



ELLWANGER.GEIGER

PRIVATBANKHAUS SEIT 1912

Kapital & Märkte

US-ADMINISTRATION BELASTET WELTKONJUNKTUR

Fast ein halbes Jahr nach der Einführung der US-Zölle bleiben die befürchteten negativen Folgen bislang aus. Trotz Zollniveaus wie zuletzt in den 1930er-Jahren zeigen sich kaum inflations-treibende Effekte. Die US-Wirtschaft übertraf im zweiten Quartal mit einem Wachstum von annualisierten 3,8% sogar alle Erwartungen.

Rückabwicklung der Globalisierung

Schon in seiner ersten Amtszeit gefiel sich der US-Präsident in der Rolle des Disruptors. Aktuell scheint er seine Macht dazu nutzen zu wollen, der Welt nachhaltig seinen Stempel aufzudrücken. Seine Agenda, einzig die Interessen der USA in den Mittelpunkt zu rücken, droht international mittel- bis langfristig viel Porzellan zu zerschlagen. Aus Sicht vieler Ökonomen gefährdet die US-Administration mit ihren wirtschaftlich nachteiligen Entscheidungen tragende Säulen des internationalen Wirtschaftssystems, der internationalen Zusammenarbeit und des in der Vergangenheit erworbenen Wohlstands. Im Fokus steht auch der Ausgleich der negativen Handelsbilanz. Ein schwacher Dollar kann dabei helfen. Deshalb versucht die Administration zunehmend, Einfluss auf die Zinspolitik der

US-Zentralbank Fed zu nehmen. Über niedrige Zinsen soll zum einen die Konjunktur angefeuert werden und zum anderen die Nachfrage nach USD reduziert werden. In Verbindung mit einer ausufernden Staatsverschuldung – die Marke von 37 Billionen USD ist mittlerweile gerissen – beginnt allerdings die Bonität der USA zu erodieren. In der Folge ergibt sich dadurch eine Gefährdung für den Status des US-Dollars als Weltleitwährung und die Fähigkeit, den exorbitanten Schuldenberg durch internationales Kapital zu finanzieren. Der Handelskonflikt mit China und den damit verbundenen Versorgungsschwierigkeiten mit z.B. seltenen Erden bzw. Rohstoffen sorgt für eine zunehmende Rückbesinnung auf nationale Wirtschaftsräume und ein Zurückfahren internationaler Arbeitsteilung und Zusammenarbeit.

Noch bleibt eine Rezession aus

Weltweit lassen konjunkturelle Frühindikatoren (wie z.B. die Einkaufsmanagerindizes) leichtes Wachstum erwarten. Gestützt durch den privaten Konsum wuchs die USA im zweiten Quartal stark. Europa arbeitet sich langsam aus dem Konjunkturtal heraus. Während die Regierungs- und Verschuldungskrise in Frankreich

belastet, überzeugen die südeuropäischen Staaten mit robusten Wachstumsraten. Deutschland treibt die Hoffnung, dass die hohen fiskalischen Investitionen in den nächsten Jahren ihre volle Wirkung entfalten. Im asiatischen Raum bekommt China seine Wachstumsschwäche weiterhin nicht in den Griff. Zwar ist das Wachstum mit über 4% vergleichsweise hoch, im historischen Vergleich aber eher niedrig.

Während die europäische Zentralbank am Ende ihres Zinssenkungszyklus angekommen sein dürfte, erwarten die Marktteilnehmer von der US-Zentralbank Fed weitere Leitzinssenkungen. Es bleibt abzuwarten, ob eine expansivere Geldpolitik die negativen Auswirkungen einer wirtschaftsfeindlichen US-Handelspolitik abfedern wird.

