

Investment Report

2 / 2025



EDITORIAL

VOM VEREBBEN DER EUPHORIE

So euphorisch die Märkte zu Beginn des Jahres noch waren, so schnell ist diese Begeisterung verebbt. Die Hoffnung auf Steuererleichterungen und Deregulierung zerschellte an den Zollbarrieren, die US-Präsident Trump zu errichten begann – und aus Zugewinnen an den Kapitalmärkten wurde ein Bärenmarkt, also ein Rückgang von mehr als 20 % vom letzten Höchststand. Einzig positiver Aspekt an der Neuordnung der Welt: die Emanzipation Europas. Ob das Projekt politisch gelingen wird, bleibt abzuwarten, an den Börsen zumindest hat der alte Kontinent aufgeholt, und auch der Euro hat gegenüber dem US-Dollar zugelegt.



Wir berichten in dieser Ausgabe ausführlich über die Änderungen in unserer Investmentstrategie, die wir aufgrund all dieser Entwicklungen vorgenommen haben.

Die Werte des Quartalsüberblicks basieren auf Daten per 31.03.2025. Aufgrund der Entwicklung an den internationalen Börsen nach diesem Datum beinhaltet der Quartalsbericht auch einen Überblick über die Entwicklung der aktuellen Indizes seit Jahresbeginn mit Stichtag 08.04.2025.

