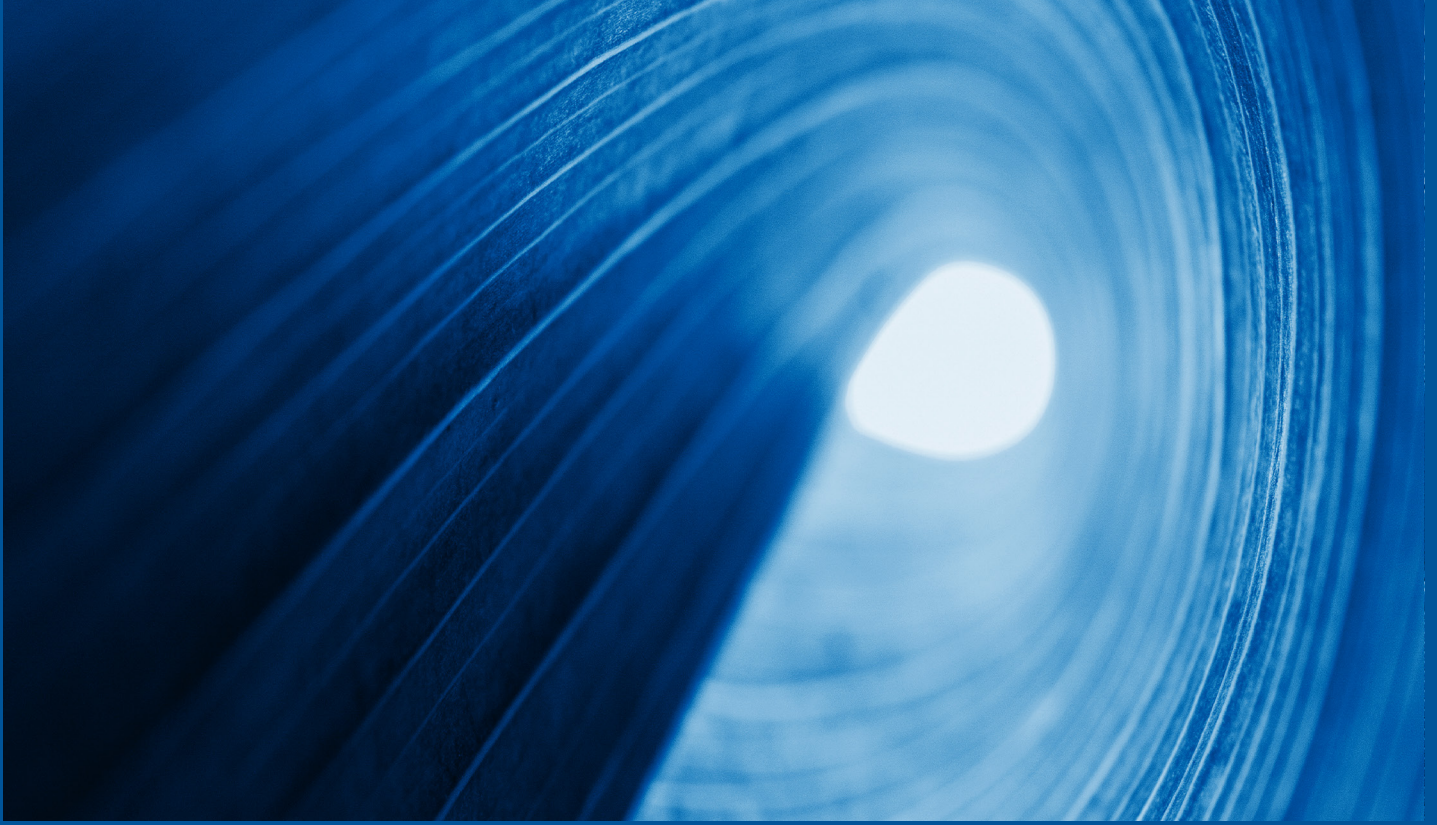




• RÜCKBLICK Q1-2025 / AUSBLICK Q2-2025

Kapital- markt

Dies ist eine Marketing-Unterlage.

Verfasserin:

Desiree Sauer
Senior Vice President
Investment-Strategin

Editor:

Werner Krämer
Geschäftsführer
Macro-Economic Analyst

LAZARD
ASSET MANAGEMENT

Marktrückblick

In den letzten Monaten haben sich die Begriffe Zölle und Schuldenbremse zu zentralen Schlagwörtern im Vokabular von Anlegern entwickelt. Dies ist vor allem auf zwei bedeutende

Entwicklungen zurückzuführen: (1.) das umfangreiche Fiskalpaket der deutschen Regierung und (2.) die Eskalation des internationalen Handelskonfliktes.

Das deutsche Fiskalpaket - ein Hoffnungsschimmer für Europa

Zunächst zu dem ersten Thema: Die CDU/CSU und die SPD haben gemeinsam ein umfangreiches Fiskalpaket verabschiedet, das sowohl vom Bundestag als auch vom Bundesrat genehmigt wurde. Dieses Paket umfasst mehrere wichtige Maßnahmen. So sind die Verteidigungsausgaben, die 1 % des BIP übersteigen, nun von der Schuldenbremse unberührt. Darüber hinaus wird ein Sondervermögensfonds von 500 Milliarden Euro über die nächsten Jahre eingerichtet, um Infrastrukturausgaben zu finanzieren. Und

zu guter Letzt erlaubt es die Schuldenbremse den Bundesländern, neue jährliche Schulden in Höhe von 0,35 % des BIPs (vorher 0 %) aufzunehmen.

