

Marktbericht 1/2025



HONORIS TREUHAND GMBH

- 2 Editorial
Die Weltwirtschaft im 1. Quartal 2025
- 3 Aktienmärkte weltweit
- 4 Anleihen weltweit
- 5 Devisen
Immobilien
- 6 Rohstoffe
Nachhaltigkeit



Eine Kooperation mit:

Private Banker



Liebe Kundinnen, liebe Kunden,

Im ersten Quartal hinterließ Donald Trump an den Kapitalmärkten bereits tiefe Spuren. Unabhängig vom betrachteten Segment kommt am US-Präsidenten keine Erklärung der Marktbewegungen vorbei. Und das, obwohl er erst seit dem 20. Januar amtiert. Allerdings bewirkten seine Ankündigungen auch schon ohne Amt im Vorjahr Kursanstiege an den US-Börsen. Mit der Amtsübernahme, als den Worten Taten folgten, kehrte sich der Kurstrend in den USA um, während europäische Aktienmärkte weiterhin aufwärts tendieren. In den USA beeinflusste Trump vor allem mit seiner Handelspolitik die Markterwartungen, europäische Staaten und Märkte reagierten zunächst mehr auf seine veränderte Geostrategie, wenn gleich aktuell Trumps Zoll-Politik auch hier das große Thema ist. Das verbindende Element der gegenwärtigen US-Handels- und Geopolitik liegt neben ihrer folgenreichen Neuausrichtung in bilateralen Deals, wie sie Trump versteht und liebt. Daraus resultierende Überraschungen, Irritationen, Unbestimmtheiten, aber auch Berechenbarkeiten, werden uns auf absehbare Zeit erhalten bleiben. Entsprechend gilt es, sich nicht verunsichern zu lassen und klaren Kurs bei der strategischen Ausrichtung des Vermögens zu halten.

Ihr Team der HONORIS Treuhand GmbH



HONORIS TREUHAND GMBH

Weltwirtschaft: Etliche Trump-Effekte

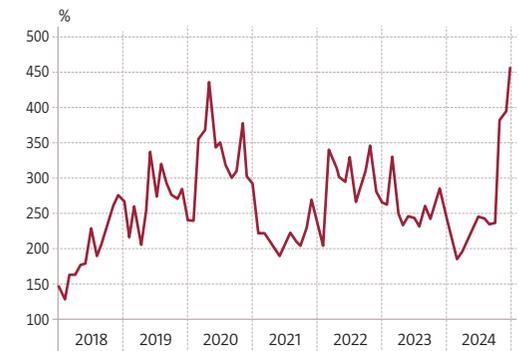
Die Weltwirtschaft und die Finanzmärkte standen im ersten Quartal 2025 unter dem starken Eindruck der seit Januar amtierenden US-Administration. Das dürfte auch in nächster Zukunft kaum anders sein. Konjunkturexperten rechnen damit, dass vor allem die Zollpolitik Trumps das Wirtschaftswachstum in den USA, aber auch in anderen Staaten, abbremsen könnte. Darauf wiesen im ersten Quartal bereits US-Stimmungs-Indizes hin. Auch die Geopolitik der USA ist für die Wirtschaft von großer Bedeutung. In Anbetracht der neuen US-Strategie gegenüber den europäischen Nato-Mitgliedern, der Ukraine und Russland zeigten sich im ersten Quartal europäische Regierungen fest entschlossen, ihre Rüstungsausgaben massiv zu erhöhen. Zusammen mit anderen schuldenfinanzierten staatlichen Investitionsprogrammen sollten davon Wachstumsimpulse ausgehen, von denen auch klassische Industrien profitieren.

Insgesamt sorgte im ersten Quartal der vielfach als schwer berechenbar geltende Politikstil Trumps für erhöhte Unsicherheit in der Wirtschaft. Ein Index hierfür, der „Economic Policy Uncertainty Index“, schnellte bereits im Herbst 2024 nach Trumps Wahlsieg weit nach oben (siehe Grafik). Dennoch veränderte das Kiel Institut für Weltwirtschaft seine Prognose vom letzten Dezember nicht, wonach die Weltwirtschaft 2025 um 3,1 Prozent wachsen wird. Stattdessen wurden die Schätzwerte für die USA nach unten, die für Europa und Japan nach oben korrigiert.