Wilhelm Celeda
CEO



THEMEN

3 - 5

BÖRSENGESCHEHEN

6 - 8

KATHREIN INVESTMENTSTRATEGIE

Europa im Fokus

9

MARKTAUSBLICK

Rezessionsängste in den USA und Konjunkturschwäche in Europa

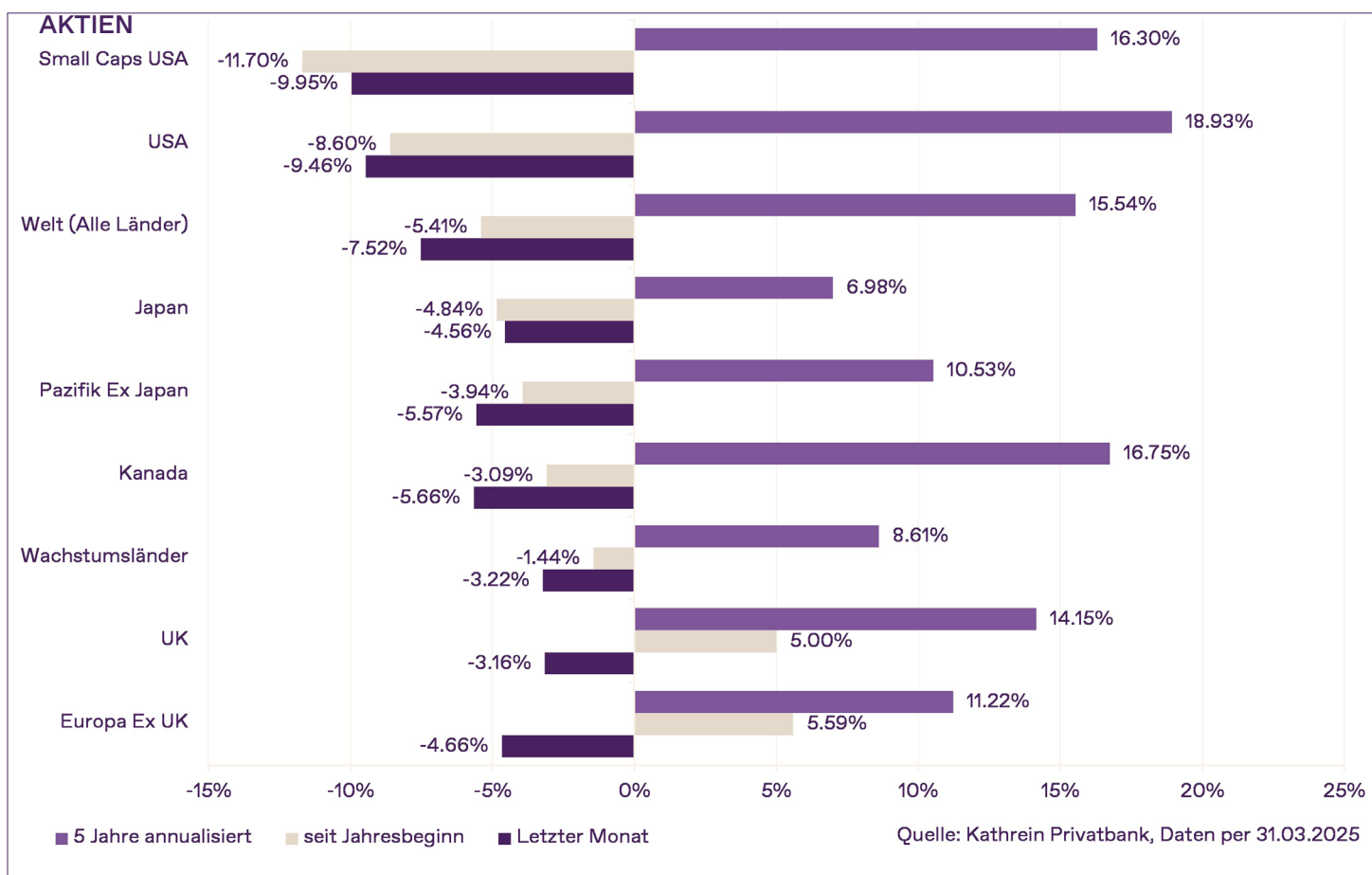
ZUSAMMENFASSUNG

Börsengeschehen

Trump Trade gone bad

Nach der Wahl Donald Trumps wollte zunächst niemand die „Trump-Rallye“ an den Aktienmärkten verpassen. Man erhoffte sich umfangreiche Konjunkturimpulse, Deregulierungen und Steuererleichterungen, die das Wachstum in den USA ankurbeln sollten. Doch nach

seiner Angelobung zeigte sich rasch, dass Trump Zölle schneller, höher und für mehr Länder einführen würde als zunächst angenommen. Diese Erkenntnis sorgte für Ernüchterung und drückte massiv auf die Marktstimmung – insbesondere in den USA.



Werte der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung von Finanzinstrumenten

* alle Performancedaten: Bloomberg, 31.3.2025; alle Werteentwicklungen auf Euro-Basis