Die Märkte reagierten positiv auf diese Maßnahmen, da sie als Wachstumsimpuls für das wirtschaftlich angeschlagene Europa gelten. Dennoch bleibt abzuwarten, ob diese fiskalischen Anreize ausreichen, um die Konjunktur nachhaltig zu beleben.

Eskalation der Handelskonflikte - eine Bedrohung für die Weltwirtschaft

Kommen wir nun zu einem weitaus weniger erfreulichen Thema: dem eskalierenden Handelskonflikt. Am 2. April sorgte der US-Präsident mit der Ankündigung drastischer neuer Zölle für weltweite Besorgnis. Ein 10 %-Tarif auf die meisten importierten Waren sowie deutlich höhere Abgaben auf Produkte aus Dutzenden von Ländern markierten einen Wendepunkt in der internationalen Handelspolitik.

Besonders hart trafen die Maßnahmen historisch enge Verbündete der USA: Die Europäische Union sieht sich einem Zollsatz von 20 % gegenüber, Japan 24 %, Südkorea 25 % und Taiwan sogar 32 %. Auch die Autoindustrie wurde mit Zöllen von 25 % abgestraft. Am härtesten wurde jedoch China getroffen, das bereits seit Jahren in einem angespannten Verhältnis zu den USA steht. China, das zuvor schon mit Zöllen in Höhe von 20 % belegt war, muss nun insgesamt 54 % auf seine Exporte in die USA zahlen. Zusätzlich schloss die US-Regierung eine rechtliche Lücke, die es bislang ermöglichte, Waren im Wert von weniger als 800 Dollar zollfrei aus China in die USA zu importieren. Diese Änderung soll den Zustrom von Fentanyl in die Vereinigten Staaten eindämmen.

Trotz der harten Maßnahmen wurden einige Ausnahmen gemacht: Produkte wie Kupfer, Pharmazeutika, Halbleiter, Holz, Gold und

bestimmte seltene Erden, auf deren Import die USA besonders angewiesen ist, bleiben von den Zöllen verschont.

Der US-Präsident verteidigte seine Entscheidung mit der Behauptung, die neuen Zölle würden die heimische Produktion ankurbeln und Arbeitsplätze schaffen. Seiner Meinung nach werden die USA seit Jahrzehnten von den anderen Ländern „geplündert und ausgebeutet“.

China, die zweitgrößte Volkswirtschaft der Welt, reagierte prompt mit der Ankündigung von Gegenmaßnahmen, ebenso wie die Europäische Union. China erhob bereits Zölle in Höhe von 34 % auf US-Waren und Exportbeschränkungen auf seltene Erden, die für die USA von besonderer Bedeutung sind. EU-Kommissionspräsidentin Ursula von der Leyen warnte vor den verheerenden Folgen für Millionen Menschen weltweit und kündigte Vergeltungsmaßnahmen an, falls Verhandlungen scheitern sollten.

Während sich die Welt auf die Auswirkungen dieser Maßnahmen vorbereitet, bleibt eines sicher:

Die Ära der Handelsliberalisierung ist endgültig vorbei, und die Zukunft des globalen Wirtschaftssystems steht auf dem Spiel...

Europäische und Schwellenländeraktien haben die Nase vorn*

Die Börsen reagierten erwartungsgemäß stark negativ auf die Zollankündigungen der US-Regierung am 2. April. Dennoch zeigten einige Aktienindizes seit Jahresbeginn eine bemerkenswerte Entwicklung (vgl. Abbildung 1). Insbesondere europäische und Schwellenländeraktien verzeichneten eine deutliche Outperformance im Vergleich zu ihren US-amerikanischen Pendanten.

Aktien aus den USA litten unter den Ankündigungen rund um Zölle und Sparmaßnahmen, was seit Jahresanfang zu einem erheblichen Einbruch führte. Besonders stark betroffen waren die großen US-Techwerte (vgl. Abbildung 2). Anleger zweifeln mittlerweile an deren hohen Investitionen in Künstliche Intelligenz, nicht zuletzt nachdem das chinesische Start-up DeepSeek sehr ausgefeilte, aber kostengünstige KI-Modelle anbietet. Unter den Magnificent 7

erlebte insbesondere Tesla einen starken Einbruch. Verzögerungen bei der Einführung neuer Modelle, Preisdruck, zunehmender Wettbewerb und der durch Elon Musk hervorgerufene Markenschaden setzten dem Unternehmen zu.

Europäische Aktien profitierten hingegen von mehreren positiven Faktoren. Der erweiterte fiskalische Spielraum in Deutschland, bedingt durch die Reform der Schuldenbremse und das Sondervermögen für Infrastruktur, wirkte sich positiv aus. Insbesondere Aktien europäischer Rüstungskonzerne wurden durch diese Entwicklungen beflügelt. Darüber hinaus hat sich die Wahrscheinlichkeit eines Endes des Krieges in der Ukraine erhöht, was ebenfalls zur Marktstabilität beiträgt.

Auch die Zinssenkungen seitens der Europäischen Zentralbank (EZB) gaben den europäischen Märkten Rückenwind.

