

Marktbericht 3/2025



HONORIS TREUHAND GMBH

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



Eine Kooperation mit:

Private Banker



Liebe Kundinnen, liebe Kunden,

nach einem turbulenten ersten Halbjahr 2025 verlief das dritte Quartal in etwas ruhigeren Bahnen. Ein Grund: Die Märkte scheinen sich an Trump gewöhnt zu haben.

US-Aktien legten in der Breite wieder kräftiger zu als europäische, nachdem im Vorquartal noch die europäischen Märkte besser performt hatten. Insbesondere künstliche Intelligenz war ein kräftiger Kurstreiber.

An den Devisenmärkten hielten sich die meisten Wechselkursschwankungen in Grenzen, der US-Dollar hat sich im Quartal gefangen. Im Fokus an den Anleihemärkten standen u.a. die hohe US-Staatsverschuldung und die geldpolitische Wende der Fed: Die US-Notenbank beschloss im September die erste Leitzinssenkung seit neun Monaten. Die Einführung der neuen US-Zolltarife reduzierte zwar einschlägige Ungewissheiten, aber zum Preis der annähernden Gewissheit, dass sie in nächster Zukunft unumkehrbar hoch bleiben werden – mit entsprechenden Negativfolgen für Inflation und Wachstum. Der anhaltende und fast unbeirrte Anstieg des Goldpreises deutet darauf hin, dass das Sicherheitsbedürfnis am Markt nach wie vor hoch ist.

Ihr Team der HONORIS Treuhand GmbH



HONORIS TREUHAND GMBH

Weltwirtschaft – Rückblick besser als Ausblick

Die OECD konstatierte Ende September in ihrem „Economic Outlook“ für die erste Jahreshälfte ein robusteres globales Wachstum als erwartet. Gründe seien insbesondere dynamisch wachsende Schwellenländer, aber auch Vorzieheffekte in den USA in Erwartung höherer Zölle sowie umfangreiche KI-Investitionen. Seit Mai 2025 erfolgte Zollerhöhungen der Trump-Administration im Verhältnis zu fast allen anderen Ländern ließen nach OECD-Angaben den effektiven US-Zollsatz bis Ende August auf 19,5 Prozent und damit den höchsten Stand seit 1933 anwachsen. Die Ökonomen des Kiel Instituts für Weltwirtschaft rechnen in ihrem jüngsten Bericht zur Weltkonjunktur im Einklang mit den meisten Konjunkturexperten damit, dass sich die US-Zollpolitik auf Preise, Konsum, Arbeitsmärkte und Wachstum erst im Laufe der nächsten Zeit auswirken wird. Für die USA erwartet die OECD daher einen Rückgang des bereits schwachen Wachstums von 1,8 (2025) auf noch schwächere 1,5 (2026)

Prozent, für die Eurozone von 1,2 auf 1,0 Prozent und für die Weltwirtschaft von 3,2 auf 2,9 Prozent.

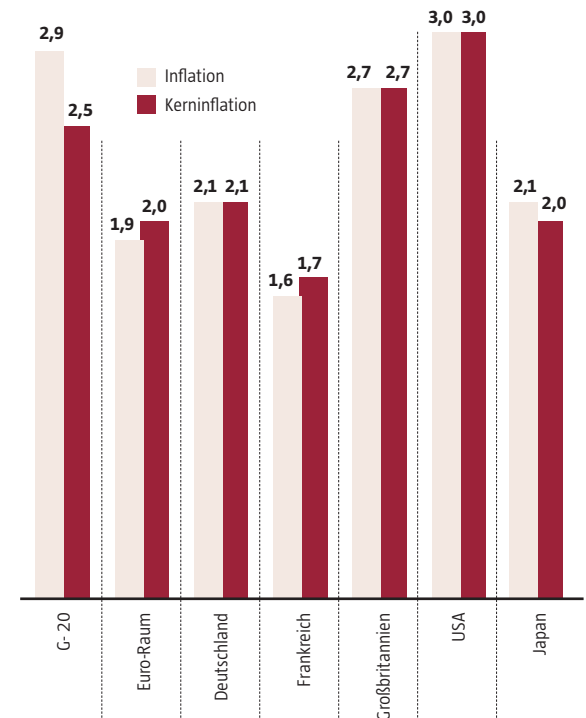
Der Rückgang der Inflation stoppte zuletzt in vielen Ländern – aber auf unterschiedlichem Niveau. In der Eurozone lag die Inflationsrate von Juni bis August konstant bei der Zielrate von 2,0 Prozent. Die US-Inflation ist sogar von 2,7 (Juni, Juli) auf 2,9 Prozent (August) angestiegen. Die Kerninflation – d. h. die Inflation ohne Nahrungs- und Energiepreise – liegt überwiegend nahe der breiten Inflation. Der Hauptgrund ist, dass die Energiepreise im Trend – bei Schwankungen – in den letzten Monaten eher nachgegeben haben.