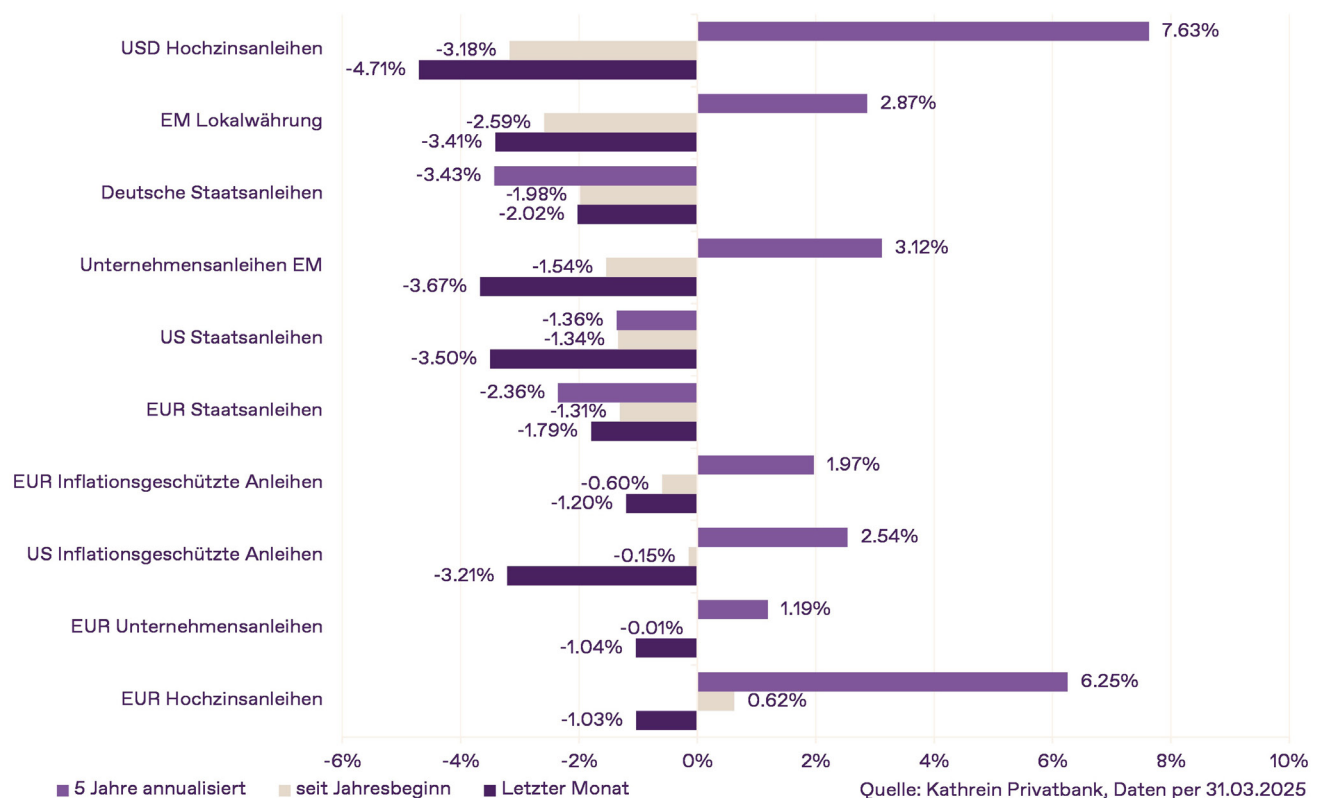
So büßte der US-amerikanische Markt rund –8,6 %* ein, belastet durch die steigenden Zölle und schwächere Wirtschaftsdaten. Sogar von einer möglichen Rezession ist in einigen Kommentaren bereits die Rede. Auch bei den Small Caps in den USA zeigte sich die höhere Risikoaversion deutlich. Sie verzeichneten ein Minus von –11,7 %, da kleinere Unternehmen empfindlicher auf konjunkturelle Eintrübungen reagieren.

Europa hingegen, das sich in den letzten Quartalen bereits in einem Konjunkturtief befand, profitierte nun von niedrigeren Bewertungen und der Hoffnung auf eine künftige wirtschaftliche Belebung. Dies zeigte sich in soliden Kursgewinnen: Europa ex UK legte um +5,6 % zu, und auch UK verbuchte ein Plus von +5,0 %. Dagegen mussten Japan mit –4,8 % sowie der Pazifikraum ex Japan mit –3,9 % spür-

bare Verluste hinnehmen. Die Wachstumsmärkte (Emerging Markets) konnten sich mit –1,4 % noch relativ gut behaupten.

Die Anleihenmärkte litten weltweit unter steigenden Inflationserwartungen, ausgelöst durch die gegenseitigen Zolldrohungen, sowie unter der abwartenden Haltung der Notenbanken. Noch ist ungewiss, wie stark sich diese protektionistischen Maßnahmen tatsächlich auf die Teuerungsraten auswirken werden. Die Angst vor höheren Inflationsraten genügte allerdings, um Bondinvestoren zu verunsichern. EUR-Staatsanleihen verloren im Quartal –1,31 %, US-Staatsanleihen gaben –1,34 % nach, und Deutsche Staatsanleihen verzeichneten sogar ein Minus von –1,98 %.