Rentenmärkte: ein gemischtes Bild

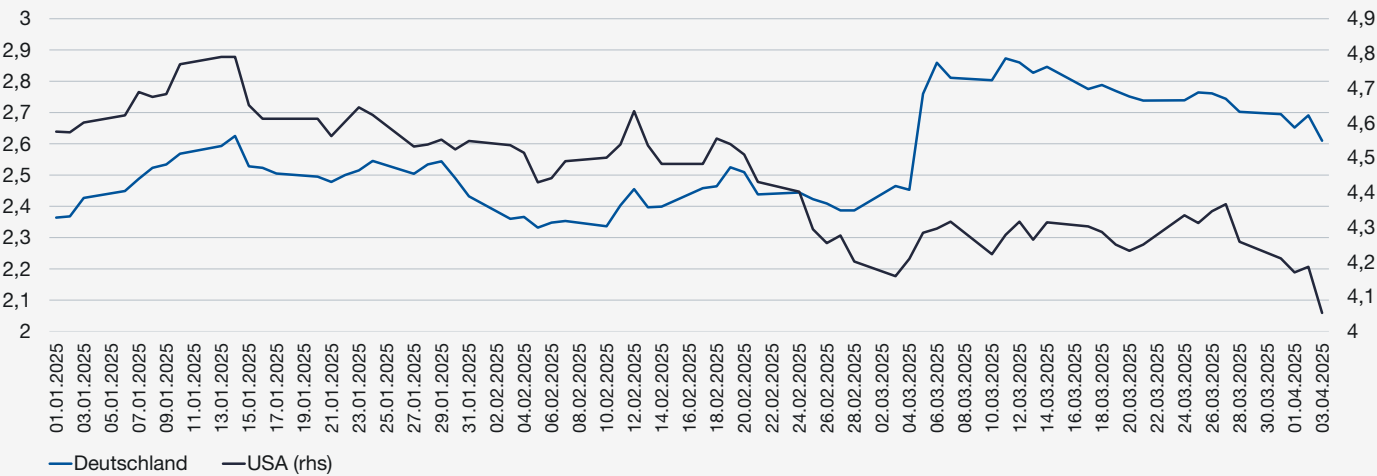
Auch auf den Rentenmärkten gab es im Jahresverlauf bedeutende Entwicklungen.

Die Renditen von US-Staatsanleihen gingen spürbar zurück (vgl. Abbildung 3), was vor allem auf die wachsende Rezessionsgefahr zurückzuführen ist. Die Zollpolitik und die möglicherweise daraus resultierenden Vergeltungsmaßnahmen sowie die Kürzungen bei der Bundesbelegschaft haben zu einer Abkehr von den zuvor optimistischeren Erwartungen eines robusten Wirtschaftswachstums geführt und die Wahrscheinlichkeit der Notwendigkeit von Zinssenkungen erhöht.

Im Gegensatz dazu stiegen die Renditen 10-jähriger deutscher Staatsanleihen zunächst an, obwohl die Europäische Zentralbank (EZB) jüngst Zinssenkungen vorgenommen hat. Der Anstieg war in erster Linie auf das neue schuldenfinanzierte Verteidigungs- und Infrastrukturpaket der deutschen Regierung zurückzuführen, das die Märkte positiv überraschte. Nach dem „Tag der Befreiung“ am 2. April fielen die Renditen 10-jähriger deutscher Bundesanleihen allerdings stark, da die eskalierenden Handelsspannungen die Befürchtung einer sich abschwächenden Weltwirtschaft schürten.

Abbildung 3

10-jährige Staatsanleihenrenditen seit Jahresanfang



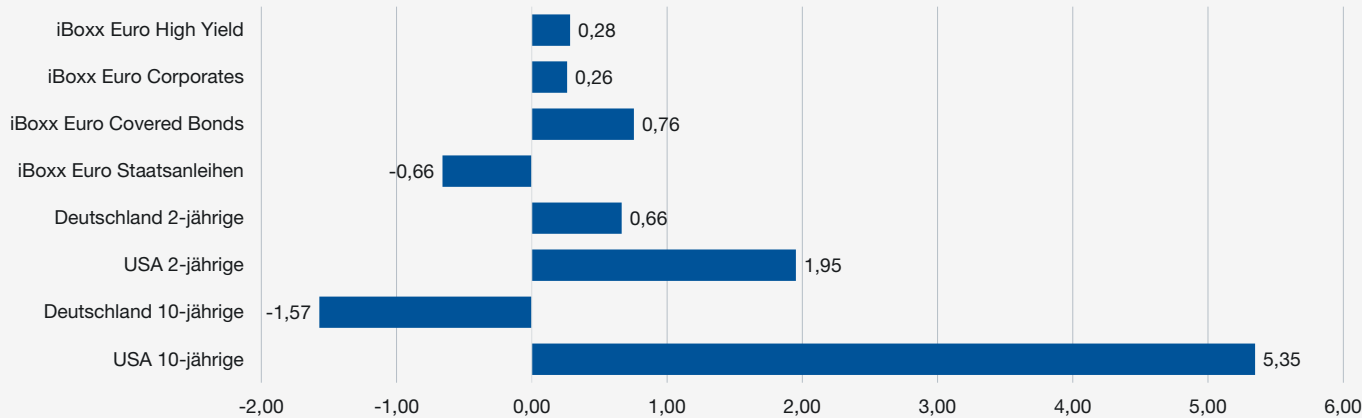
Stand: 3. April 2025. Quelle: LSEG Datastream

Unternehmensanleihen zeigten sich trotz der zahlreichen Unsicherheitsfaktoren erstaunlich stabil (vgl. Abbildung 4).

