

Marktbericht 2/2025



HONORIS TREUHAND GMBH

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



Eine Kooperation mit:

Private Banker



Liebe Kundinnen, liebe Kunden,

das erste Halbjahr 2025 war an den Kapitalmärkten gewiss nicht langweilig – um es positiv auszudrücken. Das hatte verschiedene Gründe. Einer hieß Donald Trump, der im Stil eines Entertainers die Märkte wiederholt in Aufregung versetzte. Etwa zu Beginn des zweiten Quartals.

Trump hatte offenbar den „April Fools’ Day“, den 1. April, abgewartet, damit seine Botschaft unmissverständlich rüberkam. Am 2. April, den er „Liberation Day“ nannte, reckte er stolz eine Tafel nach oben, auf der Zollsätze für 90 Länder standen und ein 10-prozentiger Basistarif für alle anderen Handelspartner. Nicht alle wollten sich das bieten lassen. Die Wirkung auf die Kurse war massiv. Die Erholung nach vorläufiger Entspannung erfolgte jedoch relativ schnell.

Die Märkte haben sich auf Trump inzwischen besser eingestellt. Dennoch bleibt für das erste Halbjahr festzuhalten: Die Wirtschaftsaussichten für die USA trübten sich ein; der Dollar befand sich im Sinkflug; Aktien in den USA performten seit Jahresbeginn schlechter als in Europa. Wohin USA? Das zweite Halbjahr dürfte jedenfalls „spannend“ bleiben.

Ihr Team der HONORIS Treuhand GmbH

Weltwirtschaft – Ausblick eingetrübt

Der Ausblick auf die Weltwirtschaft im laufenden Jahr hat sich im ersten Halbjahr 2025 etwas eingetrübt. In jüngster Zeit haben etliche Wirtschaftsforschungsinstitute ihre Prognosen für das globale Wachstum 2025 nach unten korrigiert. Ging die OECD in ihrer Dezemberprognose 2024 noch von einem Anstieg der weltweiten Produktion um 3,3 Prozent aus, erwartete sie Anfang Juni nur noch 2,9 Prozent. Am deutlichsten fiel die Korrektur für die USA aus: Dort soll die Wirtschaft 2025 nach neuester OECD-Prognose statt mit 2,4 um 1,6 Prozent wachsen. Offenbar hat die wirtschaftliche Lokomotive der vergangenen Jahre – zumindest unter den führenden Industrienationen – an Zugkraft spürbar verloren. Das dämpft aufgrund der Bedeutung der US-Wirtschaft letztlich auch das globale Wachstum.

Die OECD führt die Abschwächung in ihrem aktuellen Ausblick unter anderem auf bestehende und neue geopolitische Spannungen zurück, vor allem aber auf die Zollpolitik der Trump-Regierung. Die-

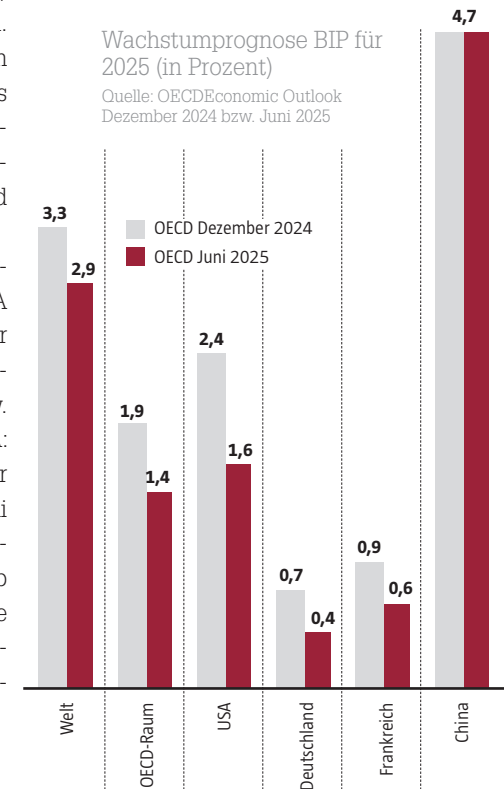
se schuf nicht nur neue Handelsbarrieren, sondern „pumpte“ mit Drohungen und schwer einzuschätzendem Verhalten immer wieder Unsicherheit in den Markt. Auch die Konjunkturoxperten des Kiel Institut für Weltwirtschaft (IfW) teilen die Sicht ihrer OECD-Kollegen. Als positiven Aspekt heben sie in ihrem aktuellen Konjunkturbericht hervor, dass das Wachstum in wichtigen Schwellenländern – insbesondere in Indien – weiterhin robust sei, was sich stabilisierend auf die Weltwirtschaft auswirke.