ANLEIHEN



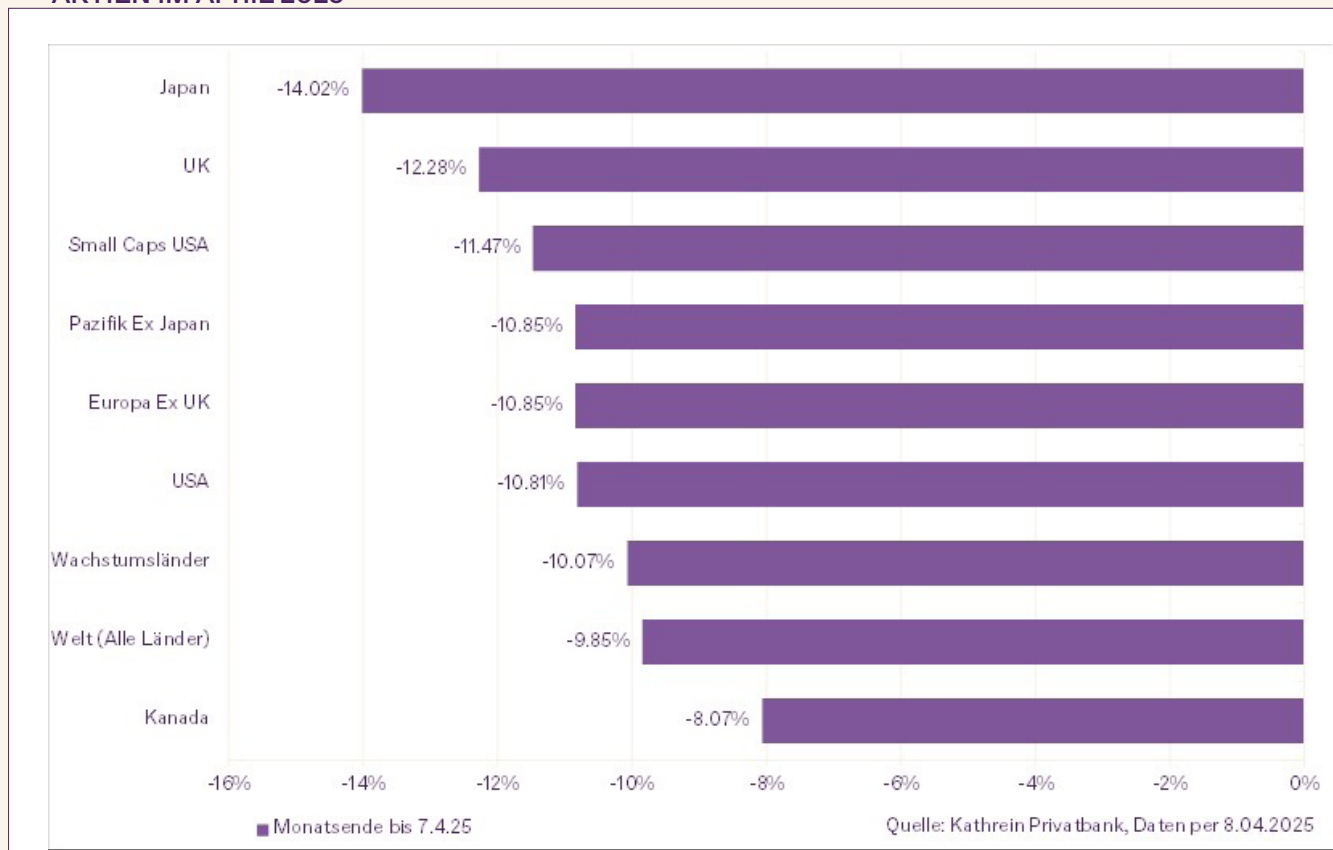
Werte der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung von Finanzinstrumenten
*alle Wertentwicklungen auf Euro-Basis

Bei Unternehmensanleihen spielt darüber hinaus die künftige Konjunktorentwicklung eine wichtige Rolle. In Europa wird auf eine Verbesserung der Wirtschaftslage gesetzt; daher wurden EUR Hochzinsanleihen besser nachgefragt und erreichten ein Plus von +0,62 %. Ganz anders in den USA. Dort geht man eher von einer weiteren Eintrübung der Konjunktur aus, was USD Hochzinsanleihen auf –3,18 % drückte.