Nach den Ankündigungen des US-Präsidenten sind die Risikoprämien jedoch erheblich angestiegen.

Abbildung 4

YTD Rentenmarktpformance in Lokalwährung (in %)



Stand: 3. April 2025. Quelle: LSEG Datastream

Goldene Zeiten

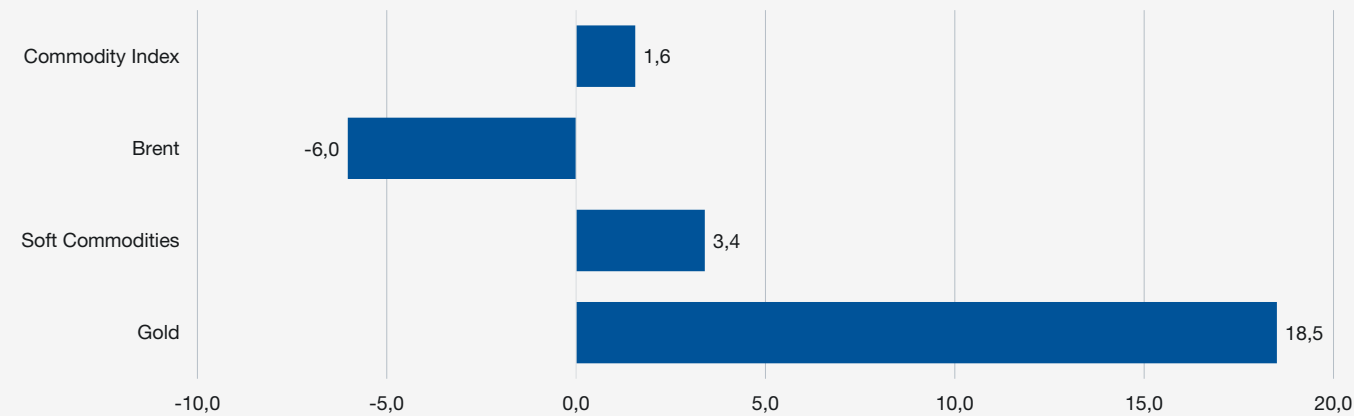
Gold hat seit Jahresbeginn fast 19 % zugelegt und erreichte ein Rekordhoch. Sein Ruf als sicherer Hafen in Zeiten geopolitischer und handelspolitischer Spannungen sowie die hohe Nachfrage durch Zentralbanken aus Schwellenländern trieben den Preis nach oben.

Im Gegensatz dazu gab der Ölpreis nach. Mehrere Faktoren trugen zu diesem Rückgang bei: Die Hoffnung auf ein baldiges Ende des Krieges in der Ukraine und die damit verbundene

Aussicht auf günstigeres Öl aus Russland sorgten für einen Rückgang des Ölpreises. Zudem kündigte die OPEC+ an, die Fördermengenkürzungen zu reduzieren, was das Angebot weiter erhöhte. Darüber hinaus belastet das begrenzte Nachfragewachstumspotenzial den Ölpreis, da die globalen Wirtschaftsaussichten gedämpfter sind und somit weniger Bedarf an Öl erwartet wird.

Abbildung 5

YTD Rohstoffmarktpformance (in %)



Stand: 3. April 2025. Quelle: LSEG Datastream

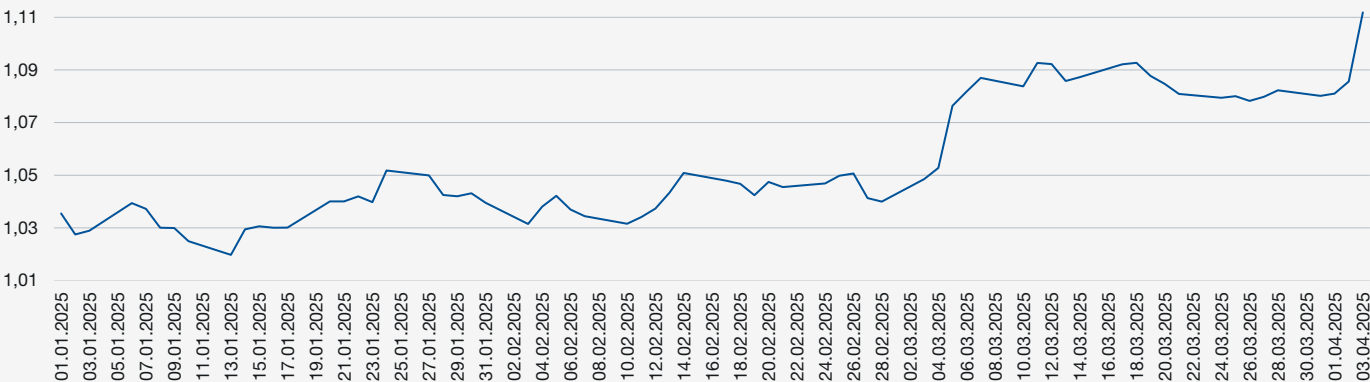
Währungen: US-Dollar schwächt sich ab

Auch auf der Währungsseite gab es in diesem Quartal bedeutende Bewegungen. Die zunehmende Sorge, dass das polarisierende politische Auftreten des US-Präsidenten der Wirtschaft langfristig schaden könnte, führte zu einem Abwärtstrend in der amerikanischen Währung.