**ABONNIEREN SIE
KAPITAL & MÄRKTE**

WWW.PRIVATBANK.DE/NEWS



AKTIEN – VERSÖHNLICHES QUARTAL

Unsicherheiten durch den von den USA entfachten Handelskrieg und die nach wie vor ungelösten Eskalationen in den globalen Krisenherden bestimmten die Aktienmärkte auch im dritten Quartal. Die Wiederaufnahme des Leitzinsenkungszyklus der US-Zentralbank in Verbindung mit überraschend guten Konjunkturdaten sorgte für etwas Beruhigung. Die schwache USD-Entwicklung belastet die Performance für Euro-Investoren jedoch weiter.

April-Schock ausgeglichen

Die internationalen Aktienmärkte gleichen die starken Kurseinbrüche im April durch eine stetige und schwankungsarme Kursentwicklung weitgehend aus. Negative Wertentwicklungen ergeben sich für Euro-Investoren insbesondere bei US-Investments durch den massiven Rückgang des US-Dollar Wechselkurses. Besonders erfreulich entwickelten sich Schwellenländer-Aktien, da die angedrohten US-Zölle in der Summe niedriger ausfielen als zunächst befürchtet. Auch Aktien aus China überraschten

positiv, obwohl noch keine Klarheit über die zukünftige Zollhöhe herrscht. Diese Entwicklung ist wohl auf die Marktmacht Chinas im Bereich seltener Erden und der damit verbundenen Fähigkeit, Marktanteile in anderen Teilen der Welt auszuweiten, zurückzuführen. Nach einer längeren Durststrecke sind es vor allem auch die kleineren und mittleren Unternehmen (Small/Mid Caps) an den Aktienmärkten, die sich über steigende Kurse freuen. Diese profitieren in der Regel von Leitzinssenkungsphasen, da sie oft über höhere Verschuldungsquoten verfügen.

Bewertungen und Gewinne relevant

Nach wie vor handeln die Small- und Mid-Caps aber immer noch mit einem Abschlag von 8-10% auf das Large Cap-Segment. Im aktuellen Umfeld von Rekordständen an den Aktienmärkten schauen Anleger zunehmend auf die Fundamentaldaten und damit vorwiegend auf Bewertungen. In Europa sind die Kurs-Gewinn-Verhältnisse entsprechend der positiven Kursentwicklung

angestiegen. In den USA liegen die Aktienkurse und Bewertungen nach wie vor auf höheren Niveaus, was sich bisher gut durch das höhere Gewinnwachstum erklären ließ. Für die nächsten 12 Monate gehen Analysten von einem Unternehmensgewinnwachstum im S&P 500-Index von 20% bis 22% aus. Diese Schätzungen sind im Wesentlichen durch die großen Tech-Giganten geprägt. Jedoch werden auch für den breiten Markt immerhin noch +12% erwartet. Bei europäischen Unternehmen liegt die Erwartung nur bei 5% Gewinnwachstum.

Gold wächst über sich hinaus

Gold entwickelt sich zu einer der lukrativsten Anlageformen im Jahr 2025. Pünktlich zum Quartalsende markierte der Goldpreis ein neues Allzeithoch von 3.895 USD. Kleinere Gewinnmitnahmen setzten zwar ein, aber auch der Schlusskurs von 3.855 USD für eine Unze Gold (31,1 g) war nur von Wenigen erwartet worden. Aktuell ist zwar zu beobachten, dass viele Analysten ihre Zielmarken nach oben setzen – die Dynamik überrascht dennoch. So legte der Goldpreis in USD im dritten Quartal um 15,5% zu, seit Jahresanfang steht ein Plus von +45,5% zu Buche. Nach wie vor locken die „safe haven“-Funktion, anhaltende Käufe internationaler Zentralbanken und das zunehmende Misstrauen in die Bonität vieler Staatsanleihen-Investoren. Diese Faktoren dürften für den Goldpreis weiteres, wenn auch etwas gebremstes Aufwärtspotential befördern.