Ein rascher Inflationsrückgang erscheint immer unwahrscheinlicher. Das Preisniveau ist vielerorts tendenziell wieder angestiegen und Beobachter erwarten, dass erhöhte Zölle die Teuerung weiter antreiben. In den G7-Ländern kletterte die Inflationsrate im Januar 2025 auf 3,0 Prozent, nachdem sie im Spätsommer bereits 2,2 Prozent betragen hatte.

Die Geldpolitik verlief in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften in den ersten drei Monaten des Jahres unterschiedlich. Die US-Notenbank Fed senkte in diesem Zeitraum angesichts der Unsicherheit um Zölle und Inflation die Zinsen nicht weiter. Die EZB reduzierte die Leitzinsen zweimal, allerdings mit dem Hinweis, dass der Zins-Boden bald erreicht sein könnte.

Monthly Global Economic Uncertainty Index



Quelle: Economic Policy Uncertainty; CC.BY 4.0, Link: www.policyuncertainty.com



Aktien Welt: Faktor Politik

In der jüngeren Vergangenheit erzielten häufig prominente US-Aktien-Indizes die stärksten Kurszuwächse im Quartal, während europäische Indizes zurückblieben. Doch Ende des ersten Quartals 2025 war es anders herum: Europäische Leitindizes hatten die Nase vorn – der Dax steigerte sich in US-Dollar um 18 Prozent, der Stoxx Europe 600 um 10 Prozent. US-Indizes waren bis Ende des Quartals vielfach ins Minus gerutscht: der Nasdaq 100 relativ weit (-8 %), der Dow Jones weniger stark (-1 %). Dabei hatte zu Jahresbeginn der Kurstrend auf beiden Seiten des Atlantiks noch nach oben gezeigt. Bereits ab Februar und dann vor allem in der ersten Märzhälfte vollzogen jedoch US-Indizes eine deutliche Abwärtsdrift, während europäische Aktien sich seitwärts bewegten oder weiter zulegen. Erst gegen Ende März zeigte sich

dann in den USA und in Europa dank Trumps Zollpolitik wieder eine einheitlichere Bewegung talwärts.

Die Gründe für das Auseinanderdriften kann man wesentlich auf Donald Trump zurückführen. Der US-Aktienmarkt hatte bereits nach der Präsidenten-Wahl im Herbst 2024 Vorschusslorbeeren für die kommende Regierung eingepreist. Das verschaffte US-Aktien einen neuen Höhenflug. Mit dem Amtsantritt der Trump-Administration im Januar und ihrer Wirtschafts-, Handels- und Geopolitik schwand die Euphorie jedoch bald merklich. Sorgen über Zölle und Konjunktur breiteten sich aus, US-Titel gaben daraufhin nach.

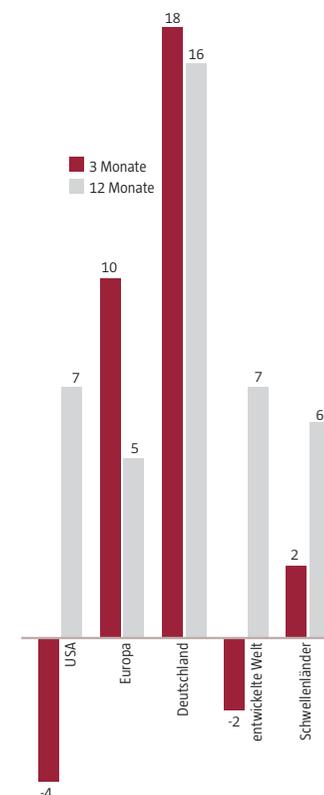
Unter anderem in Reaktion auf Trumps „disruptive“ Europa-Strategie kündigten wichtige europäische Staaten kreditfinanzierte Investitions-

vorhaben an. Dies beflügelte europäische und insbesondere deutsche Aktien auch in der Breite, so dass DAX40, MDAX und SDAX in Quartalsfrist vergleichsweise kräftig zulegen konnten.

In Asien war die Aktienkursentwicklung uneinheitlicher als in Europa. Der japanische Nikkei 225 verlor seit Januar und beendete das Quartal deutlich im Minus (-10 %). Der indische Sensex gab etwas nach. Chinesische Indizes, insbesondere der Hang Seng (18 %), legten hingegen kräftig zu. In Lateinamerika zeigte der Trend in größeren Ländern ebenfalls nach oben: der brasilianische Bovespa oder der mexikanische IPC steigerten sich um 8 Prozent. Das widerspiegelte sich auch im Schwellenländer-Indizes von MSCI, der mit einem Plus von 2 Prozent besser abschnitt als der US-Titel-dominierte MSCI World mit einem Minus von 2 Prozent.