Insgesamt zeigt sich, dass die anfängliche Trump-Euphorie an den Börsen spürbar nachgelassen hat. Steigende Handelsbarrieren, geopolitische Unsicherheiten und die damit einhergehenden Konjunkturrisiken haben eine deutliche Korrektur ausgelöst. Ob umfangreiche Fiskalprogramme in Europa und mögliche konjunkturelle Gegenmaßnahmen in den USA die Stimmung nachhaltig heben können, bleibt abzuwarten.

Wir haben hier die Verwerfungen an den Aktienmärkten seit Ende März 2025 dargestellt.

AKTIEN IM APRIL 2025



Werte der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung von Finanzinstrumenten, alle Wertentwicklungen auf Euro-Basis

Europa im Fokus

AKTIENSTRATEGIE

Die bedeutendste Veränderung in unserer Aktienallokation ist die Übergewichtung europäischer Aktien. Wir haben den Anteil an europäischen Titeln um etwa 5 Prozentpunkte erhöht, während wir gleichzeitig US-Aktien und japanische Titel reduziert haben. Diese Entscheidung basiert auf der Erwartung eines stärkeren Gewinnwachstums in Europa, unterstützt durch erhöhte Verteidigungsausgaben, die von den Maastricht-Defizitregeln ausgeschlossen werden. Diese Ausgaben sollen das Wachstum in den nächsten zehn Jahren fördern.

BEWERTUNGSUNTERSCHIEDE KÖNNTEN SICH SCHLIESSEN

US-Aktien sind ungleich höher bewertet als ihre europäischen Pendanten. Dieser Rekordbewer-

tungsunterschied, gemessen an relativen Kurs-Gewinn-Verhältnissen und am Buchwert, wurde durch ein wesentlich stärkeres Gewinnwachstum in den USA hervorgerufen. Das relative KGV europäischer Aktien lag bis vor Kurzem nur bei 50 % der US-Aktien. Zuletzt wurden solche Unterschiede vor ca. 25 Jahren beobachtet. Nun könnte sich das Blatt wenden. Analysten

	Alte Gewichtung	Neue Gewichtung		
	Gewichtung im Portfolio	Gewichtung im Portfolio	Gewichtung Benchmark*	Über- oder Untergewichtung im Vergleich zur Benchmark
Kommunikation	7,93	7,12	7,54	-0,42
Nicht-Basiskonsumgüter	9,41	8,64	10,92	-2,28
Basiskonsumgüter	6,50	6,41	6,17	0,23
Energie	3,18	3,46	4,02	-0,56
Finanz	15,76	16,25	15,79	0,45
Gesundheit	10,67	11,19	10,16	1,02
Industrie	11,00	11,89	10,26	1,63
IT	26,25	25,91	26,78	-0,87
Rohstoffe	5,20	4,89	3,73	1,16
Immobilien	1,68	1,72	2,05	-0,33
Versorger	2,42	2,53	2,58	-0,05
Total	100,00	100,00	100,00	9,01
*Benchmark ist der Index MSCI ACWI, 50 % davon währungsgesichert				

Der MSCI All Country World Index (kurz: MSCI ACWI) ist ein internationaler Aktienindex, der die Wertentwicklung von Unternehmen aus 23 Industrieländern und 24 Schwellenländern abbildet

prognostizieren ein stärkeres Gewinnwachstum für Europa (Quelle: Bloomberg 13.03.2025). Selbst wenn das Gewinnwachstum nicht wie von Analysten prognostiziert eintritt, sollte die günstigere Bewertung Europas Raum für Wachstum bieten.

ÄNDERUNGEN IN DER SEKTORALLOKATION

Unsere Sektorallokation hat sich ebenfalls verändert. Wir haben die Gewichtung in den Bereichen Finanzwesen, Gesundheitswesen und Industrie erhöht. Besonders hervorzuheben ist die Verteidigungs- und Luftfahrtindustrie innerhalb des Industriesektors, die von den gestiegenen Verteidigungsausgaben profitiert. Energieunternehmen wurden ebenfalls verstärkt berücksichtigt, während andere Sektoren wie Kommunikation und Nicht-Basiskonsumgüter reduziert wurden.

