



MONTHLY INVESTMENT *Brief*

11. JUNI 2025



Laurent Denize
Global Co-CIO ODDO BHF

„*Big Beautiful Market*“ vs. „*Big Beautiful Bill*“



“ *Die Finanzmärkte haben nach dem Liberation Day eine beeindruckende Widerstandskraft gezeigt. Dennoch spiegelt das aktuelle Niveau des „Big Beautiful Market“ eher Optimismus als Realismus wider.* ”



Ungeachtet geopolitischer Risiken boten die letzten Wochen eine willkommene Atempause. Anstatt zu kapitulieren, haben die Märkte sich als widerstandsfähig erwiesen. Ja, es gab viele Störgeräusche, doch letztlich waren die positiven mikro- und makroökonomischen Signale der Startschuss für einen „Big Beautiful Market“. Anleger suchen nicht mehr nach Ruhe und Sicherheit um jeden Preis, sondern haben gelernt, das Chaos für sich zu nutzen. Die jüngste Rallye belegt, wie der „Big Beautiful Market“ sich anpasst und Rücksetzer schnell verdaut. Trotz politischer Unsicherheiten und steigender Staatsanleiherenditen wird das Fundament stabiler – zumindest vorerst. Der Anstieg der Kurse an den Finanzmärkten stellt uns vor die folgenden zentralen Fragen: „Wann ist das Maximum erreicht?“ und „Was könnte sie weiter in die Höhe treiben?“ Ob die von Donald Trump versprochene „Big Beautiful Bill“ dabei weiterhilft, ist allerdings fraglich.

Warum notieren die Aktienmärkte auf einem derart hohen Niveau?

Nach den heftigen Turbulenzen nach dem „Liberation Day“ haben sich die Märkte stabilisiert. Die meisten zollsensiblen Aktien notieren inzwischen wieder über dem Stand vor Trumps Amtsantritt. Bevor wir eine Einschätzung vornehmen, wie wahrscheinlich weitere Kursanstiege bei Risikowerten sind, betrachten wir die drei Hauptfaktoren, die die jüngste kräftige Erholung erklären.

Weiche Daten, kräftiges Momentum: Trotz aller handelsbezogenen Turbulenzen und Trumps Kurswechsellern gaben solide Konjunkturdaten den Aktien-

märkten seit dem Liberation Day wieder mehr Zuversicht. Die Einkaufsmanagerindizes für Mai zeigen eine Besserung der Stimmung, da die Sorgen über US-Zölle nachgelassen haben. Der US-Gesamtindex lag mit 52,1 Punkten höher als erwartet und legte im Vergleich zum Vormonat um 1,5 Punkte zu. Grund dafür ist ein deutlicher Anstieg im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor, die jeweils 52,3 Punkte erreichten. Auch in Deutschland hellte sich das Geschäftsklima leicht auf und bestätigte die Signale anderer weicher Konjunkturindikatoren für die Eurozone. Insgesamt ist die Wahrscheinlichkeit einer Rezession in den letzten Wochen spürbar gesunken und die Wachstumsprognosen für die wichtigsten Regionen wurden zuletzt angehoben.

Abklingende Zolleffekte: Zwar ist immer das Risiko unerwarteter Turbulenzen gegeben, doch die Märkte haben sich daran gewöhnt. Sie reagieren inzwischen gelassener auf Zolldrohungen, da diese inzwischen weniger glaubwürdig geworden sind. So verlor der Stoxx Europe 600 nach der Androhung von Zöllen in Höhe von 50 % für Europa im Mai weniger als 1 %. Zum Vergleich: Nach den am „Tag der Befreiung“ angekündigten 20% fiel der Index noch um 5 %. Wir gehen davon aus, dass in den Gewinnprognosen der Unternehmen und den BIP-Schätzungen nun als Basisszenario ein Basiszoll von 10 % zzgl. sektorspezifischen Zöllen (aktuell liegen diese bei 15–17 %) eingepreist ist, was immer noch den höchsten Stand seit Jahrzehnten darstellt. Dies erklärt einen Großteil der jüngsten Erholung.



Wieder optimistischere Gewinnaussichten: Die Unternehmen erzielten nicht nur ein solides Gewinnwachstum von +10% (S&P 500) bzw. +2% (Stoxx Europe 600) im ersten Quartal, sondern gaben auch bessere Prognosen und Signale ab als erwartet, obwohl die implizite Gesamtzollrate bei etwa 20% lag. Dementsprechend hat sich die Gewinnstimmung, gemessen an der Gewinnrevisionsquote (Earnings Revision Ratio), kräftig nach oben gedreht. Dies trug dazu bei, Ängste vor einem abrupten Ende des Konjunkturzyklus und des Gewinnwachstums zu zerstreuen.