Im Gegensatz dazu hat der Euro an Stärke gewonnen. Die umfassenden fiskalischen Impulse in Europa, insbesondere durch das schuldenfinanzierte Verteidigungs- und Infrastrukturpaket, nähren Hoffnungen auf eine konjunkturelle Erholung. Diese positiven Aussichten haben das Vertrauen in die europäische Währung gestärkt und ihre Attraktivität gegenüber dem Dollar erhöht.

Abbildung 6

US-Dollar pro Euro



Stand: 3. April 2025. Quelle: LSEG Datastream

Marktausblick

Der aktuelle Ausblick auf die Weltwirtschaft und auf die Kapitalmärkte ist von außergewöhnlichen Herausforderungen geprägt, die zu erheblicher wirtschaftlicher Unsicherheit und hoher Marktvolatilität führen. Die zukünftigen Entwicklungen hängen entscheidend davon ab, wie lange die angekündigten Zölle in dieser Form bestehen bleiben, ob in naher Zukunft weitere handelspolitische Maßnahmen ergriffen werden und welche Ergebnisse die bevorstehenden Verhandlungen bringen. Ebenso wird die Reaktion anderer Staaten, insbesondere das Ausmaß und die Art möglicher Gegen-

maßnahmen, maßgeblich bestimmen, wie stark sich diese neue Zollpolitik langfristig auf die globale Wirtschaft und die Finanzmärkte auswirken wird.

Insgesamt kann man aber festhalten, dass wir uns auf eine Ära höherer Zölle bewegen, die mit einem geringeren Wirtschaftswachstum und ausgeprägteren Inflationsrisiken einhergeht. Die Auswirkungen der Zölle variieren dabei zwischen den Ländern und Regionen stark.

Die Abwärtsrisiken in den USA haben stark zugenommen

Noch vor einem Jahr kaum denkbar, ist die Wahrscheinlichkeit einer Rezession in den USA inzwischen stark gestiegen. Die Zölle und die geplanten Sparmaßnahmen belasten sowohl die Stimmung der privaten Haushalte als auch der Unternehmen. Die amerikanische Zentralbank hat ihre Prognosen für das Wirtschaftswachstum in den Jahren 2025 und 2026 bereits gesenkt, während die Inflationserwartungen angehoben wurden.

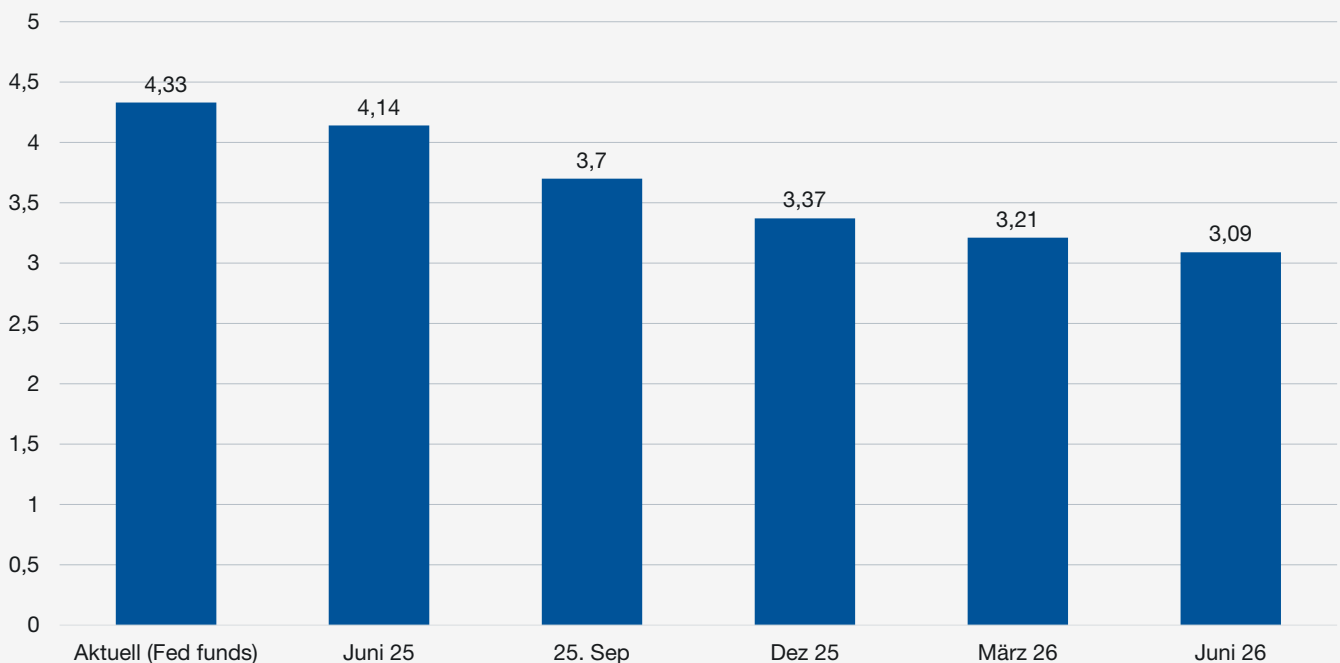
Höhere Zölle führen dazu, dass die Preise für importierte Güter in den USA steigen – sowohl für Unternehmen, die diese Güter als Rohstoffe für ihre Produktion nutzen, als auch für Verbraucher, die sie als Endprodukte erwerben. Diese Preissteigerungen verringern die Kaufkraft der Bevölkerung und wirken sich daher negativ auf

die Konsumausgaben aus. Darüber hinaus haben höhere Zölle, die von anderen Ländern als Gegenmaßnahme verhängt werden, einen dämpfenden Effekt auf US-Exporte und die heimische Produktion. Obwohl Steuersenkungen und Deregulierungsmaßnahmen dem entgegenwirken könnten, ist zu erwarten, dass die negativen Auswirkungen der Handelskonflikte überwiegen werden.