Die Inflation entwickelte sich in den vergangenen sechs Monaten in den USA und in Europa im Trend nach unten, aber in der Eurozone kam sie dem geldpolitischen 2-Prozent-Ziel etwas näher (bzw. unterschritt es im Mai mit 1,9 %; USA: 2,3 %). Fed-Chef Powell äußerte nach der letzten Notenbanksitzung am 18. Juni zum wiederholten Mal, dass die Zollpolitik Trumps der Teuerung neuen Auftrieb verleihen könnte. Das erklärt auch die unterschiedlichen geldpolitischen Reaktionen beiderseits des Atlantiks: In Euro-

pa senkten viele Notenbanken im ersten Halbjahr die Leitzinsen weiter, wohingegen die Fed bislang auf Zinssenkungen verzichtete.

Wachstumprognose BIP für 2025 (in Prozent)

Quelle: OECD Economic Outlook
Dezember 2024 bzw. Juni 2025





Aktien Welt: Europäische Titel weiterhin gefragt

Im zweiten Quartal legten breite Indizes für entwickelte Märkte sowie Indizes für Schwellenländer jeweils um rund 8 Prozent (in US-Dollar) zu; im Halbjahr waren Emerging Markets mit 14 Prozent gegenüber 8 Prozent deutlich stärker.

Die Kursprofile vieler Leitzindizes waren im zweiten Quartal in wesentlichen Zügen ähnlich: Einem kräftigen Rückschlag folgte ein Aufwärtstrend bis Mitte Mai, der häufig in eine seitwärts oder auch abwärts gerichtete Bewegung bis zum Quartalsende überging. Der starke Einbruch Anfang April war maßgeblich auf den sogenannten „Liberation Day“ zurückzuführen: Donald Trump hielt am 2. April eine Tafel mit neuen Strafzöllen in die Kameras. Kurz darauf verschärfte sich der Handelsstreit vor allem mit China – die

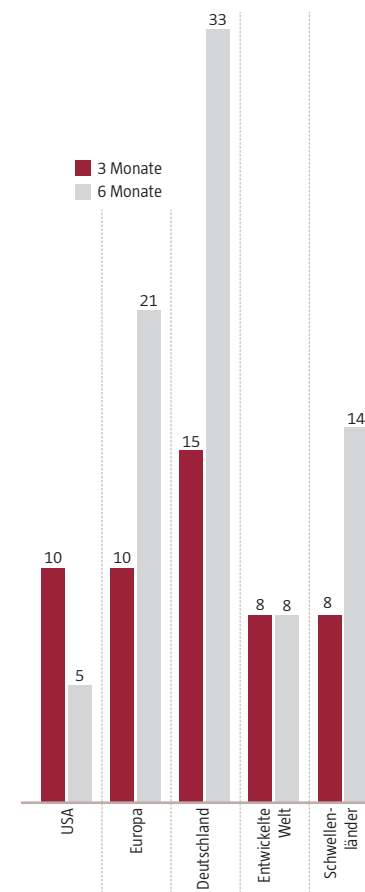
„Drohrhetorik“ mit Zollltarifen wurde allseits schriller. Volatilitäts- bzw. Angstindizes in den USA und Europa stiegen sprunghaft an. Die eskalierende Lage beruhigte sich jedoch bald wieder etwas – die gravierenden Folgen für die Weltwirtschaft wären wohl ein zu hoher Preis gewesen. Die Kurse erholten sich, die Nervosität an den Aktienmärkten ging vorerst zurück.