Aktien Welt

Kursveränderung in %





Anleihen Welt: USA – Europa: gegenläufig

Im ersten Quartal 2025 entwickelten sich die Renditen von Staatsanleihen in Europa und den USA unterschiedlich und auch gegenläufig. Während in Europa die Renditen länger laufender Staatsanleihen kräftig anstiegen, sanken sie in den USA spürbar. Die Rendite 10-jähriger USA-Papiere fiel in Quartalsfrist von 4,57 auf 4,21 Prozent. Bei einer Bundesanleihe dieser Laufzeit erhöhte sich die Rendite im 3-Monats-Zeitraum von 2,37 auf 2,73 Prozent. Während in den USA diese Renditen in den beiden ersten Monaten des Jahres sukzessive nachgaben, beschränkte sich der kräftige Renditeanstieg bei Bundesanleihen im Wesentlichen auf die erste Märzwoche. Dieser kurze Zeitraum der abrupten Veränderung erleichtert auch die Identifikation des Grundes. Bis Mittwoch, 5. März, hatten sich CDU und SPD

in Sondierungsgesprächen auf die Lockerung der grundgesetzlich fixierten Schuldenbremse zur Bildung eines sogenannten Sondervermögens geeinigt und dies auch der Öffentlichkeit mitgeteilt. Der Markt erwartete damit nun ein deutlich höheres zukünftiges Angebot deutscher Staatsanleihen. Im Endeffekt ließ das die Renditen nach oben schnellen. An diesem Mittwoch erfuhren die Renditen 10-jähriger Bundesanleihen den stärksten Tagesanstieg seit Jahrzehnten. Von Montag, 3. März, bis Donnerstag, 6. März, kletterte die Rendite der 10-jährigen von 2,44 auf 2,88 Prozent. Auch in anderen europäischen Ländern, etwa in Frankreich oder Italien, stiegen die Renditen 10-jähriger Staatsanleihen in der ersten Märzwoche kräftig an. Während in Europa die Aussicht auf schuldenfinanzierte staatliche

Investitionsprogramme die Renditen in die Höhe trieb, schichteten Anleger in den USA angesichts erhöhter Unsicherheit in als sicher geltende US-Staatsanleihen um: das ließ dort die Renditen fallen.

Indizes von Staatsanleihen der Eurozone verloren im Quartalsverlauf in der Tendenz leicht. Der Solactive Eurozone Government Bond Index TR gab um 1,2 Prozent nach. In den USA ging es in die andere Richtung: der Kurs des S&P U.S. Government Bond Index erhöhte sich um 2,7 Prozent.

Bei Unternehmensanleihen entwickelten sich die Renditen unterschiedlich. Unternehmensanleihen mit gutem Rating waren häufiger gefragt, der Kurs stieg, die Rendite fiel. Im Bereich unterhalb Investment Grade sind die Renditen aufgrund erhöhter Risiken tendenziell gestiegen.

Umlaufrendite Deutschland



Rendite: 10-Jährige Staatsanleihe Deutschland



Rendite: 10-Jährige Staatsanleihe USA



Quelle: Jügerwasi, iStockphoto



Devisen: Der Schuldengaspedal-Impuls

Eine wesentliche Bewegungskraft am Devisenmarkt lässt sich für das erste Quartal gut am Euro und hier zunächst insbesondere in dessen Verhältnis zum US-Dollar aufzeigen. Wie auch beim Renditeanstieg länger laufender deutscher oder europäischer Staatsanleihen kann man sich mit Blick auf den Euro die starke Vereinfachung erlauben, sich auf die erste Märzwoche zu fokussieren. In dieser wurde, um es hier zu kurz wiederholen, bekannt, dass die damals wahrscheinlichste deutsche Regierungskoalition in spe sich darauf geeinigt hat, die Schuldenbremse zu lockern, um massive staatliche Investitionsprogramme aufzulegen. Das führte am Mittwoch, 5. März, zu einer sprunghaften Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar. Im

