

BERICHT FÜR DAS 1. QUARTAL 2025

Nachdem die Wall Street im vierten Quartal 2024 den Sieg von Donald Trump bei den US-Präsidentenwahlen noch mit steigenden Kursen gefeiert hatte, verschlechterte sich die Stimmung im ersten Quartal 2025 zunehmend. Die erratische Politik des Weißen Hauses und vor allem die in alle Richtungen angedrohten und schließlich erhobenen Zölle wurden zu einer Belastung für die Konjunktur und die Börsen.

Konjunktur und Leitzinsen

Schon vor dem Amtsantritt von Donald Trump machte man sich an den Börsen Sorgen um drohende Handelsstreitigkeiten. Unmittelbar nach dem Einzug ins Weiße Haus begann Trump mit einer Vielzahl von Dekreten, am etablierten System und am US-Parlament vorbei zu regieren. Dazu erfolgte u.a. die Gründung einer Organisation „für Regierungseffizienz“ (DOGE), deren rechtlicher Status ebenso unklar ist wie der ihres inoffiziellen Chefs, dem Multimilliardär Elon Musk. Die erratische Politik des Trump-Musk-Regimes wurde dann zunehmend zur Belastung für Unternehmen, Privathaushalte, Behörden und Bildungseinrichtungen in den USA.

Mehrfach wurden Zölle verhängt und teilweise wieder ausgesetzt, Tausende Behördenmitarbeiter entlassen und teilweise wieder eingestellt. Hoffnungen, bei den Zolldrohungen gegen alle wichtigen Handelspartner der USA handle es sich nur um eine Verhandlungsstrategie, wurden enttäuscht. Die Handelskriege in alle Richtungen und die wechselhaften Rahmenbedingungen erschweren die Planungssicherheit für Unternehmen, unterbrechen bewährte Lieferketten und belasten die Nachfrage der US-Privathaushalte. Entgegen seinen Wahlversprechen schwächt Trumps Politik die Konjunktur und heizt die Inflation wieder an.

Damit nimmt die Gefahr zu, dass die USA in eine „Stagflation“ geraten, eine Phase ohne Wirtschaftswachstum, aber mit deutlich steigendem Preisniveau. Diese Sorgen werden auch von der US-Notenbank Fed geteilt. Die Hoffnungen auf weitere Leitzinssenkungen in den USA wurden kleiner, was sowohl die Anleihe- als auch die Aktienmärkte belastete. Tatsächlich verzichtete die Fed angesichts der Inflationsrisiken erneut auf eine Lockerung ihrer Geldpolitik. Damit blieb die Fed Funds Rate auf dem Mitte Dezember beschlossenen Niveau von 4,25 bis 4,5 Prozent. Die vom Markt eingepreisten Erwartungen verringerten sich auf zwei Leitzinssenkungen im Jahresverlauf.

Dass Trump und seine Diplomaten in Fragen des russischen Angriffskrieges gegen die Ukraine zunehmend Positionen des Kremls übernahmen, schockierte vor allem Westeuropa. Angesichts der Bedrohung durch russische Kriegspläne und der Aufkündigung des US-Beistands begannen die europäischen Regierungen mit der Mobilisierung von milliarden schweren Verteidigungsbudgets. Deutschland beschloss zusätzlich hohe Investitionen in die Infrastruktur. Dies führte an den Aktienmärkten zu Kursgewinnen, weil dies wie ein Konjunkturprogramm wirken dürfte, an den Anleihemärkten dagegen zu einem Renditeanstieg.

Die Europäische Zentralbank (EZB) konnte angesichts der weitgehend unter Kontrolle befindlichen Inflation in der Eurozone im ersten Quartal zweimal ihre Leitzinsen um jeweils einen viertel Prozentpunkt senken. Am 6. März sank der Hauptrefinanzierungssatz auf 2,65 Prozent und der Spitzenrefinanzierungssatz auf 2,9 Prozent. Die Einlagefazilität, mit der Guthaben der Geschäftsbanken bei der Zentralbank verzinst werden, sank auf 2,5 Prozent, was sich auf die Höhe von Bankzinsen für Sparer in der Eurozone auswirken dürfte.