Trotz inflationärer Gefahr hat die US-Notenbank im abgelaufenen Quartal – am 18. September – erstmals in diesem Jahr den Leitzinskorridor gesenkt. Mit 0,25 Prozentpunkten wählte sie jedoch den kleineren der Standardzinsschritte. Fed-Chef Powell begründete die Leitzinssenkung mit schwachen Arbeitsmarktdaten. Demgegenüber rührte die EZB angesichts der Inflationsdaten die

Zinsschraube im dritten Quartal nicht mehr an, nachdem sie im ersten Halbjahr bereits vier Zinssenkungen durchgeführt hatte.

OECD Herbstprognose: Inflationsraten 2026

Quelle: OECD Economic Outlook September 2025





Aktien Welt: US-Aktien holen auf

Das dritte Quartal brachte eine Erleichterung für den Vergleich der wichtigsten Aktienindizes, wie wir gleich zu Beginn hervorheben möchten: Es macht kaum einen Unterschied, ob man prozentuale Kursveränderungen in US-Dollar oder in Euro misst. Denn der Wechselkurs des US-Dollars zum Euro (und zu anderen Währungen) veränderte sich im Verlauf des dritten Quartals nur geringfügig. Das war im ersten Halbjahr, als der Dollar deutlich an Wert verlor, noch anders – bei Performance-Angaben seit Jahresbeginn ist dies zu berücksichtigen. Welche Trends prägten den Zeitraum von Juli bis September? Schwellenländer-Indizes legten etwas kräftiger zu (nahe 10 Prozent) als globale Indizes der entwickelten Länder. Auch seit Jahresbeginn lagen Emerging Markets mit höheren einstelligen Zuwächsen vorn, wäh-

rend die etablierten Märkte nur schwach im Plus notierten. Innerhalb dieser Gruppe schnitten die US-Aktienindizes mit Steigerungen im mittleren bis oberen einstelligen Bereich (Dow Jones: 5%; S&P 500: 7%) besser ab als die meisten europäischen Indizes. Im Vorquartal war es noch umgekehrt. Kräftige Anstiege bei US-Nebenwerteindizes (z. B. Russell 2000) zeigen zudem, dass der Kursauftrieb in den USA in der Breite erfolgte. Seit Jahresbeginn liegen US-Indizes in Euro gerechnet jedoch kaum über null oder sogar leicht darunter. Das ist vor allem auf die massiven Kursverluste zwischen Februar und April zurückzuführen, denn seither zeigte der Trend nach oben.

In Europa fielen die Zuwächse im dritten Quartal eher moderat aus: Der Stoxx Europe 600 leg-

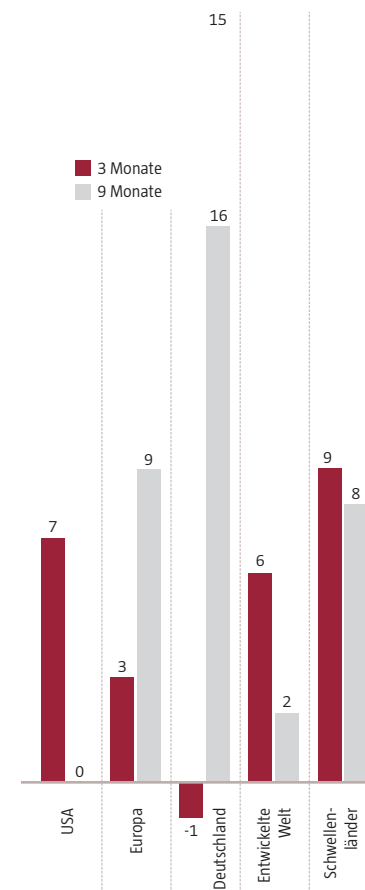
te knapp 3 Prozent zu, der Euro Stoxx 50 um 4 Prozent. Ähnlich entwickelte sich der französische Leitindex, während der deutsche minimal verlor. Auch die Nebenwerte-Kursindizes des DAX-Universums bewegten sich seitwärts oder verzeichneten im Quartal Rückgänge im unteren einstelligen Bereich. Im laufenden Jahr liegen diese Aktienindizes jedoch deutlich im Plus, mit Zuwächsen von 16 Prozent (DAX 40 Kurs) oder sogar noch höher (SDAX 19%).