Insgesamt nehmen die wirtschaftliche Unsicherheit und das Risiko einer Konjunkturabkühlung weiter zu, während gleichzeitig die Inflation wieder an Dynamik gewinnen könnte – ein äußerst schlechtes Szenario. Die US-Notenbank steht vor der Herausforderung, auf diese Entwicklungen angemessen zu reagieren, möglicherweise durch eine Lockerung der Geldpolitik (vgl. Abbildung 7)?!

Abbildung 7

Zinssenkungserwartungen in den USA



Stand: 4. April 2025 Quelle: LSEG Datastream

Der Handelskrieg gefährdet die Erholung in der Eurozone

Die Ankündigung neuer US-Zölle stellt zweifellos eine schlechte Nachricht für die europäische Wirtschaft dar, die ohnehin schon mit einigen strukturellen Herausforderungen zu kämpfen hat.

So steht die Eurozone vor erheblichen Wettbewerbsproblemen, die durch Trumps Maßnahmen noch verschärft werden. In Deutschland sind diese Probleme besonders ausgeprägt, da chinesische Unternehmen zunehmend mit günstigeren Produkten in den deutschen Kernbereichen Automobil und grüne Technologien auf den Markt drängen. Die hohen Zölle von mehr als 50 % auf asiatische Importe wird wahrscheinlich dazu führen, dass chinesische Exporte verstärkt nach Europa umgelenkt werden, um Überkapazitäten in der Produktion abzubauen. Dies könnte zwar in einigen Bereichen Marktanteilsgewinne für europäische Hersteller in den USA ermöglichen (geringere Zölle als China), doch gleichzeitig werden europäische Unternehmen in der Eurozone einem verschärften Preiswettbewerb ausgesetzt sein. Ein potenzieller Exportüberschuss aus Asien könnte jedoch auch deflationäre Effekte haben.

Die Europäische Zentralbank (EZB) könnte daher ihre Zinssenkungen in diesem Jahr schneller vorantreiben als ursprünglich

geplant. Parallel dazu könnte die neue deutsche Bundesregierung Schritte unternehmen, um wirtschaftliche Belastungen durch gezielte fiskalische Maßnahmen abzufedern. Dazu könnten unter anderem eine Senkung der Strompreise, großzügigere Steuervergünstigungen für Forschung und Entwicklung sowie gezielte Subventionen zählen. Darüber hinaus wäre es sinnvoll, wenn die neue Regierung die Gelegenheit nutzt, um Strukturreformen auf den Weg zu bringen.

Der Handelskrieg stellt nach wie vor eine erhebliche Belastung für die Eurozone dar. Neben den direkten wirtschaftlichen Auswirkungen herrscht ein Klima der Unsicherheit, das Investitionsentscheidungen hemmt. Für die Eurozone und insbesondere für Deutschland bedeutet dies, dass strukturelle Reformen und gezielte politische Maßnahmen erforderlich sind, um die Wettbewerbsfähigkeit zu erhalten und die wirtschaftlichen Belastungen zu minimieren. Die fiskalische Initiative Deutschlands ist positiv zu bewerten, wobei die positiven Auswirkungen erst nach einiger Zeit spürbar sein werden.

Was bedeutet das für die Kapitalmärkte?

Das aktuelle Umfeld gleicht einem „Fischen im Trüben“, denn Prognosen sind derzeit besonders schwierig. Die Verunsicherung unter Investoren ist spürbar hoch, und ihr Investitionsverhalten dürfte auch in naher Zukunft zurückhaltend bleiben. Für Unternehmen ist Unsicherheit stets ein schwerwiegender Hemmschuh: Erst wenn klare Rahmenbedingungen – selbst negative – geschaffen sind, können sie sich darauf einstellen und gezielte Strategien entwickeln. Diese Klarheit ermöglicht es, einen konkreten Schlachtplan zu entwerfen, während anhaltende Unsicherheit die Märkte weiter volatil hält. Die Einführung neuer Zölle hat weitreichende Folgen und zwingt Unternehmen weltweit dazu, ihre Geschäftsstrategien anzupassen – häufig mit Auswirkungen, die letztlich die Verbraucher zu spüren bekommen.