Nach unserer Einschätzung könnte die zuletzt zu beobachtende Marktresilienz insbesondere in Europa durchaus anhalten. Rund um den Globus ist den politischen Entscheidungsträgern daran gelegen, die Handelsgespräche zu einem erfolgreichen Abschluss zu bringen. Die Zoll-Unsicherheit wird zunehmend als gegeben akzeptiert und nicht länger als Überraschungsfaktor eingepreist. Die jüngste geldpolitische Lockerung muss erst noch ihre Wirkung voll entfalten und trägt im Zusammenspiel mit der Erwartung weiterer Lockerungen zu einer Entspannung der Finanzierungsbedingungen bei. Die Markterholung selbst bedeutet zudem, dass negative Vermögenseffekte und eine Verschärfung der Finanzierungsbedingungen vermieden werden. Dennoch gibt es einige Punkte, die Aufmerksamkeit erfordern.

Nach dem „Handelskrieg“ ist der „Kapitalkrieg“ das nächste zentrale Thema.

In diesem Zusammenhang ist zunächst der „One Big Beautiful Bill Act“ zu nennen, der die Steuersenkungen aus dem Jahr 2017 verlängert und neue Steuer- und Ausgabenmaßnahmen vorsieht. Durchaus möglich, dass im Falle einer Verabschiedung dieses Gesetzes Aktien von einem anhaltenden Wachstumsschub profitieren, der die Belastungen durch höhere Zinsen aufwiegt. Allerdings steckt der Teufel im Detail, und das könnte das Gesamtbild verändern. Beunruhigend ist zum Beispiel Abschnitt 899 des derzeit dem Senat vorliegenden Steuergesetzes. Dieser sieht steuerliche Vergeltungsmaßnahmen gegen Nicht-US-Personen, Unternehmen und Regierungen aus Ländern vor, die „unfaire ausländische Steuern“ auf US-Personen erheben (wie die in Europa als GAFA-Steuer bekannten Besteuerung digitaler Dienstleistungen). Für börsennotierte Unternehmen ist die Erhöhung der Quellensteuer das wichtigste Besteuerungsinstrument: Sie beginnt bei 5 % und steigt dann jährlich um 5 Prozentpunkte auf maximal 20 %. Sie fällt sowohl auf aktive Geschäftseinkünfte (Gewinne) als auch auf passive Einkünfte (Dividenden, Zinsen, Kapitalgewinne) an. Die Regelung gilt für nicht in den USA ansässige Personen, ausländische Regierungen, Staatsfonds (im Gesetzentwurf ausdrücklich genannt), ausländische Unternehmen (die sich zu über 50 % im Besitz von Nicht-US-Personen befinden) sowie ausländische Trusts. Es wird

erwartet, dass dadurch in den nächsten zehn Jahren Einnahmen in Höhe von 116 Mrd. USD erzielt werden. Ein weiteres Element des Steuergesetzes ist die geplante Steuer auf Überweisungen ins Ausland. Diese könnte über einen Zeitraum von zehn Jahren 22 Mrd. USD einbringen. Abgesehen von den reinen Zahlen lassen diese beiden Vorhaben Zweifel daran aufkommen, wie es künftig um die volle Freiheit des Kapitalverkehrs in der US-Wirtschaft bestellt sein wird. Wir kennen die Antwort darauf nicht, aber es wird einmal mehr deutlich, dass die Trump-Regierung das Narrativ geändert hat. Für Ausländer ist eine Re-Investition freiwerdender Mittel in Dollar in den USA keine Selbstverständlichkeit mehr, und zwar aus drei Gründen: **Erstens** herrscht Unsicherheit über die künftige Politik. **Zweitens** erweist sich Trumps Ankündigung, die Staatsausgaben zu senken, immer mehr als leeres Versprechen. Und **drittens** sind alle Maßnahmen Trumps von der Maxime geleitet, „Ausländer zahlen“ zu lassen.