In Japan gewann der Nikkei (in Landeswährung) im dritten Quartal mehr als 10 Prozent und seit Jahresbeginn 13 Prozent hinzu.

Wichtige Schwellenländer-Indizes verzeichneten ebenfalls deutliche Quartalszuwächse: So der chinesische Hang Seng mit 12 Prozent, der koreanische KOSPI mit 11 Prozent oder der brasilianische Bovespa mit 6 Prozent.

Aktien Welt

Leitindizes Veränderung in % (€)





Anleihen Welt: US-Zinssenkung – Arbeitsmarkt oder Trump?

Die EZB ist primär der Geldwertstabilität verpflichtet, nur sekundär dem Wachstum. Anders die US-Notenbank: Die Fed hat mandatsgemäß gleichrangig auf den Geldwert und auf Beschäftigung zu achten. Diese doppelte Vorgabe führt derzeit zu einem Zielkonflikt. Inflation bekämpfen Notenbanken lehrbuchgemäß mit Leitzinserhöhungen. Eine schwache Lage am Arbeitsmarkt gegebenenfalls mit Leitzinssenkungen. In den USA besteht einerseits die Befürchtung, dass die Inflation zollbedingt wieder anzieht. Deshalb zögerte die Fed so lange mit einer Zinssenkung. Andererseits zeigte der US-Arbeitsmarkt zunehmend Schwächetendenzen. Mit diesen hat Fed-Chef Powell die am 18. September erfolgte Leitzinssenkung um 0,25 Prozentpunkte begründet. Die Fed gewichtete also das gefährdete Beschäftigungsziel stärker als das ge-

fährdete Inflationsziel. Inwiefern sich der massive Druck Donald Trumps ebenfalls auswirkte, bleibt spekulativ. Der Leitzinskorridor liegt nun bei 4,00 bis 4,25 Prozent.

Der Leitzins der EZB liegt mit 2,0 Prozent (sogenannte Einlagenfazilität) weit tiefer und blieb im dritten Quartal vor dem Hintergrund einer 2-Prozent-Inflation unverändert.

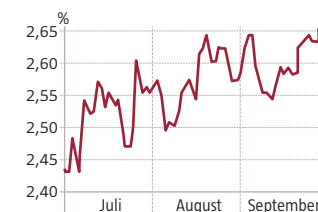
In den USA führten die Erwartungen einer Leitzinssenkung seit Juli zu fallenden Renditen, insbesondere bei Kurzläufern. Eine 1-jährige US-Staatsanleihe rentierte Ende Juni mit 4,12 Prozent, Ende September mit 3,64 Prozent, was einem Rückgang von 12 Prozent entspricht (Jahresbeginn: 4,25%). Im längeren Laufzeitbereich war der Renditerückgang mit knapp 2 Prozent deutlich schwächer: 10-jährige US-Staatsanleihen rentierten Ende Sep-

tember mit 4,15 Prozent (Jahresbeginn: 4,57%). In Deutschland bewegten sich die Renditen im Quartal gegenläufig zu den USA: Sie stiegen. Bei einer 1-jährigen Bundesanleihe von 1,74 auf 1,95 Prozent, am Jahresbeginn rentierte sie allerdings mit 2,27 Prozent höher. Die Rendite einer 10-jährigen Bundesanleihe kletterte von 2,59 auf 2,71 Prozent (Jahresanfang: 2,37 Prozent).

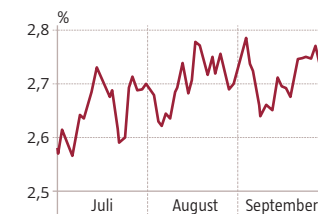
Im Quartal büßten Unternehmensanleihen in den USA weiter an Rendite ein, der Renditeaufschlag gegenüber Staatsanleihen (Spread) der USA hat sich zudem reduziert.

In der Eurozone ist die Rendite der Anleihen von Unternehmen des Euro Stoxx 50 grob unverändert geblieben, im Hochzinzbereich dürfte sie etwas nachgegeben haben, wobei sich auch hier die Spreads verringerten.