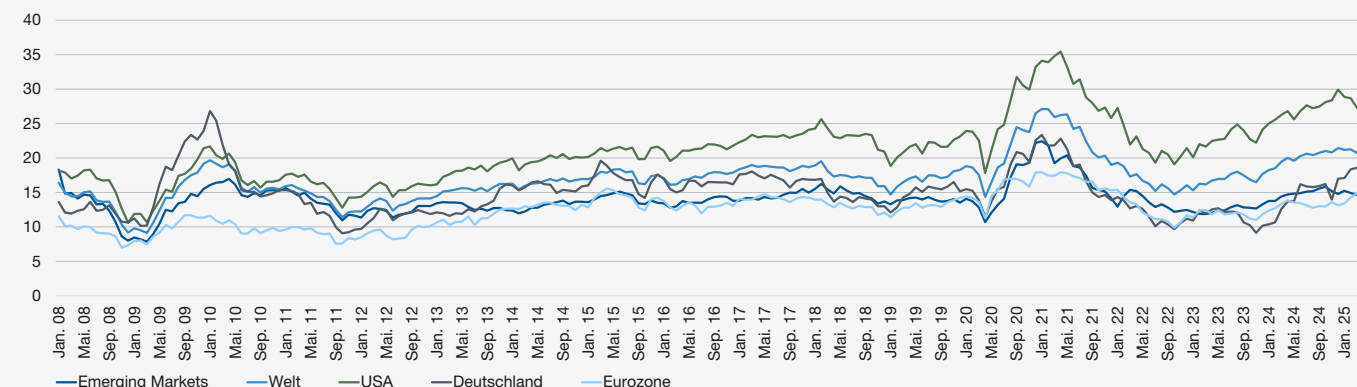
Die Vielzahl an Unsicherheitsfaktoren dürfte auch in Zukunft für eine erhöhte Volatilität an den Aktienmärkten sorgen. Das Risiko

von Rückschlägen bleibt weiterhin hoch, weshalb wir konsequent an unserem Qualitätsfokus festhalten.

Regional betrachtet könnten die deutlich niedrigeren Bewertungen europäischer und Schwellenländeraktien interessante Gelegenheiten bieten (vgl. Abbildung 8). Werfen wir zunächst einen Blick auf europäische Aktien: Die jüngsten fiskalischen Impulse haben die Marktstimmung spürbar aufgehellt und sorgen für einen stärkeren Kapitalzufluss nach Europa. Diese Maßnahmen dürften zudem das Gewinnwachstum der Unternehmen positiv beeinflussen und ihre Attraktivität weiter steigern. Dennoch bleiben Herausforderungen bestehen: Die bestehenden Zölle, die Konkurrenz aus Asien sowie mögliche Vergeltungsmaßnahmen stellen eine erhebliche Belastung dar, wenngleich ein Teil dieser Risiken vermutlich bereits in den Kursen berücksichtigt ist.

Abbildung 8

Kurs-Gewinn-Verhältnis



Stand: 4. April 2025. Quelle: LSEG Datastream

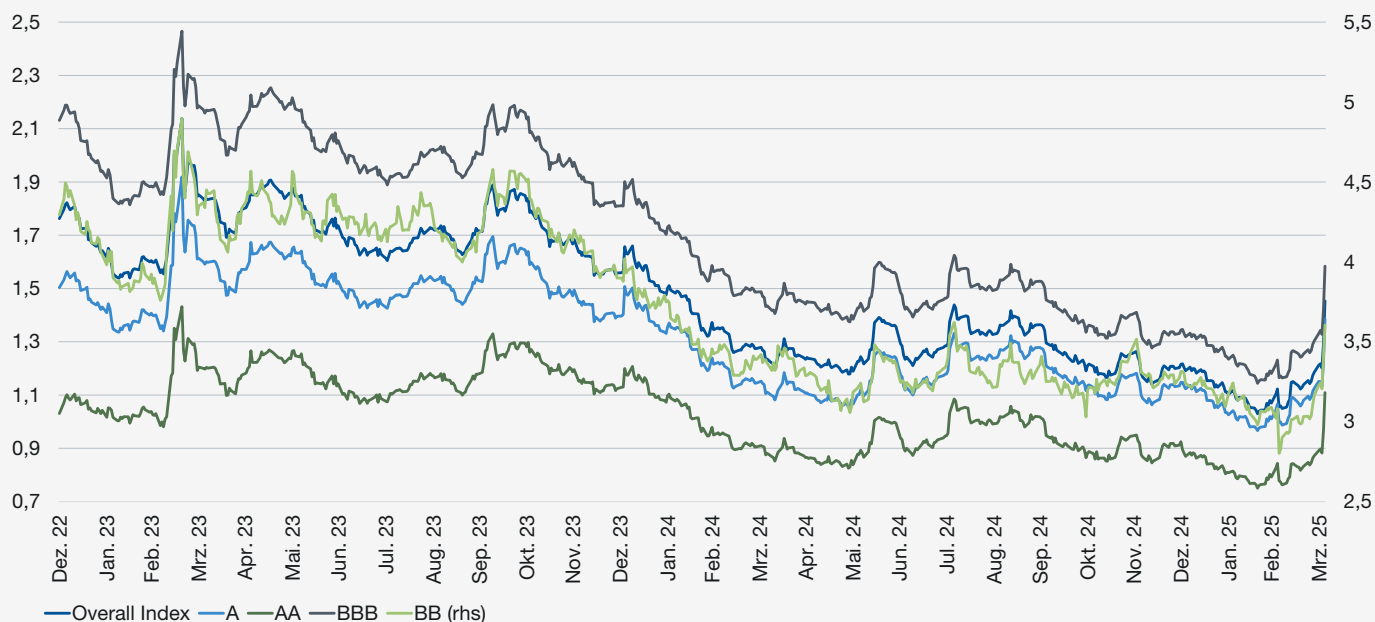
Schwellenländeraktien bieten derzeit ebenfalls vielversprechende Chancen, da sie von mehreren positiven Entwicklungen profitieren. So könnte die relative Schwäche des US-Dollars positiv wirken, während das dynamische Wirtschaftswachstum und die zunehmende Diversifizierung in zukunftsorientierte Sektoren wie Technologie und Dienstleistungen die Attraktivität dieser Märkte weiter stärken. Hinzu kommen günstige Bewertungen, eine steigende Eigenkapitalrendite und ein wachsendes Gewinnpotenzial. Dennoch sollten Risiken wie geopolitische Spannungen, Zölle und Vergeltungsmaßnahmen oder makroökonomische Unsicherheiten in China nicht außer Acht gelassen werden. Ein aktives Management bleibt daher unerlässlich, um Chancen gezielt zu nutzen und Risiken effektiv zu steuern.