„MAG 7“ LIGHT

Vor der Änderung im Portfolio hielten wir alle sieben Aktien der „Magnificent 7“, also der am höchsten bewerteten US-Unternehmen. Nach der Optimierung wurde das Gewicht dieser Titel um etwa einen Prozentpunkt reduziert. Wir sind jetzt in diesen Aktien stärker untergewichtet als zuvor, da wir das Risiko einer Unterperformance höher einschätzen als die Chance auf eine Überperformance.

UNSERE TOP-ALLOKATIONEN

Es gab keine wesentlichen Änderungen bei den Top 10 Positionen, außer dass ihr Gewicht reduziert wurde. Mit Ausnahme der Taiwan Se-

miconductor Manufacturing Company (TSMC) sind alle amerikanischen Unternehmen. Die drei größten europäischen Unternehmen mit einem Gewicht von jeweils etwa 0,5 % sind Heidelberg Materials, 3i und Munich Re.

BULLENMARKT: IST DAS ENDE DA?

Historisch gesehen dauert ein durchschnittlicher Bullenmarkt etwas über fünf Jahre. Der aktuelle Bullenmarkt hätte diesen statistisch signifikanten Punkt im Sommer 2025 erreicht. Die zweite 10%-Korrektur seit den Corona-Tiefs von Februar 2020 hat also das Ende des Bullenmarktes eingeläutet. Historische Daten zeigen, dass Bullenmärkte seit 1974 insgesamt sieben Mal jeweils zwei 10%-Korrekturen erlebten, in zwei Fällen sahen wir danach noch neue Höchststände, in drei Fällen gingen die Korrekturen in einen Bärenmarkt. Nun erleben wir den vierten Fall eines Bärenmarktes, verursacht durch die Trumpsche Zollmanie.

	Name	Kathrein Mandatum 100	MSCI World Index
Magnificent 7	Apple Inc.	2,85%	4,67%
	Alphabet Inc.	1,47%	2,62%
	Amazon.com, Inc.	1,87%	2,72%
	NVIDIA Corporation	3,12%	4,19%
	Meta Platforms, Inc.	1,47%	1,91%
	Tesla, Inc.	0,45%	1,03%
	Microsoft Corporation	2,59%	3,96%
	Summe	13,82%	21,10%

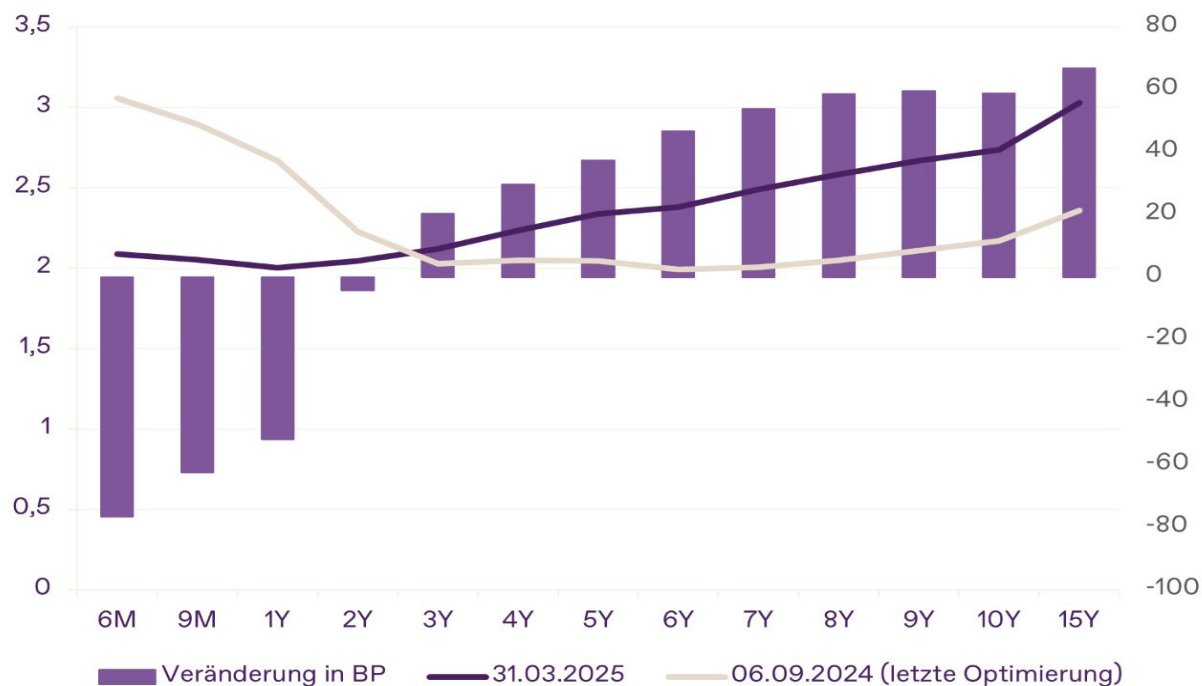
Quelle: Kathrein Privatbank, 13. 3. 2025

