

## Investment Summary

### Staatsschulden und Strafzölle: Wir werden selektiver bei unseren US-Engagements

Die Ankündigung reziproker Zölle durch Donald Trump am zweiten April, dem sogenannten „Liberation Day“, löste den heftigsten mehrtagigen Abverkauf an den Aktienmärkten seit der Corona-Krise aus. Die Volatilität sprang auf den höchsten Stand seit März 2020. Als Reaktion auf die Marktverwerfungen kündete der US-Präsident wenige Tage später ein 90-tägiges Zollmoratorium und sein Handelsberater Peter Navarro versprach „90 Deals in 90 Tagen“. An den Märkten kursierte das Akronym „TACO“ („Trump Always Chickens Out“) – Trump knickt immer ein. Angesichts neuer Rekordstände im S&P 500 und Nasdaq 100 scheinen die Aktienmärkte derzeit von keiner Eskalation im Zollstreit auszugehen und auf eine gütliche Lösung zu setzen.

Das Vertrauen der US-Anleihemärkte wurde zusätzlich belastet, als Moody's den USA als letzte der großen Ratingagenturen das AAA-Rating entzog. Die Folge: Ein Ausverkauf bei 30-jährigen US-Staatsanleihen ließ deren Rendite zeitweise auf 5,2 Prozent steigen. Und die US-Regierung lässt bislang wenig Bereitschaft erkennen, die stark gestiegenen Staatsschulden zu konsolidieren. Einsparbemühungen des neu gegründeten „Department of Government Efficiency (DOGE)“ blieben bisher weitgehend erfolglos und drohen nach dem Abgang von Elon Musk endgültig zu scheitern. Mit dem Beschluss des umstrittenen Steuer- und Ausgabengesetzes („Big Beautiful Bill“), das dauerhafte Steuersenkungen vorsieht, dürfte das strukturelle Defizit weiter steigen – zulasten des fiskalpolitischen Spielraums.

### US-Schuldentragfähigkeit am Kippunkt?

Die Trump-Regierung setzt auf wachstumsstimulierende Steuersenkungen in der Hoffnung, über höhere Wirtschaftsaktivität das Steueraufkommen zu steigern und damit die Staatsverschuldung langfristig zu stabilisieren. Dieses Vorgehen birgt jedoch erhebliche Risiken. Schon jetzt wird der Bundeshaushalt von hohen Zinsausgaben belastet, die sich seit 2020 verdreifacht haben. So zahlen die Vereinigten Staaten täglich etwa drei Milliarden US-Dollar an Zinsen auf ihre Staatsschulden. Damit übersteigt der Schuldendienst mittlerweile die Ausgaben des US-Verteidigungshaushalts.

Wie belastbar die Schuldentragfähigkeit der USA tatsächlich ist und wann die Stimmung am US-Anleihemarkt kippen könnte und es zu einem abrupten Käuferstreik kommt, lässt sich nicht exakt prognostizieren. Historisch markieren solche Wendepunkte häufig Phasen, in denen Investoren Risiken neu bewerten oder das Vertrauen in die institutionelle Stabilität eines Landes erodiert. Die immer wieder von der Trump-Administration gestreuten Zweifel an der Unabhängigkeit der US-Notenbank und Kompetenz ihres Präsidenten sind vor diesem Hintergrund ein Spiel mit dem Feuer.

### Kursverfall des US-Dollars spiegelt Vertrauensverlust

Die Kapitalflussdaten des US-Finanzministeriums zeigen bislang keine signifikanten Abflüsse aus US-Vermögenswerten. Deren Aussagekraft ist jedoch begrenzt, da sie mit über zweimonatiger Verzögerung veröffentlicht werden. Ein zeitnäheres Bild der Stimmungslage vermittelt der US-Dollar-Index, der den Wert der US-Währung gegenüber einem breiten Korb an Devisen misst.

