

Kapitalmarktbericht 1. Halbjahr 2025

KI reloaded



Flossbach von Storch

RÜCKBLICK

Das zweite Quartal begann mit einem Zoll-Tsunami des US-Präsidenten, der die Handelspartner der USA und die Kapitalmärkte schockte. Nachdem die prohibitiven Zölle für 90 Tage ausgesetzt wurden, erholten sich die Aktienmärkte wieder. Nur der US-Dollar setzte seinen Sinkflug fort.

Donald Trumps Haushaltspläne, seine „Big Beautiful Bill“, schürten Ängste über anhaltend hohe US-Haushaltsdefizite und ausufernde Staatsschulden. Auch Trumps verbale Demontage des US-Notenbankchefs Jerome Powell, die die Unabhängigkeit der Federal Reserve (Fed) in Frage stellt, schwächt das Vertrauen in den US-Dollar, der seit Jahresbeginn gegenüber dem Euro rund zwölf Prozent verloren hat. Bemerkenswert ist, dass der Dollar während der Zuspitzung des

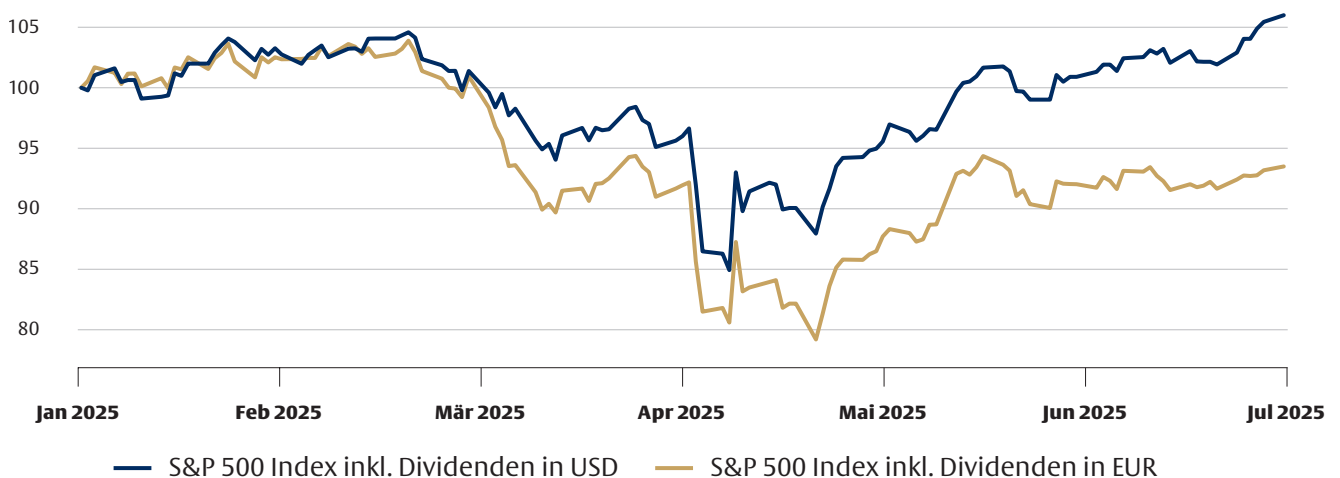
Israel-Iran-Konflikts und des Eingreifens der USA nicht einmal für kurze Zeit seinem Status als sicherer Hafen in Krisenzeiten gerecht werden und zulegen konnte.

Die Dollarschwäche war für Anleger aus dem Euro-raum schmerzhaft. Zwar konnten US-Aktien Ende Juni wieder ihre Februar-Höchststände erreichen. In Euro gerechnet bedeutete dies aber immer noch ein Minus von rund sieben Prozent im ersten Halbjahr (vgl. Grafik 1).