ANLEIHENSTRATEGIE

Eine wichtige Änderung in der Anleihestrategie fand statt, um von einer steileren Zinskurve zu profitieren und fallenden Geldmarktzinsen auszuweichen. Die Renditen von 10-jährigen Staatsanleihen stiegen schneller als die 3-monatigen Geldmarktzinsen, die sanken. (Quelle: Bloomberg, 13.03.2025). Obwohl die Verschiebung derzeit nur in einer etwas längeren durchschnittlichen Laufzeit reflektiert wird, bleiben wir vorsichtig hinsichtlich des Zinsniveaus von 10-jährigen deutschen Anleihen. Wir haben nun taktische Flexibilität, um höhere langfristige Euro-Staatsanleiherenditen zu sichern, sobald sie attraktiv genug sind. Derzeit sichern wir uns gegen fallende Anleihepreise/steigende Renditen ab, aber dies kann sich schnell und dramatisch ändern, sollten sich die Dynamiken des Anleihenmarktes drehen.

Die Exposition gegenüber US-Staatsanleihen, sowohl nominal als auch inflationsgeschützt, bleibt signifikant. Der Treiber hinter dieser hohen Zuweisung ist der historische Renditeaufschlag von US-Staatsanleihen gegenüber deutschen Bundesanleihen. Angesichts der jüngsten Entwicklungen in Bezug auf die Defizit Ausgaben zur Finanzierung von Verteidigung und Infrastruktur in Deutschland und der EU in Kombination mit einer schwächelnden US-Wirtschaft, insbesondere im 1. Quartal 2025, ist das Risiko-Rendite-Verhältnis für US-Staatsanleihen gegenüber EUR-Staatsanleihen günstig. Der Großteil der Exposition ist gegen EUR abgesichert, da der US-Dollar in dieser geänderten Umgebung anfällig ist.

RENDITEN UNSERES ANLEIHENPORTFOLIOS VOR UND NACH DER LETZTEN OPTIMIERUNG



Quelle: Kathrein Privatbank, 31. 3. 2025, alle Wertentwicklungen auf Eurobasis

Rezessionsängste in den USA und Konjunkturschwäche in Europa

Trumps erratische Handelspolitik setzt Unternehmen und Verbrauchern gleichermaßen zu. Die versprochenen Deregulierungen und Steuersenkungen in den USA sind zwar ein Silberstreif am Horizont, der immer weiter eskalierende Handelskrieg erstickt jedoch viele Investitionspläne bereits im Keim. Die US-Notenbank hält am Leitzins vorerst fest und drosselt das Tempo beim Bilanzabbau, doch Modelle der Fed deuten an, dass umfangreichere Zölle das US-Wirtschaftswachstum innerhalb von zwei bis drei Jahren um bis zu 4 % bremsen und die Inflation um 2,5 % anheizen könnten. Zinssenkungen in 2025 sind daher nicht ausgeschlossen.