#### Zitat des Quartals

„Any great power that spends more on debt servicing than on defense risks ceasing to be a great power.“

Niall Ferguson  
(Historiker)



Oliver Schmidt  
CIO, Geschäftsführer  
Metzler Asset Management GmbH

Seit Jahresbeginn hat der US-Dollar-Index etwa elf Prozent verloren – das schwächste Halbjahresergebnis für den US-Dollar seit 1973. Angesichts der globalen Unsicherheiten ist dieser Rückgang bemerkenswert: Denn der US-Dollar gilt gemeinhin als sicherer Hafen, der in Krisenzeiten typischerweise aufwertet.

### Dollarschwäche belastet Gewinne europäischer Firmen

Währungsschwankungen wirken sich auf europäische Unternehmen tendenziell stärker aus als auf US-Konzerne. Während die Unternehmen aus dem S&P 500 Index rund 70 Prozent ihrer Umsätze im Heimatmarkt und somit in US-Dollar erzielen, erwirtschaften die Mitglieder des STOXX Europe 600 weniger als die Hälfte ihres Geschäfts im Euroraum. Zwar können die Effekte der aktuellen Dollarschwäche je nach Geschäftsmodell unterschiedlich ausfallen: In US-Dollar gehandelte Rohstoffe werden für europäische Käufer günstiger, und einige Unternehmen sichern US-Dollar-Risiken über Terminmärkte ab. Zudem wirken sich Produktions- und Lohnkosten in den USA in Euro gerechnet für europäische Tochtergesellschaften kostendämpfend aus. Dennoch dürfte die jüngste Dollarschwäche per Saldo für europäische Unternehmen belastend wirken und sich in der bevorstehenden Berichtssaison zum zweiten Quartal negativ bemerkbar machen.

Vor diesem Hintergrund ist es wenig überraschend, dass sich die Gewinnerwartungen europäischer Unternehmen zuletzt stärker eingetrübt haben als die ihrer US-Pendants. Für 2025 wird in Europa inzwischen nur noch mit stagnierenden Unternehmensgewinnen gerechnet – zum Jahresende 2024 lag der Konsens noch bei einem Plus von über acht Prozent. Auch in den USA wurden die Prognosen spürbar nach unten revidiert. Dennoch erwartet der Markt für das laufende Jahr weiterhin ein Gewinnwachstum von 9,4 Prozent. Angesichts schwacher US-Frühindikatoren, so zeichnet sich eine Rezession im Konsumsektor ab, erscheint diese Schätzung ambitioniert. Hinzu kommt, dass die erratische US-Zollpolitik voraussichtlich mit zeitlicher Verzögerung auf die Gewinne und Margen der Unternehmen durchschlägt: Während der handelsgewichtete US-Zollsatz 2024 noch bei etwa 2,5 Prozent lag, dürfte er im laufenden Jahr ein deutlich höheres Niveau erreichen.

## Investment Summary

### US-Aktien noch im Vorteil – aber selektiv!

Wir gehen aber weiterhin davon aus, dass der US-Aktienmarkt strukturell von überdurchschnittlichen Gewinnbeiträgen durch Megatrends, beispielsweise im Digital- und Technologiesektor, profitieren wird. US-Tech-Konzerne wie Microsoft, Alphabet oder Amazon verfügen nicht nur im Heimatmarkt, sondern weltweit über dominante Marktpositionen und erzielen durch ausgeprägte Skalen- und Netzwerkeffekte erhebliche Wettbewerbsvorteile. Ihre anhaltend hohen Investitionen in Künstliche Intelligenz, Cloud-Infrastruktur und Halbleiterdesign bilden die Grundlage für weiteres langfristiges Wachstumspotenzial.

### Aktuelle Positionierung

In unserer aktiv-diskretionären Multi-Asset-Strategie setzen wir weiterhin auf ein strategisch ausbalanciertes, breit diversifiziertes Portfolio. Nach der zwischenzeitlichen deutlichen Reduzierung haben wir die Aktienquote wieder substanzell erhöht, halten aber angesichts des fragilen Marktfelds an einer moderaten Untergewichtung fest.