Zeitraum vom 28. Februar bis 18. März kletterte der Wert des Euro von 1,038 USD auf 1,096 USD, das sind rund fünfzehn Prozent. Am Ende des Quartals war der Euro im Dollar-Verhältnis etwa 4 Prozent stärker als am Anfang. In allen Wechselkursen des Euro bildete sich dieser Schuldengaspedal-Impuls Anfang März ab. Aber von den wichtigsten doch am stärksten im Verhältnis zum US-Dollar, der selber „endogene“ Schwächetendenzen zeigte. Gegenüber dem Schweizer Franken oder dem britischen Pfund wurde der Euro, trotz des erwähnten Impulses, bis Quartalsende nur 1 Prozent stärker; nur gegenüber dem japanischen Yen gab der Euro leicht nach. Der US-Dollar wertete außer im Euro-Verhältnis auch gegenüber dem Yen deutlich ab, etwas schwächer auch

gegenüber dem Schweizer Franken und dem britischen Pfund, im Verhältnis zum chinesischen Renmimbi Yuan indessen kaum. Neben dem Effekt, den die Verschuldungsoffensive für die europäischen Wechselkurs-Verhältnisse des Dollar hatte, belasteten zudem Konjunktursorgen und Trumps erratischer Politikstil in Handels- bzw. Zollfragen den US-Dollar, auch als Unsicherheitsfaktoren.

Euro/ US-Dollar



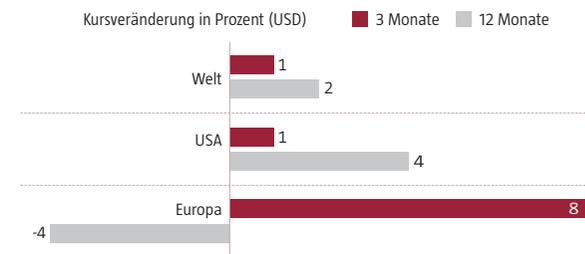
Quelle: Maksym Kapliuk, istockphoto

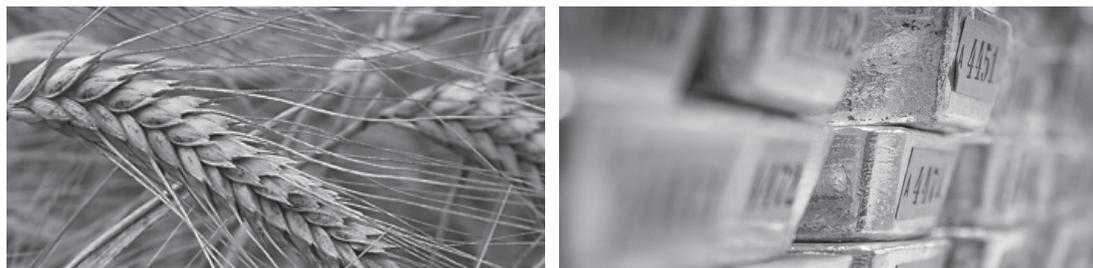
Immobilien: DAX-Sektor verlor kräftig

Globale Immobilien- und REITs-Indizes blieben im ersten Quartal nahezu stabil, über ein Jahr verzeichneten sie leichte Zugewinne im unteren einstelligen Bereich. US-REIT-Indizes veränderten sich in den ersten drei Monaten ebenfalls wenig – über ein Jahr legten sie um die 4 oder 5 Prozent zu. Im Vergleich dazu schnitt das REIT-Segment des Stoxx Europe 600 im ersten Jahresviertel deutlich besser ab: dessen Kurs kletterte um 8 Prozent (in USD) nach oben, er ist aber über ein Jahr im Minus. Deutsche Immobilienaktien schlossen das Quartal indessen mit starken Kursverlusten ab.

Der DAX Subsector Real Estate verlor im Quartal 15 Prozent, da Aktien deutscher Unternehmen wie Vonovia und TAG Immobilien Anfang März einbrachen. Ein Grund: Immobilienkredite haben lange Laufzeiten und orientieren sich an Bundesanleihen mit ebenfalls langen Laufzeiten. Als deren Renditen in der ersten Märzwoche anstiegen, erhöhten sich auch die Bauzinsen deutlich. Das bedeutet höhere Finanzierungskosten und trübte die Erwartungen – was sich in fallenden Kursen der Aktien etlicher deutscher Immobilienunternehmen niederschlug.