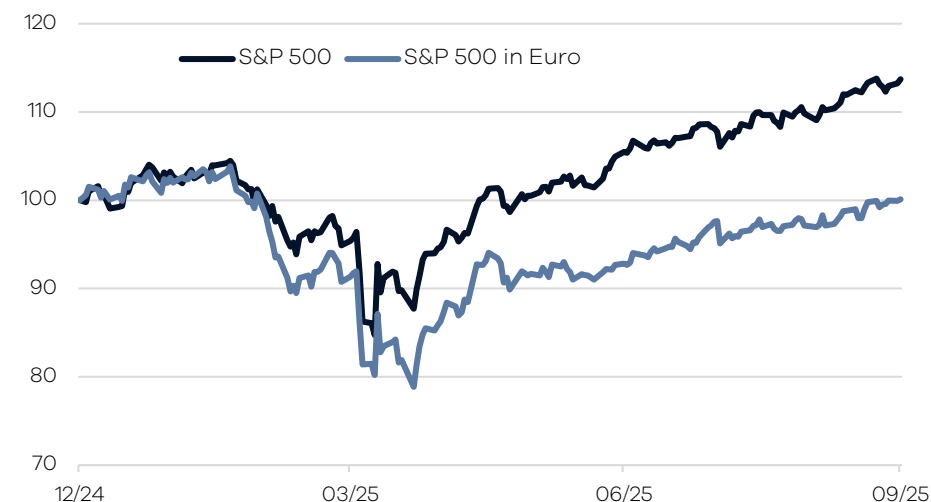


Abb. 1 S&P 500 in USD vs. S&P 500 in Euro seit Jahresbeginn 2025
Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

ANLEIHEN – MISSTRAUEN BEI STAATSANLEIHEN

Die Anleihenmärkte haben sich trotz einiger Belastungsfaktoren im dritten Quartal leicht positiv entwickelt. Die US-Zoll-Verhandlungen wurden größtenteils ohne größere Eskalation abgeschlossen und die Inflationsraten scheinen sich sowohl diesseits als auch jenseits des Atlantiks auf moderatem Niveau zu stabilisieren. Investoren blicken mit einer neuen Zuversicht auf Risikoanlagen, was die positive Entwicklung bei Unternehmensanleihen erklärt.

Staatliche Verschuldungsniveaus steigen

Generell wächst das Misstrauen vieler Anleihen-Investoren gegenüber Staatsanleihen. Die exorbitante Verschuldung in den USA gepaart mit dem unverändert hohen Haushaltsdefizit, lässt die Zinsen für langfristige Anleihen steigen. Abbildung 2 zeigt einen Vergleich der Renditeentwicklung der 30-jährigen Staatsanleihen in den USA, in Europa und Japan, die alle einen strukturellen Anstieg aufweisen. Die Bonität deutscher Anleihen wird noch als intakt angesehen, auch wenn mit den großen fiskalischen Anstrengungen höhere Verschuldungsraten einhergehen. Demgegenüber dürften