In Europa ist die Konjunktur schon länger schwach. Neben dem Krieg in der Ukraine sorgen politische Hängepartien in Berlin und Paris sowie die anhaltende Krise in der Industrie für Gegenwind. Die EZB stemmt sich mit Zinssenkungen (zuletzt 25 Basispunkte auf 2,50 %) gegen die Flaute und könnte weitere Schritte folgen lassen. Deutschland will mit einem großen Infrastrukturpaket gegensteuern, welches das Potenzial hat, zumindest einen Teil der negativen Entwicklungen abzufedern. Dennoch wirken geopolitische Unsicherheiten und US-Zölle negativ auf das Stimmungsbild in Europas Wirtschaft – nachhaltige Impulse sind bislang kaum zu sehen.

SCHLECHTE IDEE, SCHLECHT AUSGEFÜHRT

Die Idee, mit hohen Zöllen die Staatskasse aufzupolieren und heimische Unternehmen zu pushen, klingt im ersten Moment verlockend. Doch sobald Gegenzölle ins Spiel kommen, geraten wichtige Exportbranchen in die Bredouille. Im Land steigen hingegen die Preise für Rohstoffe und Konsumgüter – der Verbraucher zahlt die Rechnung. Was die Regierung an Zolleinnahmen verbu-

chen kann, verschwindet rasch wieder in Ausgaben für Rettungspakete und Subventionen. Unterm Strich droht ein Szenario, das Wachstum und Staatshaushalt gleichermaßen schadet. Das Hin und Her bei Trumps Ankündigungen in Bezug auf seine Pläne tut ein Übriges.

Die Aussichten bleiben ungemütlich – vor allem für die USA. Sollte Donald Trump seine Handelspolitik nicht in letzter Sekunde völlig umkrempeln, müssen sich Märkte und Verbraucher auf weitere Eskalationen und höhere Inflation einstellen. Zwar mag es immer wieder kleine Deals oder überraschende Kehrtwenden geben, doch bislang deutet wenig darauf hin. Der Protektionismus könnte sich somit als teures Eigentor erweisen – mit Kosten, die deutlich über den erhofften kurzfristigen Vorteilen liegen.

UNSICHERHEITEN ÜBERWIEGEN

Wir behalten die Entwicklungen genau im Auge. Trumps Zollpolitik hat die Märkte tief verunsichert und es bleibt abzuwarten, ob die Handelsschranken dauerhaft erhalten bleiben. Unsere Anpassungen in der Sektorallokation sind darauf ausgelegt, von diesen Entwicklungen weniger betroffen zu sein. Auch die Übergewichtung Europas erweist sich als vorteilhaft. Allerdings wird man die negativen Auswirkungen der US-Zollpolitik in allen Märkten zu spüren bekommen.

Mit einer flexiblen und vorsichtigen Anleihenstrategie sind wir gut positioniert, um auch bei möglichen Zinsänderungen attraktive Renditen zu erzielen. Insgesamt sind wir zuversichtlich, dass unsere ausgewogene und diversifizierte Investmentstrategie auch in diesen unsicheren Zeiten Risiken minimiert und Potenziale ausschöpft.

DISCLAIMER

Diese Unterlage ist eine Marketingmitteilung der Kathrein Privatbank Aktiengesellschaft (im Folgenden „Kathrein“) im Sinne des Wertpapieraufsichtsgesetzes 2018 und dient ausschließlich zur Information.

Obwohl wir der Meinung sind, dass die für diese Unterlage herangezogenen Quellen von dritten Anbietern verlässlich sind, können wir keine Haftung für Vollständigkeit, Richtigkeit und Aktualität der hier wieder gegebenen Informationen übernehmen. Die Unterlage gibt den Stand zum Zeitpunkt der Erstellung dar, Änderungen des Inhalts dieser Unterlage behalten wir uns vor. Der Inhalt dieser Unterlage ist nicht rechtsverbindlich und stellt keine Handlungsempfehlung und kein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten dar.

Risiko- und Performance-Hinweis

Es ist zu beachten, dass Investments in Finanzinstrumente neben Chancen auch Risiken bergen, so können Wert und Ertrag steigen, aber auch fallen. Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine verlässlichen Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung einer Veranlagung zu.