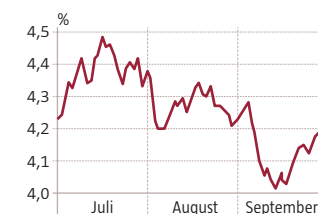
Umlaufrendite Deutschland



Rendite: 10-Jährige Staatsanleihe Deutschland



Rendite: 10-Jährige Staatsanleihe USA



Quelle: Jürgens, istockphoto



Devisen: US-Dollar stabilisierte sich

Im dritten Quartal 2025 zeigten sich die globalen Devisenmärkte deutlich ausgeglichener als im ersten Halbjahr. Dieses stand im Zeichen der massiven Abwertung des US-Dollars gegenüber einer Vielzahl von Währungen. Im dritten Quartal stabilisierte sich der US-Dollar, die Kursveränderungen gegenüber anderen Hauptwährungen blieben im unteren einstelligen Bereich.

Betrachten wir das Quartal etwas eingehender aus der Euro-Perspektive: Ende Juni war der Euro 1,179 USD wert, Ende September 1,173 USD. Der Euro wurde also in Quartalsfrist gegenüber dem Greenback leicht um etwa 0,4 Prozent schwächer. Im Zeitraum dazwischen waren kräftigere Ausschläge zu beobachten, so etwa Ende Juli, als der Euro gegenüber

dem Dollar rasch auf 1,14 zurückfiel. Beobachter werteten dies als Reaktion auf ein Überschießen der Bewertung des Euro. Die Schnellkorrektur wurde durch den US-EU-Deal ausgelöst, den man am Markt mehrheitlich als nachteilig für die EU bewertete. Allerdings erholte sich der Euro schnell wieder und der Wechselkurs stabilisierte sich um 1,17 USD. Dennoch hat der Euro auch noch Ende des dritten Quartals seit Januar gegenüber dem US-Dollar über 13 Prozent an Wert gewonnen. Das Wechselkursverhältnis des Euro zum Schweizer Franken änderte sich in Quartalsfrist so gut wie nicht. Auch seit Jahresanfang ist der Euro gegenüber dem Franken Ende September nur minimal schwächer gewesen. Im Verhältnis zum britischen Pfund wertete der Euro in den letzten drei

Monaten um nicht ganz 2 Prozent auf, über 9 Monate um nicht ganz 6 Prozent. Nur geringfügig größer waren in den beiden genannten Zeiträumen die Zugewinne gegenüber dem japanischen Yen. Gegenüber der türkischen Lira wertete der Euro seit Jahresbeginn um 33 Prozent auf, dieser Wert schrumpfte jedoch bei gleichem Vorzeichen im dritten Quartal auf 4 Prozent.

US-Dollar/Euro



Quelle: Maksym Kaplun, istockphoto

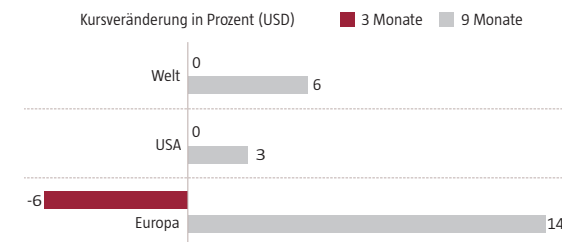
Immobilien: Wankelmütige Stimmung

Aktien von Immobilienunternehmen gehörten im abgelaufenen Quartal zu den unterdurchschnittlich performenden Sektoren in Europa und in den USA. Im laufenden Jahr sind zwar europäische und asiatische Immobilienindizes mit Steigerungsraten um die 15 Prozent (in USD) besser als US-Indizes, die sich meist im unteren bis mittleren einstelligen Bereich bewegen, im Quartal war es jedoch umgekehrt.

Der Immobilien-Teilindex des S&P 500 ist im dritten Quartal letztlich auf der Stelle getreten. Der Real Estate-Index des Europe 600 verlor indessen (in USD) fast 6 Prozent. Auch im DAX-Subsektor für Real Estate ging es um über 9 Prozent nach unten. Damit war die Kursperformance von Aktien deutscher Immobiliengesellschaften deutlich schlechter als im Vorquartal.

Dazu passt die aktuelle Stimmungslage unter Entscheidern in der deutschen Immobilienwirtschaft. Dass Stimmungen flüchtig sind, ist eine Binsenweisheit, die aber der aktuelle ZIA-IW-Immobilien-Stimmungsindex bestätigt: Die überraschend optimistische Einschätzung aus dem zweiten Quartal ist im dritten Quartal wieder in Pessimismus umgeschlagen.

