



BEWEGENDE FRAGEN 2025 – EINER FÜR ALLE – ALLE FÜR EINEN?

Der Ausspruch „Alle für einen, einer für alle“ ist das bekannte Motto der drei Musketiere aus Alexandre Dumas' Roman, das für Zusammenhalt, Solidarität und gegenseitige Unterstützung steht. Dieser wurde vom US-Präsidenten gänzlich anders interpretiert: Es sollen alle (Zölle) zahlen für die Wohlfahrt der USA und damit für die des Präsidenten, einer spricht für alle und regelt Geopolitik ohne Absprachen.

Die Kapitalmärkte zeigten sich – ausgenommen vom Zollschock im April und dem historischen USD-Verfall – wenig beeindruckt. Sehen wir eine Sorglosigkeit oder eine berechtigte konstruktive Grundhaltung, die sich von der täglichen Nachrichtenflut nicht irritieren lässt?

Als Auftakt zu unserem VermögensVerwalter-Dialog am 27. November in München richten wir bewegende Fragen an Dr. Ulrich Kaffarnik, Mitglied der erweiterten Geschäftsleitung und Kapitalmarktstrategie der DJE Kapital AG, Dr. Uwe Rathausky, Vorstand und Portfoliomanager der GANÉ Investment-AG und Thomas Romig, Geschäftsführer der Assenagon Asset Management S.A. und seit 2015 verantwortlich für den Bereich Multi Asset Portfolio Management.

Im ersten Halbjahr lagen die europäischen Börsen – nicht zuletzt durch den verfallenden USD- vorne, nun geben die Kurse der US-Indizes wieder den Ton an. Ein schneller Wechsel und sicherlich nicht der letzte. Kann man diese Bewegungen in der Anlagestrategie oder hier besser Anlagetaktik antizipieren? Wenn ja, wie?



Dr. Ulrich Kaffarnik: Solche Bewegungen kann man nicht immer, aber manchmal schon, zumindest erahnen. So hat mich die bessere Wertentwicklung der Börsen Europas in diesem Frühjahr stark an das erste Halbjahr 2023 erinnert. Verschiedene Umfragen signalisierten außerdem, dass viele Investoren Ende des ersten Quartals dieses Jahres in Europa stark über- und in den USA stark untergewichtet waren. Verbunden mit einer charttechnisch betrachteten weit fortgeschrittenen Outperformance Europas, hat dies eine Gegenbewegung zugunsten der USA nahegelegt.



Dr. Uwe Rathausky: Wechsel zwischen den globalen Märkten sind ein ständiger Begleiter des Investierens. Die Bewegungen lassen sich nicht vorhersagen, aber sie können basierend auf bewertungsseitigen, makroökonomischen oder monetären Indikatoren ein Stück weit antizipiert und in die Anlagetaktik integriert werden.

Thomas Romig: Im Jahr 2024 war das Momentum klar: „US-Aktien only“. Gegen Ende des vierten Quartals 2024 verdichteten sich die Signale, dass europäische Aktien in den Portfolios der

institutionellen Anleger in der Breite untergewichtet waren. Diese einseitige Positionierung bot aus unserer Sicht eine attraktive Opportunität. Die jüngsten Verwerfungen, ausgelöst durch die am „Liberation Day“ verkündeten einseitigen US-Zollmaßnahmen, haben die US-Staatsfinanzen zunehmend in den Mittelpunkt gerückt – mit der Folge einer Schwächung des US-Dollars. Vor diesem Hintergrund erwarten wir eine anhaltende Tendenz zur Dollar-Schwäche. Für Anleger eröffnet das weitere Chancen, beispielsweise in den Emerging Markets, die typischerweise von einem schwächeren US-Dollar profitieren.

Viele Privatanleger sorgen sich angesichts der rasanten geopolitischen Veränderungen, auch wenn diese oft nur aus verbalen Attacken abgeleitet werden, und sind irritiert angesichts der fast stoisch stabil laufenden Kapitalmärkte. Sind die Kapitalmärkte im Gegensatz zu sorglos?

Dr. Ulrich Kaffarnik: Es gibt an den Kapitalmärkten immer wieder längere Phasen in den entweder die guten oder die schlechten Nachrichten besonders beachtet werden. Derzeit haben wir zweifellos eine Zeit, in der die erste Aussage gilt. Da es jedoch genug schlechte – aktuell nicht berücksichtigte – Nachrichten gibt, sollte man auf einen Wechsel der Wahrnehmung der Investoren vom Guten zum Schlechten vorbereitet sein. Dies kann auch sehr schnell gehen.