Wie bereits im ersten Quartal kann der Vergleich prominenter Indizes auch im zweiten Jahresviertel leicht einen falschen Eindruck vermitteln. So legte der S&P 500 im zweiten Quartal 10 Prozent zu, im ersten Halbjahr 5 Prozent, der Dow Jones 5 bzw. -1 Prozent. Der Stoxx Europe 600 gewann in Q2 nur 2 Prozent, im Halbjahr 7 Prozent. Die US-Indizes werden auf USD-Basis, der europäische ist auf Euroba-

sis berechnet. Da sich der US-Dollar seit einem halben Jahr auf Talfahrt befindet (-12% gegenüber dem Euro), verzerrt dieser Vergleich die reale Entwicklung. Ein einheitlicher Währungsmaßstab verhindert dies. Auf Eurobasis legte der S&P 500 im Quartal lediglich um 2 Prozent zu; im laufenden Jahr verlor er sogar 7 Prozent. Auf Dollarbasis steigerte sich der Stoxx Europe 600 seit April um 10 Prozent bzw. seit Januar um 21 Prozent. Europäische und insbesondere deutsche Aktien (Kurs-DAX in USD: 15% in 3 M. bzw. 33% in 6 M.) performten über beide Zeiträume besser als US-amerikanische. Nicht zuletzt deshalb, weil im zweiten Quartal in Europa etliche Nebenwerte-Indizes besser als die Leitindizes abschnitten, wie in Deutschland (MDAX und insbesondere SDAX), Frankreich oder Großbritannien.

Aktien Welt

Kursveränderung in % (US-\$)





Anleihen Welt: Renditedifferenzen USA – Europa

Die Notenbanken weltweit änderten im ersten Halbjahr insgesamt 81-mal ihre Leitzinsen, wobei 78 Prozent dieser Anpassungen Zinssenkungen waren. 2024 lag dieser Anteil noch bei 86 Prozent, was auf eine leicht nachlassende Neigung zu Zinssenkungen hinweist.

Überhaupt keine Neigung dazu verspürte die US-Notenbank, die ihre Zinsspanne im gesamten ersten Halbjahr unverändert bei 4,25 bis 4,50 Prozent beließ. Europäische Zentralbanken gingen dagegen meist einen anderen Weg und senkten die Leitzinsen sowohl im ersten als auch im zweiten Quartal: So reduzierte die EZB die Zinsen im Halbjahr viermal auf 2,00 Prozent (Einlagenzins), die Bank of England zweimal auf 4,25 Prozent und die Schweizer Nationalbank zweimal auf 0 Prozent. Das sind schon bemerkenswerte Leitzinsdifferenzen selbst innerhalb Westeuropas.

Leitzinssenkungen wirken sich stärker auf Anleihen mit kurzer Laufzeit aus. Langlaufende Staatsanleihen spiegeln eher langfristige Erwartungen oder Sorgen wider. Seit 2023 bewegen sich die Renditen zehnjähriger Anleihen in Deutschland und den USA im Trend seitwärts um das aktuelle Niveau – teils mit deutlichen Schwankungen. Bei kurzlaufenden Anleihen fällt die Rendite im Trend, in Deutschland aber stärker als in den USA.

Wie sah die Entwicklung im zweiten Quartal aus? Zehnjährige US-Staatsanleihen starteten in den April mit einer Rendite von 4,16 Prozent – das war in einer fallenden Phase vor dem Hintergrund eskalierender Handelskonflikte. Die 4 Prozent-Marke wurde kurzzeitig unterschritten, danach nicht mehr im Quartal. Ende Juni lag

die Rendite bei 4,23 Prozent – deutlich unter dem Jahresstartwert von 4,57 Prozent.

Die Renditen deutscher Staatsanleihen mit zehnjähriger Laufzeit sanken in den ersten drei Quartalswochen von 2,73 auf bis zu 2,44 Prozent. Nach einer kräftigen Gegenbewegung im Mai rentierten sie Ende Juni mit 2,60 Prozent und damit – anders als in den USA – über dem Jahresstartwert von 2,37 Prozent.

Renditen von Unternehmensanleihen in den USA und im Euroraum stiegen bis Mitte April kräftiger, danach fielen sie im Trend. Eine typische Rendite für Investment Grade liegt in den USA vielleicht bei 5, im Euroraum bei 3 Prozent. Im High-Yield-Segment sind US-Renditen mit geschätzt 7 Prozent gleichfalls rund zwei Prozentpunkte höher als europäische.