Aktien REITs





Rohstoffe: Edelmetalle weiter verteuert

Im dritten Quartal bewegte sich der breite Rohstoffindex S&P GSCI wie bereits im zweiten Quartal seitwärts. Das gilt auch für das laufende Jahr, denn der Kurs lag Ende September fast am Jahresstartwert, wobei der Index im ersten Halbjahr stärker schwankte als im 3. Quartal. Das lag auch daran, dass die Preise im fossilen Energiesektor nicht mehr so kräftig ausschlugen. Industriemetalle legten im Trend moderat zu; Agrarrohstoffe gaben im Mittel leicht ab; nur Edelmetalle verteuerten sich im Quartal kräftig.

Ein Fass der Nordsee-Ölsorte Brent kostete Ende Juni ein wenig über 66,6 US-Dollar, Ende September waren es 66,1 USD. Die Preisschwankungen bewegten sich im Takt der einschlägigen politischen Schlagzei-

len zwischen 73 und 65 US-Dollar. Im unedlen Industriemetalle-Segment stiegen die Preise für Zinn, Zink, Kupfer und Aluminium deutlicher, ein wenig auch bei Nickel; billiger wurde Blei.

Die stärksten Preissteigerungen waren weiterhin im Bereich der Edelmetalle zu beobachten. Palladium verteuerte sich im Quartal um 14 Prozent, Platin um 16 Prozent. Platin hat damit seinen Aufwärtstrend aus den Vorquartalen fortgesetzt, seit Jahresbeginn hat das Industrieedelmetall bereits um 77 Prozent zugelegt. Damit rückte Platin auch stärker in den Fokus jenseits der Fachöffentlichkeit, die für den Anstieg des Platinspreises verschiedene Erklärungen anbietet: Ausweichbewegung aus dem teuren Gold; erhöhte Nachfrage

aus Auto-, Elektrolyse- und Wasserstoffindustrie; verknapptes Angebot aufgrund von Förderproblemen; oder auch spekulative Erwägungen. Silber verteuerte sich zwischen Ende Juni und Ende September um fast 30 Prozent, seit Jahresanfang ist der Preis um 62 Prozent angestiegen. Der Goldpreis kletterte im abgelaufenen Quartal um 15 Prozent nach oben, im laufenden Jahr um rund 46 Prozent.

Rohöl Brent

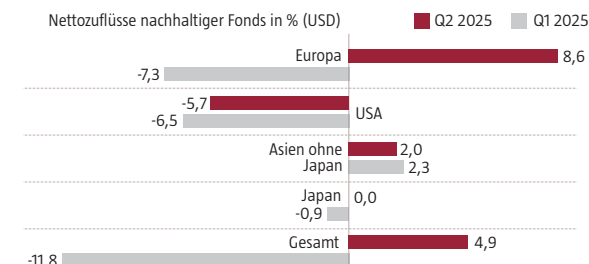


Nachhaltigkeit: ESG-Fonds in Europa erholt

Politische Unsicherheiten und wachsende Skepsis gegenüber ESG-Investitionen führten im ersten Quartal 2025 laut Berechnungen von Morningstar zu Nettoabflüssen bei globalen nachhaltigen Fonds von 11,8 Milliarden US-Dollar, 7,3 Mrd. flossen in Europa und 6,5 Mrd. in den USA ab. Dies war der stärkste Rückgang seit Beginn der Aufzeichnungen und der erste für den europäischen Markt seit 2018. Im zweiten Quartal 2025 drehte sich der Trend: Den ESG-Fonds flossen netto 4,9 Milliarden US-Dollar zu, der Großteil davon in Europa, dem weltweit größten Nachhaltigkeitsmarkt. In den USA hielt hingegen der Nettoabfluss-Trend im zweiten Quartal an – bereits zum zehnten Mal in Folge. Dennoch schnitten laut Morningstar nachhaltige Fonds im ersten Jahresviertel besser ab als vergleichbare Fonds ohne ESG-Filter.

Die ESG-Experten von Morgan Stanley errechneten auf Grundlage von Morningstar-Daten, dass nachhaltige Fonds – nach einem schwächeren zweiten Halbjahr 2024 – in der ersten Hälfte 2025 mit einer Medianrendite von 12,5 Prozent besser abschnitten als herkömmliche Fonds mit 9,2 Prozent.

ESG-Fonds



Quelle: Iuri Garmash istockphoto