Dr. Uwe Rathausky: Die Sorge vieler Privatanleger ist eine qualitative menschliche Reaktion auf Unsicherheit. Die langfristige Reaktion der Kapitalmärkte ist eine quantitative ökonomische Kalkulation der erwarteten Unternehmensgewinne. Das Gros der wachsenden Unternehmensgewinne stützt die Bewertungen.



Thomas Romig: Die Kapitalmärkte wirken auf den ersten Blick tatsächlich erstaunlich stabil, trotz der geopolitischen Unsicherheiten. Diese Stabilität sollte man jedoch differenziert betrachten. Märkte sind nicht nur Seismograf für geopolitische Entwicklungen, sondern auch ein Spiegel der Geldwertstabilität. Sinkendes Vertrauen in die Stabilität unseres Geldes kann den Eindruck nominal steigender Vermögenspreise erwecken, ohne dass dies notwendigerweise ein Zeichen robuster Märkte ist. Insofern sind die Märkte keineswegs „sorglos“, sondern reflektieren in diesem Fall möglicherweise auch einen wachsenden Vertrauensverlust in unsere Hartwährungen.

Gradmesser dieser Verunsicherung unter Investoren, die mit einem Vertrauensverlust in die US-Politik einhergeht, ist der um über 12% gefallene USD im Jahr 2025. Auf der anderen Seite steigen US-Aktien, wieder angeführt durch die Schwergewichte, nun auch marktbreit. Wie ist das einzuordnen?

Dr. Ullrich Kaffarnik: Der Rückgang des US-Dollars ist allenfalls teilweise auf einen Vertrauensverlust gegenüber der US-Regierung zurückzuführen. Gründe für den Rückgang des US-Dollars sind vor allem die vorherige starke Überbewertung zu anderen Währungen und die Verlagerung internationale Kapitalströme in die niedriger bewerteten Aktienmärkte außerhalb der USA.

Dr. Uwe Rathausky: Die Kapitalmarktteilnehmer scheinen opportunistisch zu handeln: Sie ignorieren die langfristigen Währungsrisiken, die der US-Dollar anzeigt, zugunsten eines Blicks auf steigende Unternehmensgewinne, die von der gleichen lockeren Geldpolitik unterstützt werden. Der Markt glaubt, dass die Unternehmen die geopolitischen Herausforderungen und die Währungsschwäche gewinnbringend übersetzen können.

Thomas Romig: Neben dem bereits angeführten Aspekt des möglicherweise schwindenden Vertrauens in die Geldwertstabilität und der damit verbundenen Umschichtung in reale Vermögenswerte gilt es anzuerkennen, dass ein schwächerer US-Dollar die Wettbewerbsfähigkeit der US-Exportindustrie stärkt. Das zeigt sich auch daran, dass die US-Industriewerte im ersten Halbjahr 2025 deutlich besser abschnitten als der breite US-Aktienmarkt.

Europa hat Fahrt aufgenommen beim Abschluss von bilateralen Handelsabkommen als Antwort auf die US-Zölle. Bringt der Zollschock, die geringere Verlässlichkeit der USA als Nato-Bündnispartner und die nun expansive Ausgabenpolitik Europa wirtschaftlich und politisch zusammen oder droht dies an der politisch nicht sehr stabilen Situation in einigen Ländern zu scheitern? Welche Schlüsse ziehen Sie hieraus für Ihre Allokation?

Dr. Ullrich Kaffarnik: Die Gegebenheiten wechseln zu schnell, wie am Beispiel der Aussagen der US-Regierung zur Nato erkennbar ist, um dies heute zu beantworten. Aus meiner Sicht ist die Wahrscheinlichkeit aber relativ hoch, dass sich die USA mit ihrer jetzigen Politik mittel- und langfristig keinen Gefallen tun, weil sich die Kooperationen zwischen den anderen Ländern verstärken könnte (Stichwort Veränderung der Handelsströme) und damit der Einfluss der Vereinigten Staaten von Amerika international geringer werden dürfte.

Dr. Uwe Rathausky: Die großen Herausforderungen zwingen Europa, mehr denn je mit einer Stimme zu sprechen und gemeinsame Kapazitäten aufzubauen. Die institutionelle Integration nimmt zu, aber unter großem Gegendruck. Die Allokation sollte diese Ambivalenz angemessen widerspiegeln.

Thomas Romig: Die Situation ist komplex und vielschichtig. Externer Druck stärkt zwar die Integrationstendenzen in Europa, gleichzeitig besteht das Risiko, dass innenpolitische Spannungen die Geschlossenheit gefährden. Aus Investorensicht gewinnt Europa dadurch an strategischer Bedeutung, bleibt aber zugleich mit politischen Risiken behaftet – ein Umstand, der auch zur im Vergleich zu den USA günstigeren Bewertung beiträgt. Auf Allokationsebene setzen wir daher in Europa auf Stock-Picking-Strategien, legen großen Wert auf attraktive Bewertungen, um so auch in kontroversen Marktumfeldern investiert bleiben zu können.