Inflation, Anleihen, Währungen und Rohstoffe

Schon kurz vor dem Amtsantritt von Trump verlief die Ausgabe neuer US-Staatsanleihen schlecht. Die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen stieg im Januar mit 4,8 Prozent in die Nähe ihres Fünfzehnjahres-Hochs aus 2023 bei 5,0 Prozent. Angesichts einer US-Staatsverschuldung von über 120 Prozent des jährlichen Bruttoinlandsproduktes könnte die Bereitschaft des Marktes abnehmen, unbegrenzt weitere US-Staatsschulden zu finanzieren.

Die im Januar veröffentlichten Inflationsdaten für Dezember sorgten dann aber für bessere Stimmung. Der Verbraucherpreisindex bezifferte die Inflationsrate zwar auf 2,9 nach 2,7 Prozent, aber die Kerninflationsrate sank leicht von 3,3 auf 3,2 Prozent. Nach 3,0 Prozent für den Januar freuten sich die Börsen über einen Rückgang der Gesamtinflationsrate auf 2,8 Prozent im Februar. Zusammen mit den zunehmend schlechteren Konjunkturaussichten für die USA ließ das die Renditen am Anleihemarkt sinken, für zehnjährige US-Staatsanleihen auf 4,21 Prozent Ende März, was gegenüber dem Jahresbeginn bei 4,57 Prozent für das Quartal einen Rückgang um 0,36 Prozentpunkte bedeutet.

Bei 30 Jahren Laufzeit verringerte sich die Rendite nur um 0,20 Prozentpunkte auf 4,59 Prozent. Im

Gegensatz dazu sprang die Rendite deutscher Bundesanleihen mit zehn Jahren Laufzeit von 2,47 auf 2,93 Prozent, als die Entscheidung für schuldenfinanzierte Investitionen in Verteidigung und Infrastruktur fiel. Der Bund-Future, der an der Terminbörse die Kursentwicklung der Bundesanleihen widerspiegelt, erlebte binnen weniger Tage einen Kurseinbruch von 132 auf 126,5 Prozent des Nominalwerts. Allerdings wird sich die erhöhte Neuverschuldung über Jahre verteilen. Bis Ende März sank die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen auf 2,74 Prozent, womit für das Quartal ein Anstieg um 0,37 Prozentpunkte verblieb. Der Bund-Future verzeichnete im ersten Quartal insgesamt einen Rückgang um 3,5 Prozent auf einen Kurs von 128,8.

An den Devisenmärkten setzte sich zunächst der Anstieg des US-Dollars fort. Der Euro fiel im Verlauf des Januars gegen US-Dollar auf den tiefsten Stand seit über zwei Jahren bei 1,02 US-Dollar pro Euro und drehte dann, bevor die Parität von eins zu eins wieder erreicht wurde. Der zunehmende Vertrauensverlust in die USA zeigte sich dann in einem fallenden US-Dollar, denn trotz eines vergrößerten Zinsvorteils für die US-Währung stieg der Euro im März auf zeitweilig über 1,09 US-Dollar pro Euro. Ein Wechselkurs von 1,08 US-Dollar pro Euro Ende März bedeutet für das erste Quartal einen Rückgang der US-Währung um 4,5 Prozent. Dass es sich dabei eher um eine Dollar-Schwäche als um eine Euro-Stärke handelt, zeigt der Blick auf den japanischen Yen. Dessen Wechselkurs zum Euro änderte sich kaum, aber der US-Dollar verlor gegen Yen 4,6 Prozent auf 150 Yen pro US-Dollar.

Kryptowährungen profitieren zunächst weiter vom Politikwechsel in den USA, wobei sich Donald Trump und sein Umfeld Einnahmen in Millionenhöhe durch die Ausgabe eigener Crypto Coins verschafften. „Echte“ Kryptowährungen wie Bitcoin, XRP (Ripple) und Solana erreichten neue Rekordwerte. Bitcoin kam je nach Handelsplatz auf rund 109.350 US-Dollar. Im Verlauf des Quartals verschlechterte sich die Stimmung aber, als die von Trump beworbenen Digital-Coins massiv an Wert verloren. Zudem gab es einen erfolgreichen Hackerangriff auf die Kryptobörse Bybit. Mutmaßlich nordkoreanischen Angreifern gelang der digitale Diebstahl von Ether im Gegenwert von rund 1,5 Mrd. US-Dollar.