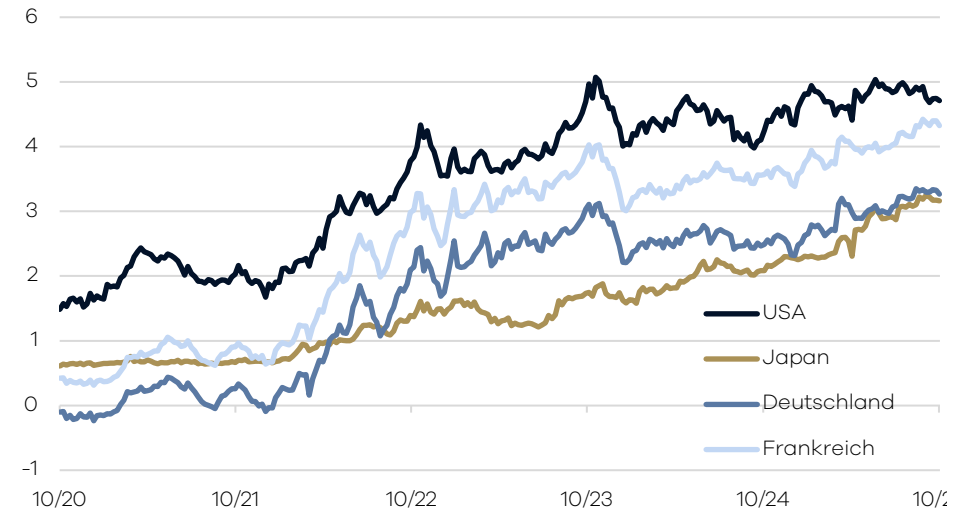


Abb. 2 Rendite-Entwicklung 30-jähriger Staatsanleihen ausgewählter Länder in den letzten 5 Jahren
Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

ten sich die Bonitätseinschätzungen für französische Staatsanleihen in den nächsten Jahren weiter verschlechtern. Das Gesamtniveau von Staatsschulden erreicht weltweit inzwischen jedoch teils besorgniserregende Höhen.

Investoren meiden Staatsanleihen

Diese Entwicklung ist ursächlich, warum sich viele Investoren vor allem Unternehmensanleihen zuwenden. Der in den letzten Jahren stark gewachsene Sektor bietet sehr unterschiedliche Investitions-

möglichkeiten: konservativ ausgerichtete Anleihen mit guter Bonität (sog. „investment grade“), Anleihen mit mittlerer Bonität, spekulative High-Yield-Anleihen, die den Anlegern für das verbundene Risiko einen höheren Zins zahlen. Wie immer macht es die Mischung – das Bankhaus diversifiziert sowohl über Länder als auch Währungsbereiche hinweg. Da aus unserer Sicht der strukturelle Renditeerhöhungsdruck anhalten dürfte, sollte die mittlere durchschnittliche Laufzeit eines Anleihen-Portfolios eher niedrig gehalten werden.

REKORD-VERMÖGEN

Die weltweiten privaten Geldvermögen stiegen in 2024 nach Angaben des Allianz Global Wealth Reports um 8,7% auf 269 Billionen USD (2023: +8,0%). Allerdings folgten diese guten Jahre auf das „Katastrophenjahr“ 2022, das Anlegern die höchsten Verluste seit

der Finanz- und Schuldenkrise 2008 einbrachte. 2025 dürfte ein Wachstum von +6,0% bei 4% Inflation erzielbar sein. Je höher der Wertpapieranteil am Privatvermögen ist, desto höher fallen die Wachstumsraten aus. Daher stehen die USA auf Platz 1 der

Weltrangliste. Investitionen in Aktien machen 59,2% der Anleger-Portfolien aus. Weltweit besitzen die reichsten zehn Prozent (570 Mio. Menschen in 57 betrachteten Ländern) 85% des Nettofinanzvermögens in Höhe von 210 Billionen USD (2004: 59,9%).



US-DOLLAR AM SCHEIDEWEG

Die vergangenen 14 Jahre glänzte der US-Dollar durch seine Stärke und legte in der Summe so gut wie gegen alle Weltwährungen zu. 2025 scheint sich das Blatt gewendet zu haben. Seit Jahresbeginn verlor die US-Währung über 13% gegenüber dem Euro. Als Hauptgrund für diese

Schwäche wird vielfach der große Vertrauensverlust der Investoren gegenüber der US-Politik der aktuellen Regierung angeführt. Der stetig wachsende Schuldenberg durchbrach kürzlich die Marke von 37 Billionen USD (37.000 Mrd. USD) und zieht eine Zinslast von über 1 Billion