Am US-Aktienmarkt bleiben wir weiter engagiert, bevorzugen allerdings eine ausgeprägte Untergewichtung in Kombination mit einer signifikanten Absicherung des US-Dollar-Risikos und einer gezielten Titelauswahl. Innerhalb des Aktienbausteins setzen wir neben Schwellenländeraktien weiterhin auf eine Übergewichtung europäischer Titel – trotz der zuletzt deutlichen Kursgewinne. Wichtige Impulse liefern insbesondere die geplanten höheren staatlichen Investitionen für Verteidigung und Infrastruktur, flankiert von einem moderaten, aber stabilen

Wirtschaftswachstum. Die rückläufige Inflationsdynamik dürfte der Europäischen Zentralbank zudem Spielraum für eine weitere Zinssenkungen bis Jahresende geben.

Im Anleihesegment haben wir im Zuge der zollbedingten Markt-turbulenzen langlaufende US-Staatsanleihen sukzessive verkauft und Bundesanleihen im Gegenzug aufgestockt, ohne die Duration der Portfolien zu verändern. Der zwischenzeitliche Renditeanstieg durch die Ankündigung der signifikanten Ausweitung der deutschen Staatsschulden Mitte März ist inzwischen vom Markt verarbeitet und Bundesanleihen stufen wir neben Gold als einen der wenigen sicheren Häfen ein.

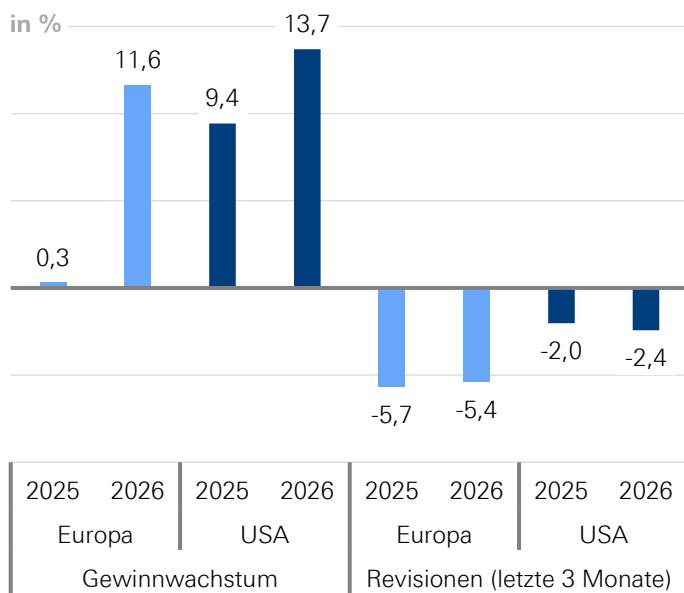
Für das Edelmetall sprechen die anhaltenden geopolitischen Spannungen, das schwindende Vertrauen in den US-Dollar und der anhaltende Kaufdruck der Zentralbanken. Die strategische Übergewichtung bleibt vor diesem Hintergrund unverändert.

Bei europäischen Unternehmensanleihen bleiben Investment-Grade-Papiere aus unserer Sicht attraktiv. Solide Unternehmensbilanzen und ein weiterhin stabiles Inflationsumfeld sprechen für die Anlageklasse. Auch die aktuellen Risiko-prämien deuten bislang nicht auf wachsende Konjunkturängste hin. Im Hochzinssegment hingegen bleiben wir zurückhaltend. Die dortigen Renditeaufschläge halten wir für nicht angemessen im Verhältnis zum übernommenen Risiko.

Ich wünsche Ihnen eine angenehme Lektüre.

### US-Unternehmen mit höherer Gewinndynamik

Konsens-Gewinnerwartungen und -Gewinnrevisionen für 2025 und 2026



### Einschätzung und Veränderungen im Überblick

Unsere zentralen Investment-Thesen

#### USA haben an Attraktivität verloren

Wir reduzieren Positionen in US-Dollar, US-Staatsanleihen und US-Aktien, sehen am Aktienmarkt aber selektiv Chancen.