Anfang März gab es einen kurzen Erholungsversuch, als Donald Trump seine Pläne für eine „strategische Krypto-Reserve“ erwähnte. Neben Bitcoin und Ether wurden dabei von ihm auch XRP (von Ripple), Solana und Cardano genannt. Deren Wechselkurse sprangen

prozentual zweistellig nach oben, gaben diese Gewinne aber rasch wieder ab. Entgegen den Hoffnungen von Kryptoinvestoren soll die Reserve nur aus beschlagnahmten Coins bestehen und nicht durch Käufe aufgestockt werden. Für das Quartal ergab sich schließlich ein Rückgang des Bitcoins um 11,7 Prozent auf rund 82.400 US-Dollar. Andere Kryptowährungen verloren überwiegend deutlich mehr.

An den Rohstoffmärkten überwogen im ersten Quartal steigende Preise. Der Ölpreis spiegelte die Erwartungen an die Weltkonjunktur wider. Bis Mitte Januar signalisierte ein Preisanstieg bis über 80 US-Dollar pro Barrel die Erwartung einer besseren Konjunktur. Dann drückte zunehmend die krude Zollpolitik von Trump auf die Stimmung. Im März wurde zeitweilig die Marke von 70 US-Dollar pro Barrel unterschritten. Für das Kalenderquartal insgesamt ergab sich so gut wie keine Veränderung.

Der Kupferpreis erholte sich um gut 10 Prozent auf rund 9.700 US-Dollar pro Tonne. Auch der Rohstoffindex Bloomberg Commodity Index verzeichnet für den Berichtszeitraum ein Plus von 7,7 Prozent auf 106,4 Punkte. Der Goldpreis setzte seinen Anstieg angesichts der internationalen Unsicherheiten fort und beendete das Quartal mit einem Anstieg um 19 Prozent bei 3.123 US-Dollar pro Unze auf einem neuen Rekordniveau. In Euro ergibt sich aufgrund des schwächeren US-Dollars nur ein Plus von 13,8 Prozent auf rund 2.885 Euro pro Unze. Die Edelmetalle Silber, Platin und Palladium konnten im Kielwasser des Goldpreises ebenfalls steigen: in US-Dollar um 18, 10 bzw. knapp 8 Prozent.

Aktienmärkte

Der Auftakt in die US-Berichtssaison fiel mit guten Ergebnissen der großen US-Finanzinstitute erfreulich aus. Damit drehten die Aktienkurse an der Wall Street im Januar nach oben. Der Dow Jones Industrial Average holte einen Großteil der Kursverluste aus dem Dezember wieder auf, stieg auf über 44.000 Punkte und kam seinem Rekord von Anfang Dezember in Höhe von 45.074 Zählern nahe. Von den Indexschwergewichten unterstützten die meisten unter Führung des KI-Chip-Wertes Nvidia die Kurserholung.

Der S&P-500-Index erreichte im Februar mit 6.147 Punkten einen neuen Rekordstand, der Nasdaq-100-Index mit 22.222,6 Zählern. Zuvor hatte zum Auftakt der letzten Januarwoche das chinesische Start-up DeepSeek mit seinem KI-Modell für Verunsicherung gesorgt.

Berichte über dessen Kosteneffizienz ließen Zweifel an den hohen KI-Investitionen in den USA aufkommen.

Die mit Spannung erwarteten Geschäftsergebnisse des KI-Chip-Herstellers Nvidia fielen dann sehr gut aus, wurden bei der sehr hoch bewerteten Aktie aber mit Kursverlusten quittiert. Zu einem der größten Kursverlierer gehörte die Tesla-Aktie. Die Verkaufszahlen des E-Auto-Herstellers entwickelten sich schlecht, was auch der Rolle von Tesla-Chef Elon Musk auf der politischen Bühne geschuldet sein dürfte. Gegen Tesla gibt es in zahlreichen Ländern Boykottaufrufe, auch im Heimatmarkt USA.

