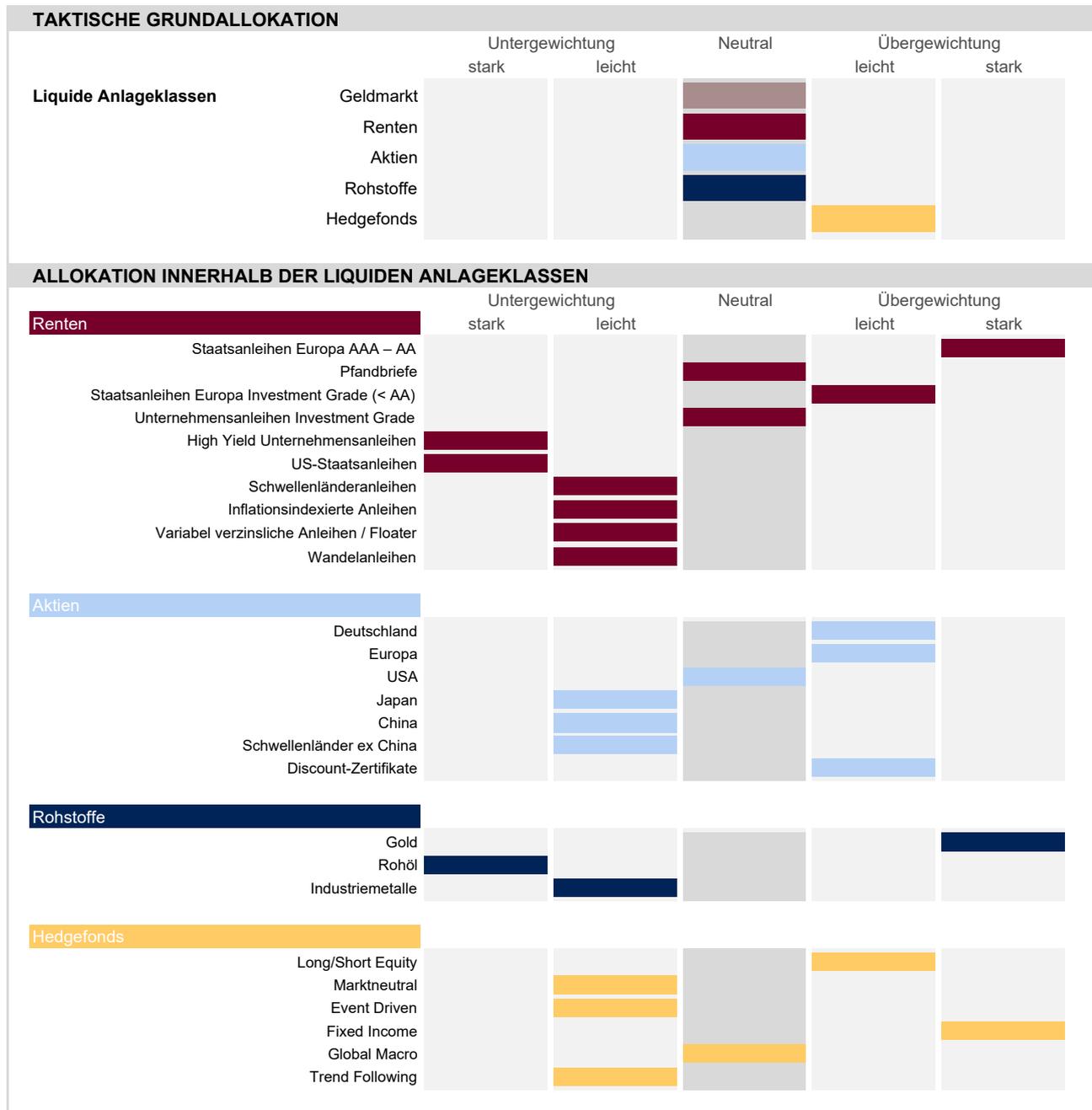
Revision der Jahresprognosen:

Unsere im Jahresausblick 2025 aufgestellten These, die US-Sonderkonjunktur und die damalige weit ver- breitete Zurückhaltung gegenüber Investitionen in Europa würden zu einem Auseinanderlaufen der Be- wertungen dies- und jenseits des Atlantiks führen, ist durch die jüngsten geopolitischen Entwicklungen zwar eingetroffen, jedoch mit umgekehrten Vorzei- chen. Unsere Kernaussage „Europa bleibt attraktiv“ hat sich somit eindrucksvoll bestätigt und die wei- teren im Jahresausblick 2025 vorgestellten Prognosen behalten ihre Gültigkeit.

Maßnahmen:

Im Bereich Private Equity sollte unabhängig von geo- politischen Entwicklungen weiterhin kontinuierlich und geografisch diversifiziert investiert werden.

TAKTISCHE ALLOKATIONSEMPFEHLUNG



IMPRESSUM

Herausgeber

MARCARD, STEIN & CO AG

Autoren

Nils Breckling, Dr. Tariq Chaudhry, Yannick Düring, Thomas R. Fischer, Ralph Groß, Dr. Christoph Kind, Malte Knigge, Thomas Kühl, Dr. Claus Roggatz, Christian Sternberg, Maximilian Völpel

Redaktion und Layout

Dr. Christoph Kind, Susanne Schäfers und Elina Kilimnik

Redaktionsschluss

11. Juni 2025

Urheberrechtshinweis

Dieser Research-Beitrag ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung ohne unsere Zustimmung ist unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des Inhalts in Teilen oder in seiner Gesamtheit.

Haftungsausschluss

Dieser Research-Beitrag enthält unsere aktuelle Einschätzung zum Zeitpunkt der Veröffentlichung. Alle zugrundeliegenden Informationen wurden sorgfältig ermittelt. Wir übernehmen jedoch keine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit der hier geäußerten Inhalte. Sofern steuerliche Fragen hier behandelt werden, sind interessierte Anleger gehalten, sich von einem Steuerberater über die steuerlichen Folgen des Erwerbs, des Haltens und der Veräußerung von Wertpapieren beraten zu lassen. Dieser Beitrag stellt weder ein Verkaufsangebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf von Wertpapieren dar und ersetzt keine aktuelle anleger- und produktbezogene Beratung über den Erwerb von Wertpapieren.

Datenquellen

Soweit nicht anders angegeben: Datastream, Bloomberg, öffentlich zugängliche Datenquellen, eigene Berechnungen

Hinweis zur diskriminierungsfreien Sprache

Aus Gründen der besseren Lesbarkeit wird bei Personenbezeichnungen und bei personenbezogenen Hauptwörtern allein entweder die männliche oder die weibliche Form verwendet. Entsprechende Begriffe gelten im Sinne der Gleichbehandlung grundsätzlich für alle Geschlechter. Personen aller Geschlechter mögen sich bitte gleichermaßen angesprochen fühlen.

MARCARD, STEIN & CO AG · DIE FAMILY OFFICE BANK
Ballindamm 36 · 20095 Hamburg
Telefon +49 40 32099-556 · family_office@marcard.de

www.marcard.de