USD pro Jahr nach sich. Es zeigen sich erste Zweifel, ob die zunehmende Zinslast in den nächsten Jahren gestemmt werden kann. Außerdem ist bereits jetzt offensichtlich, dass trotz der höheren Zolleinnahmen das Haushaltsdefizit weiter bei 6-7% des Bruttoinlandsprodukts verharren wird, um die Wahlversprechen zu erfüllen. Belastend kommt hinzu, dass die Angriffe auf die Unabhängigkeit der US-Zentralbank Fed äußerst kritisch beäugt werden und die USA nicht mehr als der sichere Schuldner in Anlegerkreisen gelten. Doch der Abgesang auf den US-Dollar könnte etwas zu früh kommen. Die Dollar-Stärke der letzten Jahre hatte seine Gründe. Mit gerade einmal 4% der Weltbevölkerung schaffte es die USA ca. 25% der globalen Wirtschaftsleistung zu erwirtschaften. Der Vorsprung und die hohe Produktivität insbesondere im Technologie-Sektor zementiert diese Vormachtstellung bis auf Weiteres. Insofern ist davon auszugehen, dass es trotz einer weiteren Abschwächung nicht zu einer schnellen Ablösung des US-Dollars als Weltleitwährung kommen wird.

Marktentwicklung

WERTENTWICKLUNG	ytd	1 Jahr	5 Jahre
MSCI World USD AC	17,05%	15,61%	74,25%
Stoxx 50	7,53%	4,05%	59,54%
DAX	19,95%	23,57%	87,14%
Dow Jones 50 USD	9,06%	9,61%	67,01%
Nasdaq	17,46%	23,03%	116,15%
Nikkei 225 JPY	12,63%	18,49%	93,80%
Hang Seng	33,88%	27,07%	14,48%
Shanghai Composite	15,84%	16,37%	20,66%
MSCI Emerging Markets USD	25,16%	14,96%	24,40%
EUR/USD	13,38%	5,38%	0,11%
Ölpreis/ Brent USD	-8,38%	-6,86%	64,87%
Gold USD	47,04%	46,47%	104,63%
Gold EUR	29,69%	38,99%	104,40%
RENDITE ZU STICHTAGEN	30.09.2025	30.09.2024	30.09.2020
Bundesanleihe 10J.	2,711%	2,123%	-0,522%
USD-Staatsanleihe 10J.	4,150%	3,781%	0,684%

Quelle: Bloomberg Stand 30.09.2025

Impressum, Wichtige Hinweise

KONTAKT

BANKHAUS ELLWANGER & GEIGER AG
Börsenplatz 1, 70174 Stuttgart

Michael Beck
Leiter Asset Management /Redaktion
michael.beck@privatbank.de

www.privatbank.de/news
Ausgabe 3. Quartal 2025

Amtsgericht Stuttgart, HRB 766641
Vorstand: Philipp Stodtmeister, Harald Brenner
Aufsichtsratsvorsitzender: Lars Hille

HINWEISE

Die Darstellungen geben die aktuellen Meinungen und Einschätzungen zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Dokuments wieder. Sie können ohne Vorankündigung angepasst oder geändert werden. Die enthaltenen Informationen wurden sorgfältig geprüft und zusammengestellt. Eine Gewähr für Richtigkeit und Vollständigkeit kann nicht übernommen werden. Bei den Performancedarstellungen handelt es sich um die Betrachtung früherer Wertentwicklungen. Diese Angaben, Vergleiche und Betrachtungen der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Entwicklungen. Trotz eines erfahrenen Portfoliomanagements mit umfassendem und aktivem Managementansatz lassen sich auch bei breiter Streuung insbesondere die Risiken von Kursschwankungen, die Länder- und Bonitätsrisiken der Emittenten sowie Währungsrisiken nicht ausschließen. Auch ein bisher bewährter Analyseansatz garantiert keine zukünftigen Anlageerfolge. Die Informationen sind keine Anlageberatung, Empfehlung oder Finanzanalyse. Für individuelle Anlageempfehlungen und umfassende Beratungen stehen Ihnen die Berater unseres Hauses gerne zur Verfügung. Die Urheberrechte für die gesamte inhaltliche und graphische Gestaltung liegen beim Herausgeber und dürfen gerne, jedoch nur mit schriftlicher Genehmigung, verwendet werden.