Unter der erratischen Politik des Trump-Musk-Regimes litt das US-Konsumentenvertrauen ganz allgemein. Aktien von US-Einzelhandelsunternehmen wie Walmart verzeichneten Kursverluste. Im Verlauf des März wurde die Politik von Trump, die aus Zolldrohungen in alle Richtungen bestand, zunehmend zur Belastung. Der Dow Jones beendete das Quartal schließlich bei 42.002 Punkten mit einem Minus von 1,3 Prozent. Der aus den Aktienkursen der 500 größten US-Konzerne berechnete S&P-500-Index verlor gegenüber dem Jahresbeginn 4,6 Prozent und kam auf 5.612 Zähler und der von großen Technologie-Aktien geprägte Nasdaq-100 sogar 10,4 Prozent auf einen Stand von 19.278 Punkten. Dass auch der US-Nebenwerte-Index Russell-2000 mit einem Minus von 9,8 Prozent zu den größeren Verlierern gehört, obwohl die darin enthaltenen Unternehmen stark von der Binnenkonjunktur innerhalb der USA abhängen, zeigt, dass die Auswirkungen der Trump-Politik nicht vom Ausland bezahlt werden, wie dieser behauptet. Vielmehr wird der amerikanischen Mittelstand massiv belastet.

Die europäischen Aktienmärkte zeigten im ersten Quartal eine hohe Outperformance gegenüber US-Aktien. Zum einen werden die Chancen auf eine Unterstützung der Kapitalmärkte durch eine weitere Lockerung der Geldpolitik positiv eingeschätzt. Noch wichtiger dürfte aber sein, dass die vorbereiteten staatlichen Ausgabenprogramme in den Bereichen Verteidigung und Infrastruktur positiv auf die Konjunktur wirken sollten. Zu den größeren Kursgewinnern zählten folgerichtig europäische Rüstungswerte und Aktien von Baukonzernen, wogegen Immobilienwerte aufgrund der höheren Kapitalmarktrenditen Kursverluste verzeichneten.

Der Euro-STOXX-50 sprang über die 2024 entstandene Widerstandszone bei 5.000 bis 5.122 Zählern und erreichte mit Werten über 5.200 Punkten

den höchsten Stand seit über 20 Jahren. Mit 5.568 Zählern erreichte der Leitindex der Eurozone Anfang März ein neues Rekordhoch. Zum Quartalsende drückten dann Sorgen vor weiteren Zollankündigungen aus den USA auf das Kursniveau. Es verblieb ein Plus von 7,2 Prozent bei 5.248 Punkten.

Der Deutsche Aktienindex (DAX) kletterte in Reaktion auf die staatlichen Sondervermögen auf neue Rekorde. Im März wurden in der Spitze 23.476 Zähler erreicht, bevor die Sorgen um die Zollpolitik aus den USA den Index bis zum Quartalsende auf 22.163,5 Punkte drückten. Gegenüber dem Jahresbeginn ergibt sich somit ein Plus von 11,3 Prozent. Während die meisten westeuropäischen Aktienindizes nicht so stark stiegen (der französische CAC-40 etwa um 5,6 Prozent und der Londoner FTSE-100 um 5,0 Prozent), setzte sich die Hausse der zentral- und osteuropäischen Aktienmärkte fort. Der CECE verzeichnet für das zweite Quartal ein Plus von 20,5 Prozent. Dabei spielte es auch eine Rolle, dass Hoffnungen auf einen Waffenstillstand in der Ukraine aufkamen.

Der japanische Aktienmarkt startete dagegen ohne Schwung in das Jahr 2025. Der populäre Nikkei-225-Index pendelte zunächst an den unteren Rand der seit Oktober vergangenen Jahres gültigen Handelsspanne zurück und fiel dann im März unter dem Eindruck der US-Zollpolitik darunter. Der Indexstand von 35.618 Zählern am Quartalsende bedeutet für den Nikkei-225 ein Minus von 10,7 Prozent. Beim Topix Index betrug der Rückgang nur 4,5 Prozent. Die chinesischen Börsen legten bis Mitte März zu, bis die Sorge vor US-Zöllen den Kursanstieg bremste. Der Hang Seng Index der Börse Hongkong markierte mit 24.874 Punkten den höchsten Stand seit Februar 2022 und beendete das Quartal mit einem Anstieg um 15,3 Prozent bei 23.120 Zählern. Auch der indische Aktienmarkt setzte seinen im Oktober begonnenen Abwärtstrend bis Anfang März fort, zeigte sich danach aber stabilisiert, sodass der BSE SENSEX-30 Index mit nur 0,9 Prozent unter dem Stand vom Jahresbeginn abschloss.