Aktien Immobilienwirtschaft





Rohstoffe: Heavy Metal gefragt

Im ersten Quartal legte der Kurs des Rohstoffindex S&P GSCI deutlich zu. Betrachtet man dessen Teilindizes, so ist dieser Anstieg vorwiegend auf die Verteuerung edler und weniger edler Schwermetalle zurückzuführen. Denn die Teil-Indizes für Edel- und für Industriemetalle verzeichneten kräftige Zuwächse. Der Energie- und der Agrar-Rohstoff-Sektor beendeten das Quartal hingegen bei einem Punktestand knapp unter dem Jahresstart. Werfen wir einen Blick auf ausgewählte Rohstoffe und beginnen wir mit den Edelmetallen. Gold setzte im Quartal seinen Aufwärtstrend der letzten Jahre fort und erreichte am 31. März ein Allzeithoch von 3.124 USD, rund 19 Prozent über dem Jahresbeginn. Der aktuelle Aufwärtstrend begann im September 2022; seither ist der Gold-

kurs um 91 Prozent gestiegen, der Silberpreis immerhin um 85 Prozent. Silber verteuerte sich im ersten Quartal um 15 Prozent. Von den typischen Industrie-Edelmetallen erhöhten sich die Preise für Platin, Palladium und kräftig auch für Rhodium, während sich Iridium verbilligte. Im Segment der unedlen Industriemetalle legten die Preise für Kupfer, Nickel, Blei und Zinn im mittleren bis oberen einstelligen Bereich zu. Noch kräftiger verteuerte sich das Leichtmetall Aluminium. Zink verbilligte sich leicht. Die Energiepreise veränderten sich in Quartalsfrist nicht allzu stark. Beim Ölpreis dominierte zuletzt die Erwartung rückläufiger Nachfrage wegen abschwächender Konjunktur. Das Öl-Angebot wurde im Quartal nicht

– wie aus geopolitischen Gründen befürchtet worden war – massiver verknappt. Das Ergebnis war ein sinkender Preistrend seit Februar. Nachdem das Barrel der Sorte Brent bis Februar bis auf 82 US-Dollar gestiegen war, ging es seither im Trend wieder nach unten. Zum Quartalsende zahlte man mit 73 USD etwas weniger als zu Jahresbeginn.

Rohöl Brent



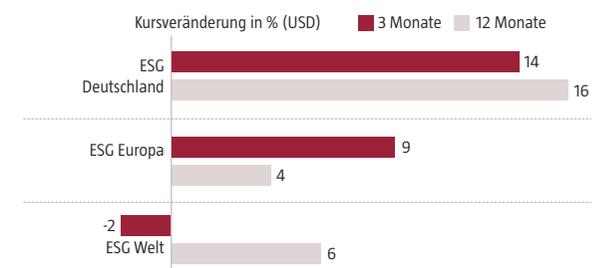
Nachhaltigkeit: ESG- und Finanzkriterien

Die Kursentwicklung wenig ambitionierter ESG-Indizes, die nur Ausschlusskriterien anwenden, weicht meist nur wenig vom nichtnachhaltigen Referenzmarkt ab. So verlor der Stoxx Global 1800 ESG-X im Quartal in USD 2 Prozent (EUR: -7%), das entspricht dem Ergebnis des MSCI World. Der Stoxx Europe 600 ESG-X legte um 9 Prozent (EUR: 4%) zu, das ist gleichfalls nah am Stoxx Europe 600. Der Stoxx Germany Total Market ESG-X steigerte sich in USD um 16 Prozent (EUR: 9%), der Mutterindex sogar um 18 Prozent (EUR: 11%).

Eine interessantere Kombination von ESG- und finanzieller Nachhaltigkeit stellt der STOXX Global ESG Leaders Select 50 EUR Index dar. Er bildet die Performance von Aktien mit geringer Volatilität und hohen Dividenden ab, die im STOXX Global ESG Leaders Index enthalten sind. Dabei werden im Selektionsprozess zuletzt die 50 besten Dividentitel ausgewählt. Der Index steigerte sich im laufenden Jahr bereits um 12 Prozent in Euro.

Der STOXX Europe ESG Leaders Select 30 EUR Index verfährt nach dem gleichen Prinzip. Er verbesserte sich in den ersten drei Monaten des Jahres um 16 Prozent.

Aktien: ESG-Varianten



Quelle: Iuri Garmash iStockphoto