Und wie steht es um US-Aktien? Trotz der konjunkturellen Sorgen, die mittlerweile weitgehend eingepreist sein dürften, bieten die US-Märkte punktuell interessante Möglichkeiten. So könnte der jüngste Einbruch der US-Aktien neue Einstiegschancen schaffen.

Und wie schaut es auf der Rentenseite aus? Europäische festverzinsliche Anlagen könnten weiterhin von den erwarteten Zinssenkungen profitieren. Dies könnte insbesondere Staatsanleihen zugutekommen. Allerdings sind die Risikoprämien im Bereich der Unternehmensanleihen seit einiger Zeit besonders gering, was die Attraktivität dieser Anlageklasse einschränkt (vgl. Abbildung 9). Seit den jüngsten Ankündigungen des US-Präsidenten haben die Risikoprämien jedoch wieder erheblich zugenommen, was auf eine erhöhte Unsicherheit und potenziell steigende Risiken hindeutet.

Abbildung 9

iBoxx Risikoprämien gegenüber 10-jährigen Bunds



Stand: 4. April 2025. Quelle: LSEG Datastream

Fazit

Insgesamt lässt sich festhalten, dass die Kapitalanlage derzeit von erheblichen Risiken überschattet wird. Wie bereits erwähnt, sind Prognosen in der aktuellen Lage äußerst schwierig und können sich rasch ändern –abhängig von neuen Ankündigungen der US-Regierung, Vergeltungsmaßnahmen oder Verhandlungen zwischen verschiedenen Ländern. Vielleicht hat sich die Welt bereits zwischen der Erstellung dieses Kommentars, dem Versand und seitdem Sie diesen geöffnet haben, verändert.

Diese Unsicherheit erfordert von Investoren ein hohes Maß an Flexibilität und Wachsamkeit, um auf kurzfristige Entwicklungen reagieren und ihre Strategien entsprechend anpassen zu können - „The case for active management“.

Verfasserin:
Desiree Sauer,
Senior Vice President
Investment-Strategin

Verfasser:
Werner Krämer,
Managing Director
Macro-Economic Analyst

Wichtige Informationen

Dies ist eine Marketing-Unterlage

Dieses Dokument gibt die Ansicht von Lazard Asset Management LLC oder verbundener Unternehmen („Lazard“) wieder und beruht auf Informationen, die zum Zeitpunkt der Veröffentlichung als verlässlich eingeschätzt wurden. Es kann jedoch keine Zusicherung gegeben werden, dass geäußerte Prognosen oder Annahmen tatsächlich eintreten.

Dieses Dokument wird von Lazard Asset Management LLC oder verbundenen Unternehmen („Lazard“) ausschließlich für informative Zwecke zur Verfügung gestellt. Keine Aussage in diesem Dokument stellt eine Anlageberatung oder eine Empfehlung zum Handeln eines Wertpapiers, Derivates, Sachwertes, sonstigen Vermögenswertes oder einer Investmentdienstleistung dar.

Anlagen in Wertpapiere, Derivaten und Sachwerten enthalten Risiken, die sich unter anderem in Preisschwankungen äußern und zu Verlusten führen können. Bestimmte Vermögenswerte, die in Lazards Portfolios gehalten werden, insbesondere im Falle sogenannter Alternativer

Investmentfonds, enthalten höhere Risiken, und die Wertschwankungen können größer ausfallen als bei anderen Vermögenswerten. Dementsprechend können

einzelne Vermögenswerte nur an weniger liquiden oder effizienten Märkten gehandelt werden, was die Wertentwicklung der Portfolios negativ beeinflussen kann. Die vergangene Wertentwicklung erlaubt keine Prognose der zukünftigen Wertentwicklung. Alle Ansichten, die hier geäußert wurden, können sich jederzeit ändern und von denen anderer Mitarbeiter von Lazard abweichen.

Dieses Dokument darf nur durch Personen zur Kenntnis genommen werden, die sich in einem Land aufhalten, in welchem die Verbreitung dieses Dokuments im Einklang mit dem örtlichen Recht zulässig ist und im Einklang steht mit den von Lazard gehaltenen lokalen Registrierungen. Bitte informieren Sie sich auf www.lazardassetmanagement.com über die jeweiligen Gesellschaften der Lazard Gruppe, die dieses Dokument herausgegeben haben und den Umfang der jeweiligen erlaubten Tätigkeiten.

LR37097