#### Gute Perspektiven für europäische Aktien

Die Rahmenbedingungen sind vorteilhaft, wir nutzen Opportunitäten bei Infrastruktur-, Rüstungs- und Finanztiteln.

#### EUR-Unternehmensanleihen bleiben attraktiv

Unser Fokus liegt auf Investment-Grade-Anleihen, das BBB- und High-Yield-Segment meiden wir.

#### Gold behauptet seine strategische Relevanz

Der strukturelle Aufwärtstrend ist intakt. Geopolitik, Staatsschulden und Zentralbanken treiben den Preis.

## Aktien | Autoren: Lorenzo Carcano & Ulf Plesmann

### Fokussierung auf Regionen und Sektoren mit Opportunitäten im unsicheren Umfeld

#### Europa: Mittelzuflüsse halten an, die Region bleibt im relativen Vergleich attraktiv

Die Renaissance der europäischen Aktien setzt sich fort: Anleger schichten weiterhin Gelder in die Region um, nach Jahren von Underperformance und massiven Kapitalabflüssen. Die Investitionspläne Deutschlands, die europäische Aufrüstung, die politische Unsicherheit in den USA sowie die Abwertung des US-Dollar haben diesen Trend eingeleitet und verstärkt. Trotz vieler Unsicherheiten und obwohl eine Korrektur nicht auszuschließen ist, bleibt die Region auch aufgrund der Bewertungsrelationen interessant. Eine Fokussierung auf vielversprechende Themen und Sektoren lohnt sich – allerdings ist mehr Selektivität gefragt nach der zuletzt starken Wertentwicklung.

#### Infrastruktur, Rüstung und Finanzwerte mit starker Entwicklung und weiterhin interessanten Aussichten

Europa steht vor einer historischen Aufrüstungswelle. Viele Länder haben ihre Verteidigungsetats deutlich erhöht – Deutschland etwa plant bis 2029 einen Anstieg auf bis zu 3,5 Prozent des Bruttoinlandsprodukts. Das Thema bleibt daher strukturell relevant trotz der massiven Kursrallye der vergangenen Monate. Parallel rückt das Thema Investitionen in kritische Infrastruktur (z. B. Energie, Digitalisierung, Transport) in den Fokus – insbesondere in Deutschland, wo die Maßnahmen aus dem Fiskalpaket nun konkret umgesetzt werden. Industrie- und Bauunternehmen dürften davon überproportional profitieren.

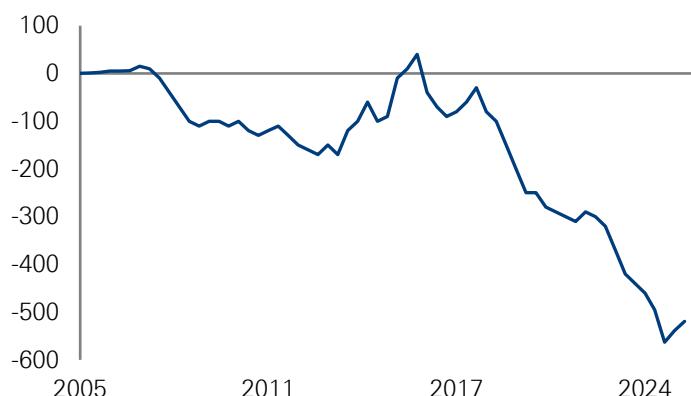
Über ein Jahrzehnt an Niedrigzinsen und quantitativer Lockerung durch die EZB haben die Profitabilität des Bankensektors schwer belastet. Mit der Zinswende ab 2021/22 konnten Banken ihre Erträge stabilisieren und strukturell erhöhen. Trotz der zuletzt positiven Performance sind europäische Banken attraktiv bewertet und überzeugen mit hohen Kapitalrenditen – ein Sektor, der lange vernachlässigt wurde und nun Rückenwind erhält.