Abschließend darf ich um ein kurzes Statement zu folgenden Anlageklassen und deren Einordnung bitten, die auf unserem VermögensVerwalter-Dialog sicher kontrovers diskutiert werden: Gold, Bitcoin, AI-Aktien (künstliche Intelligenz) und Defense-Aktien (früher Rüstung, heute Verteidigung)?

Dr. Ullrich Kaffarnik: Alle diese Asset-Klassen sind in der letzten Zeit sehr gut gelaufen. Ergänzt um die mediale Aufmerksamkeit und die Begeisterung vieler Investoren für diese Investments würde ich von einem Hype sprechen. Hier geht es darum aktuelle Nachrichten zu diesen Themen dahingehend zu prüfen, ob sich das fundamentale Umfeld verschlechtert, was zu einer größeren Kurskorrektur führen könnte.

Dr. Uwe Rathausky: Wir investieren in Aktien, Anleihen und Liquidität. Rüstungsaktien sind nicht Teil des Portfolios, reine AI-Aktien ebenfalls nicht.

Thomas Romig: Gold betrachten wir als den ultimativen Maßstab für Geldwertstabilität. Wir sind seit vielen Jahren investiert, da wir die klare Vermögenserhaltungsscharakteristik schätzen. Bitcoin sehen wir in erster Linie als Gradmesser für die Risikofreudigkeit am Markt. Selbst investieren wir nicht, da für uns Gold die erste Wahl bleibt, wenn es um Vermögenswerte „außerhalb des Systems“ geht. AI-Aktien: Der Technologiesektor ist per se disruptiv und von hoher Dynamik geprägt. Aus unserer Sicht ist ein Engagement in den „Magnificent Seven“ die beste Form der Kapitalallokation. Diese Unternehmen vereinen das notwendige Know-how mit den finanziellen Ressourcen, um in diesem schnelllebigen Segment erfolgreich zu agieren. Defense-Aktien: Der Schutz unserer Werte und unserer Lebensweise wird zunehmend als notwendig – und damit auch als „nachhaltig“ – akzeptiert. Einige der von uns ausgewählten aktiven Strategien sind signifikant in diesem Bereich investiert.



HABEN WIR IHR INTERESSE GEWECKT?

Gerne erläutern wir Ihnen alle Details in einem persönlichen Gespräch.

WWW.VERMOEGENSWERK.COM

BÜRO MÜNCHEN

Tel.: (089) 215 299 939

Fax: (089) 215 299 930

muenchen@vermoegenswerk.com

BÜRO HAMBURG

Tel.: (040) 794 163 66

Fax: (040) 794 163 67

hamburg@vermoegenswerk.com

BÜRO BERLIN

Tel.: (030) 450 866 11

Fax: (030) 450 866 12

berlin@vermoegenswerk.com

HINWEIS

Datenstand: 30.09. 2025, Quelle: VWD. Die vorliegenden Unterlagen wurden von VermögensWerk AG auf Grundlage öffentlich zugänglicher Informationen, intern entwickelter Daten und Daten aus weiteren Quellen, die von uns als zuverlässig eingestuft werden, erstellt. VermögensWerk AG hat keine Garantie für die Richtigkeit der Daten erhalten. Alle Aussagen und Meinungen stellen eine Einschätzung zum Zeitpunkt der Veröffentlichung dar und können sich jederzeit ändern. VermögensWerk AG übernimmt keine Gewähr für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der in diesen Unterlagen enthaltenen Informationen. Wertentwicklungen der Vergangenheit sind keine Garantie für zukünftige Erträge. Der Wert der Anteile sowie das Einkommen aus Anteilen können schwanken und nicht garantiert werden. Diese Unterlage stellt kein Angebot zum Kauf von Investmentfondsanteilen oder Aktien dar. Die Grundlage für den Kauf von Investmentfondsanteilen sind die jeweiligen gültigen Verkaufsprospekte und aktuellen Halbjahres- und Jahresberichte. Diese können jederzeit bei VermögensWerk AG, Ludwig-Ganghofer-Str. 1, 82031 Grünwald angefordert werden. Im Prospekt sind wichtige Angaben zu Risiko, Kosten und Anlagestrategie enthalten.



VERMÖGENSWERK AG
VERMÖGEN | VERWALTER | AUSWAHL