Umlaufrendite Deutschland



Rendite: 10-Jährige Staatsanleihe Deutschland



Rendite: 10-Jährige Staatsanleihe USA



Quelle: Jgervasi, istockphoto



Devisen: Der Dollar rollte – talwärts

Ende des zweitens Quartals war der US-Dollar 0,85 Euro wert. So günstig war dieser Wechselkurs für Euro-Besitzer zuletzt im September 2021. Am Jahresbeginn waren noch 0,97 Euro aufzuwenden. Damit hat der Dollar im ersten Halbjahr 2025 gegenüber dem Euro um 12 Prozent abgewertet. Der Greenback verlor im zweiten Jahresviertel mit 8 Prozent gegenüber dem Euro noch mehr als im ersten Quartal. Das lag aber weniger an einer Euro-Stärke als vielmehr an einer generellen Schwäche des US-Dollar, der auch gegenüber anderen wichtigen Währungen der Welt im ersten Halbjahr kräftig abwertete: Gegenüber dem Britischen Pfund (im Quartal um 6 Prozent/ im Halbjahr um 9 Prozent), dem Schweizer Franken (fast 10% / 12%) oder dem japa-

nischen Yen (4% / 9%). Eine Ausnahme stellt der chinesische Renminbi Yuan dar, gegenüber dem der Dollar nur wenig verlor (1% / 2%). Diese geringe Abwertung ist Ergebnis vor allem davon, dass China versucht, den Wechselkurs gegenüber dem USD möglichst stabil zu halten.

Was bewirkte die massive Abwertung des US-Dollar? Beobachter nennen eine Vielzahl von Gründen, die über verschiedene Wirkungskanäle im ersten Halbjahr zu einer Schwächung beitrugen. Dazu zählen: fortgesetzte Handelsstreitigkeiten und Unsicherheiten über künftige Zölle; Gefahren für die politische Unabhängigkeit der Fed; steigendes US-Haushaltsdefizit; abnehmender US-Wachstumsvorsprung; Zweifel an Sichere-Hafen-Funktion des Dollar; zuletzt auch

Erwartungen einer früheren Zinssenkung als bisher gedacht.

Angesichts dessen verblassten die anderen Wechselkursveränderungen, die viel geringer waren und im Rahmen der Gewohnten lagen. Der Euro ist nach einem halben Jahr im Verhältnis zum Schweizer Franken kaum verändert; gegenüber dem britischen Pfund und dem japanischen Yen verlor der Euro über 3 Prozent.

US-Dollar/Euro

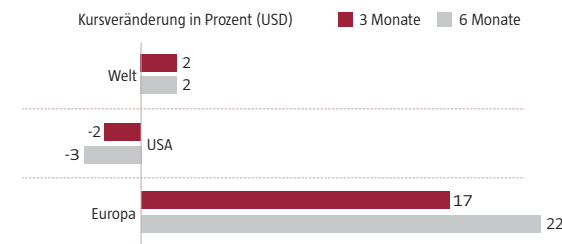


Immobilien: Optimismus in Deutschland

Die Stimmung in der deutschen Immobilienbranche hat sich deutlich verbessert. Das ist jedenfalls das Ergebnis der Sommerbefragung zum ZIA-IW-Immobilien-Stimmungsindex. Der Optimismus war in allen abgefragten Punkten wiedergekehrt, u.a. im Hinblick auf die Geschäftslage und den Immobilienklima-Index. Die befragten Immobilienexperten erhöhten ihre Erwartungen für alle Segmente der Branche. Hintergrund sind vor allem die verbesserten Rahmenbedingungen durch die Politik und günstigere Finanzierungskosten, was insbesondere im Wohnungsbau Hoffnungen nährt.

Aufwärts zeigten im zweiten Quartal auch die Aktienkurse europäischer Immobilien-Unternehmen. Einschlägige Indizes für dieses Segment legten im zweiten Quartal deutlich zu, in USD je nach Index deutlich in zweitstelliger Höhe. Das galt auch für Aktien der Immobilienwirtschaft in Deutschland. Anders war es in den USA: dort performanten REIT-Aktien im zweiten Quartal wie auch im ersten Halbjahr leicht negativ. Globale Indizes zeigten Zuwächse, aber überwiegend im unteren einstelligen Bereich – sowohl über 3 wie auch über 6 Monate.