#### USA – Konsumenten zuletzt mit eingetrübter Stimmung, aber zügige Erholung vorstellbar

Während das Verbrauchertrauen in der Europäischen Union vergleichsweise stabil bleibt, beobachten wir eine deutliche Verunsicherung der US-Konsumenten. Der Rückgang des Conference Board Consumer Confidence Indikators erreichte einen Stand, der zuletzt während der Covid-Pandemie erhoben wurde. Die Abschwächung des Arbeitsmarktes von zuvor sehr robusten Niveaus sowie die politische Unsicherheit in den USA wirken hier belastend. Zudem partizipieren die Amerikaner deutlich stärker am Aktienmarkt, so dass sich Vermögenseffekte durch Kursschwankungen unmittelbarer auswirken.

Nach dem deutlichen Einbruch des US-Verbrauchertrauens ist es möglich, dass sich die Stimmung im Zuge einer verbesserten Wahrnehmung der politischen Situation und der Erholung der US-Aktienmärkte zügig wieder verbessert. Auch die Hoffnung auf steuerliche Entlastungen wäre ein positiver Faktor. Sofern eine mögliche Stabilisierung zudem noch von Zinssenkungen flankiert würde, sehen wir Nachholpotential beim diskretionären Konsum, einschließlich des Häusermarktes.

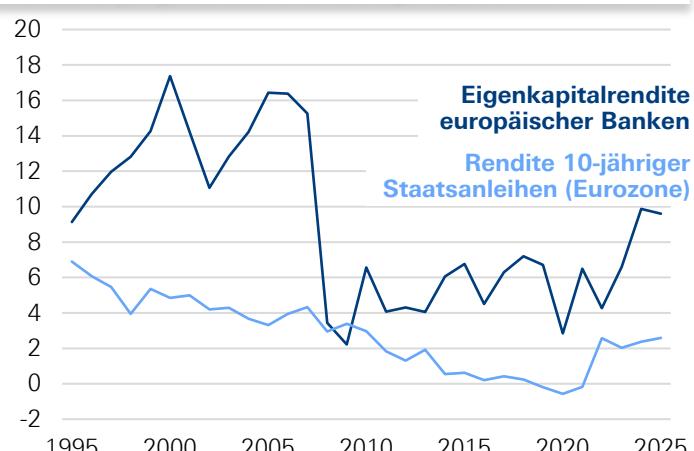
#### Mittelzuflüsse in europäische Aktienfonds in Mrd. EUR



Quellen: Bank of America, Metzler; Stand: 16.6.2025

#### Zinsen und Kapitalrendite europäischer Banken

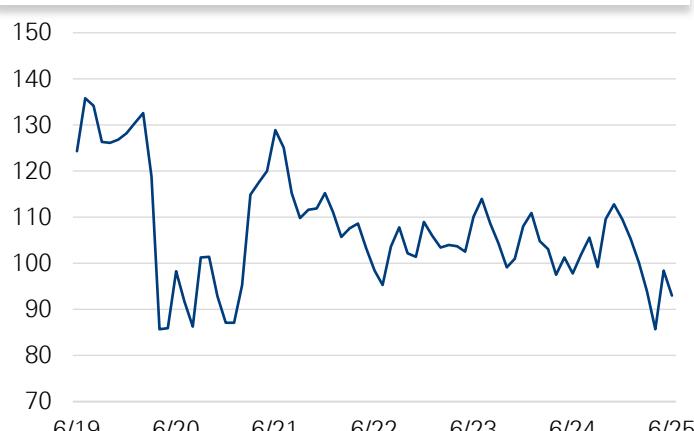
Rendite 10-jähriger Staatsanleihen und Eigenkapitalrendite eur. Banken



Quelle: UBS HOLT, Metzler; Stand: 30.6.2025

#### Entwicklung US-Konsumentenvertrauen

Conference Board Consumer Confidence Index



Quellen: The Conference Board, Metzler; Stand: 30.6.2025