US-Anleiherenditen im Auge behalten

Wie bereits in den letzten beiden Ausgaben des „Monthly Investment Brief“ vom April 2025 und vom Mai 2025 erörtert, gibt es einen weiteren Aspekt, der für die Aktienrallye zum Stolperstein werden könnte: die mögliche Rückkehr der Zinsvolatilität. Zwar liegt die nominale Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen wieder bei 4,5 %, doch die Laufzeitprämie hat ihren höchsten Stand seit 2014 erreicht. Gleichzeitig ist mit der „Big Beautiful Bill“ die Sorge über die Tragfähigkeit der US-Finanzpolitik in den Fokus gerückt. Schließlich weisen die USA ein Zwillingdefizit von 10-11 % des BIP auf, bestehend aus einem Haushaltsdefizit in Höhe von etwa 6,5 % des BIP und einem Leistungsbilanzdefizit von fast 4 %. Jede erneute Zinsvolatilität - möglicherweise ausgelöst durch eine weitere Neubewertung der Laufzeitprämien infolge finanzpolitischer Schlagzeilen - könnte die hohen Aktienbewertungen destabilisieren. Das öffentliche Zerwürfnis der Trump-Regierung mit ihrem ehemaligen „Spar-Kommissar“ Elon Musk erhöht dieses Risiko zusätzlich. Ein Blick auf die letzten 20 Jahre zeigt, dass US-Aktien in der Regel zulegen, wenn die Anleiherenditen aufgrund der Erwartung höheren Wirtschaftswachstums anziehen. Zu beobachten war jedoch auch, dass sie darunter leiden, wenn die Renditen aufgrund anderer Faktoren - wie beispielsweise haushaltspolitischer Bedenken - steigen. Unabhängig von den makroökonomischen Faktoren hatten es Aktien in der Vergangenheit schwer, wenn die Anleiherenditen innerhalb eines Monats um mehr als zwei Standardabweichungen stiegen. Die letzten Wochen sind ein Beleg dafür, dass wir es mit einem solchen Muster zu tun haben. Mit Blick auf die US-Anleiherenditen ist auch das hohe Realzinsniveau zu beachten, das die Kapitalkosten steigen lässt. Dabei ist zu bedenken, dass Aktien 30 Prozent des Gesamtvermögens der US-Haushalte ausmachen. Hohe Realzinsen wirken sich somit negativ auf den US-Kreditzyklus, den US-Konsum und das US-Wachstum aus.



Wie sollte man sich also positionieren?

- **Aktien:** Wir behalten eine leicht übergewichtete Position in Aktien bei, raten jedoch dazu, sich näher an der Benchmark zu orientieren und zu einer neutraleren Position überzugehen. Nach der jüngsten Erholung sehen wir sechs Gründe, die für eine Abschwächung der US-Aktienmärkte sprechen. Erstens zeigt sich bei den weichen Daten zwar eine Erholung, die sich in den harten Daten immer noch nicht vollständig widerspiegelt. Zudem könnte die zu erwartende konjunkturelle Abschwächung mit einem Anstieg der US-Inflationszahlen ab Juli einhergehen. Zweitens könnten die Anleiherenditen aufgrund einer anziehenden Inflation sowie wachsender Sorgen über die Fiskalpolitik (mit Blick auf die Erschwerung von Investitionen in den USA durch Section 899) steigen. Dies könnte den US-Dollar weiter schwächen. Drittens erscheinen die Konsensprognosen für das Gewinnwachstum von 10 % für 2025 bzw. 14 % für 2026 hoch. Viertens bleibt das Kurs-Gewinn-Verhältnis von US-Aktien mit 22 weiterhin hoch. Fünftens sind die Anleger nach der Aktienmarkterholung mit Blick auf Positionierung und Stimmung weniger zurückhaltend, und der Aktienanteil am Gesamtvermögen der US-Haushalte befindet sich auf einem Rekordhoch. Sechstens wird der Status von US-Vermögenswerten als „sicherer Hafen“ zunehmend in Frage gestellt, wodurch sich die Verlagerung von den USA hin zu Europa und den Schwellenländern beschleunigen könnte. In europäischen Aktien bleiben wir leicht übergewichtet. Deutschlands fiskalische Expansion durch Infrastruktur- und Verteidigungspläne (die sich 2026 mit 1,3 bis 1,6 % im deutschen BIP niederschlagen könnte) und geplante Unternehmenssteuer-senkungen von geschätzt rund 50 Mrd. EUR schaffen Rückenwind. Wir sind recht zuversichtlich, dass die Handelsgespräche zu einem positiven Ergebnis führen werden (Europa kauft mehr Energie und mehr Verteidigungsgüter und lockert die Digitalsteuer). Ein Waffenstillstand zwischen Russland und der Ukraine wäre die Trumpfkarte. Innerhalb Europas bevorzugen wir Large- und Mid-Caps mit einer klaren Ausrichtung auf Deutschland. Was die Sektoren betrifft, könnte es im Verteidigungssektor zu Gewinnmitnahmen kommen. Wir halten jedoch weiterhin eine strukturelle Long-Position in diesem Sektor für ratsam. Zu unseren Überzeugungen zählen außerdem Finanz-, Baustoff-, Chemie- und Versorgungstitel. Taktisch gilt unsere Präferenz den Schwellenländern. Grund hierfür sind voraussichtlich nachlassende Handelsspannungen mit China, ein potenziell schwächerer US-Dollar und weitere Konjunkturmaßnahmen in China. Die Region ist günstig bewertet und in Portfolios unterrepräsentiert. Innerhalb der Schwellenländer bleiben wir für chinesische Technologiewerte weiterhin optimistisch.