Aktien REITs



Quelle: Maksym Kaplun, istockphoto



Rohstoffe: Turbulenzen neutralisieren sich

Der Rohstoffindex S&P GSCI lag über drei Monate leicht im Minus, über sechs Monate fast wieder am Ausgangswert. Dazwischen und in manchen Teil-Indizes ging es weit turbulenter her.

Öl der Sorte Brent verbilligte sich im zweiten Quartal um fast 10 Prozent. Dies erfolgte über den Weg teils kräftiger Ausschläge nach oben, in denen sich politische, militärische und ökonomische Impulse widerspiegeln. Der erste Einbruch erfolgte Anfang April, als der eskalierende Zollkonflikt die Märkte verunsicherte: Der Ölpreis fiel binnen weniger Tage von 74 auf 61 USD. Ein weiterer Ausschlag war der Preisanstieg um den 20. Juni herum, als sich der Konflikt um iranische Atomanlagen militärisch zuspitzte. Das Fass Brent verteuerte sich infolge-

dessen in der Spitze auf bis zu 86 USD, danach fiel der Preis jedoch wieder auf rund 66 USD zurück. Erdgas reagierte auf diese Ereignisse ebenfalls, teils aber gegenläufig und stärker (im April), teils schwächer (im Juni). Der GSCI-Teilindex für Erdgas verlor im Quartal rund 9 Prozent.

Der Goldpreis legte per saldo um knapp 6 Prozent zu. Nach anfänglichen leichten Verlusten im April und nachfolgendem Anstieg reagierte er weder im April noch im Juni mit kräftigen Ausschlägen auf die genannten Ereignisse. Gold wirkte vielmehr stabilisierend. Silber verteuerte sich im abgelaufenen Quartal mit 8 Prozent stärker als Gold – aber auch bei höherer Volatilität. Noch dynamischer kletterte mit 34 Prozent der Platinpreis nach oben.

Der GSCI-Teilindex für Industrieme-

talle stieg im Quartal leicht, jedoch ohne nennenswerte Schwankungen. Die Preise für Aluminium und Kupfer erhöhten sich, die für Nickel, Zinn und Zink sanken.

Der GSCI-Index für Agrarrohstoffe büßte im Quartal 5 Prozent ein. Weizen, Mais, Zucker und Palmöl verbilligten sich, während Rind- und Schweinefleisch sowie Sojabohnenöl teurer wurden.

Rohöl Brent

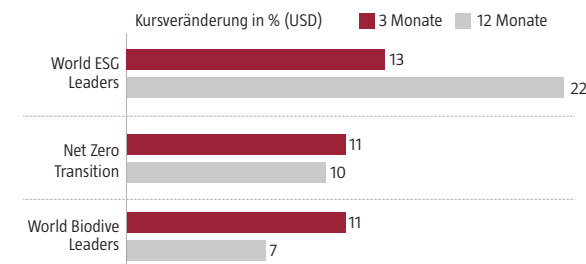


Nachhaltigkeit: ESG-Aktien teils stärker

Die zunehmende Differenzierung von Nachhaltigkeitszielen führt zu einer wachsenden Zahl von ESG-Indizes, die jedoch teils größere Schnittmengen bilden. Im Folgenden betrachten wir drei Aktienindizes für führende Unternehmen in unterschiedlichen ESG-Disziplinen. Im Stoxx Global ESG Leaders werden nach einem Bottom-Up-Verfahren Unternehmen selektiert, die sich über ESG-Filter und Einzel-ESG-Bewertung qualifizieren konnten: Die Auswahl von über 400 Konstituenten sorgt für eine relativ breite Aufstellung. In den vergangenen drei Monaten steigerte sich dieser Index um rund 13 Prozent (in USD). Das war mehr, als der zugrundeliegende Global 1800 (+11%) erzielte. Auch über sechs Monate war der ESG-Index mit 22 Prozent Steigerung besser als der Weltindex (+9%). Allerdings ist der YTD-Zuwachs in Euro mit 7 Prozent bescheidener (-5%) als in USD.

Die selektiveren ISS Stoxx World AC Biodiversity Leaders und ISS Stoxx Net Zero Transition Leaders legten beide im Quartal rund 11 Prozent (in USD) zu. Über das Halbjahr war das Thema Biodiversität mit 7 Prozent aber performanceschwächer als Netto-Null mit 10 Prozent.

Aktien: ESG-Varianten



Quelle: Iuri Garmash istockphoto