- **Staatsanleihen:** Zu Monatsbeginn sind wir von einer kurzen zu einer neutralen Duration übergegangen. Hierzu haben wir sowohl in den USA als auch in Europa Anleihen mit längeren Laufzeiten gekauft. Ausschlaggebend war der anhaltende Disinflationstrend, zuletzt bestätigt durch niedriger als erwartet ausgefallene Inflationszahlen aus den USA, was Spekulationen über Zinssenkungen anheizt.
- **Unternehmensanleihen:** Wir sehen die Kreditrisiken etwas positiver, da das Risiko einer globalen Rezession gesunken ist. Die Spreads bleiben jedoch niedrig und bieten nur eine begrenzte Kompensation für eine mögliche Wachstumsverlangsamung, insbesondere bei langlaufenden Hochzinsanleihen. Kurzlaufende Investment-Grade- und Hochzinsanleihen dürften hingegen weiterhin von den nach wie vor attraktiven Renditen und ihrem vergleichsweise geringen Verlustpotenzial profitieren. Wir bevorzugen weiterhin europäische Unternehmensanleihen gegenüber US-Papieren.
- **Währungen:** Wir bleiben bei unser leicht negativen Sicht auf den US-Dollar, da langfristige Indikatoren wie die Kaufkraftparität und das Leistungsbilanzdefizit eine Aufwertung des Euros erwarten lassen. Zudem könnte eine Wachstumsverlangsamung in den USA den Dollar schwächen.

Fazit: Die „Wall of Worry“ (Wand der Sorgen) hat sich zwar nicht in Luft aufgelöst, aber die Anleger haben gelernt, mit ihr umzugehen

Die Finanzmärkte haben nach dem Liberation Day eine beeindruckende Widerstandskraft gezeigt. Dennoch spiegelt das aktuelle Niveau des „Big Beautiful Market“ eher Optimismus als Realismus wider. Unterdessen ist die Marktpositionierung nicht mehr defensiv, da die Anlegerstimmung trotz anhaltender Abwärtsrisiken zunehmend optimistisch ist. Zwar gibt es weiterhin selektive Chancen, vor allem in Europa und den Schwellenländern. Doch die Gesamtlage spricht für einen zurückhaltenderen, ausgewogeneren Ansatz. Märkte kennen zwar nach oben keine Grenzen, doch fliegen können sie nicht.

Blieben Sie aufmerksam!

PRÄSENTATION LESEN



Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für künftige Erträge und unterliegt im Zeitverlauf Schwankungen. Die Performance kann bei Anlagen mit Fremdwährungsbezug infolge von Währungskursschwankungen steigen oder fallen. Schwellenländer können mehr politischen, wirtschaftlichen oder strukturellen Herausforderungen ausgesetzt sein als entwickelte Länder, woraus ein höheres Risiko entstehen kann

Wichtige Hinweise: ODDO BHF Asset Management ist die Vermögensverwaltungssparte der ODDO BHF-Gruppe. Es handelt sich hierbei um die gemeinsame Marke von drei eigenständigen juristischen Einheiten: ODDO BHF Asset Management SAS (Frankreich), ODDO BHF Asset Management GmbH (Deutschland) und ODDO BHF Asset Management Lux (Luxembourg). Alle in diesem Dokument wiedergegebenen Einschätzungen und Meinungen dienen lediglich zur Veranschaulichung. Sie spiegeln die Einschätzungen und Meinungen des jeweiligen Autors zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wider und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung verändern, eine Haftung hierfür wird nicht übernommen. Eine Wertentwicklung in der Vergangenheit darf nicht als Hinweis oder Garantie für die zukünftige Wertentwicklung angesehen werden. Sie unterliegt im Zeitverlauf Schwankungen. Es wird keine - ausdrückliche oder stillschweigende - Zusage oder Gewährleistung einer zukünftigen Wertentwicklung gegeben. Im Vorfeld einer Investition in diese Vermögensklassen sind die Anleger ausdrücklich angehalten, sich detailliert mit den Risiken der Anlage in diese Vermögensklassen, insbesondere des Kapitalverlustes, vertraut zu machen. Die Investition muss mit den Anlagezielen, dem Anlagehorizont und der Risikobereitschaft des Anlegers in Bezug auf die Investition übereinstimmen

ODDO BHF Asset Management SAS (Frankreich)

Von der französischen Börsenaufsicht (Autorité des Marchés Financiers) unter der Nummer GP 99011 zugelassene Fondsverwaltungsgesellschaft. Vereinfachte Aktiengesellschaft französischen Rechts (société par actions simplifiée) mit einem Kapital von 21.500.000 €.

Eingetragen ins Pariser Handelsregister unter der Nummer 340 902 857.

12 boulevard de la Madeleine - 75440 Paris Cedex 09 Frankreich - Telefon: +33 1 44 51 85 00

am.oddo-bhf.com