Grafik 1

Entwicklung von US-Aktien aus Dollar- und Euro-Sicht

US-Dollarschwäche machte US-Aktien zu einem Verlustgeschäft
(Angaben jeweils indexiert auf den 1. Januar 2025 = 100)



Quelle: LSEG Datastream, Flossbach von Storch, Daten per 30. Juni 2025

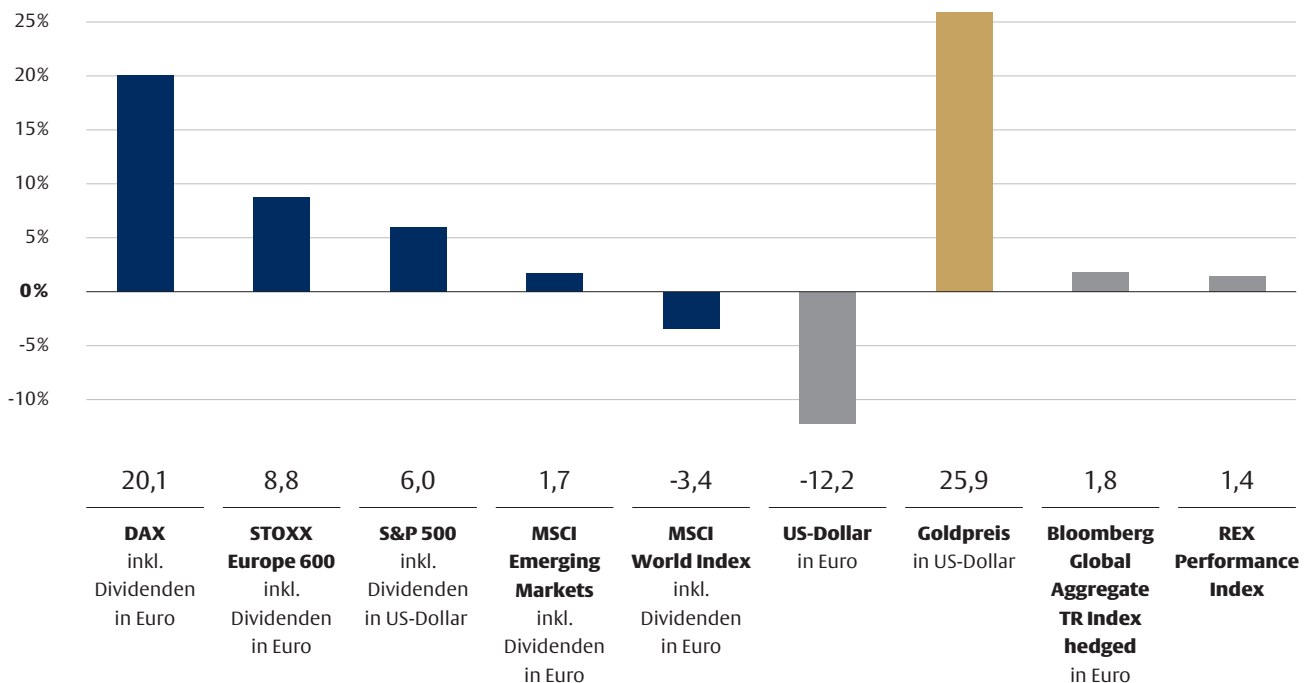
Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

RÜCKBLICK

Das spiegelte sich auch in der Entwicklung des populären MSCI World Index wider, der zu gut 70 Prozent aus US-Titeln besteht und im ersten Halbjahr ein Minus von mehr als drei Prozent verbuchte (vgl. Grafik 2).

Dagegen konnte Gold vom Vertrauensschwund in den Dollar profitieren und im Laufe des zweiten Quartals neue historische Höchstpreise von über 3.400 Dollar erreichen.

Grafik 2

Kapitalmarktentwicklung 1. Januar bis 30. Juni 2025

Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch, Daten per 30. Juni 2025

Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Die US-Dollarschwäche machte US-Aktien
im ersten Halbjahr zu einem Verlustgeschäft.

AUSBLICK

Dass steigende Zölle kein Wachstumsbooster sind, ist historisch bewiesen. Ein prominentes Beispiel ist das Smoot-Hawley-Zollgesetz aus dem Jahr 1930, das auf der Homepage des US-Senats als einer der katastrophalsten Rechtsakte in der Geschichte des Kongresses „gewürdigt“ wird. Ziel war es, notleidenden Landwirten zu helfen. Am Ende stieg die durchschnittliche Zollbelastung um etwa 20 Prozentpunkte. Amerikas wichtigste Handelspartner reagierten mit aggressiven Gegenzöllen und Einfuhrbeschränkungen auf amerikanische Waren. Die Ausfuhren der USA in Länder, die Vergeltungsmaßnahmen ergriffen, fielen um bis zu 33 Prozent. Besonders fatal: Der Rückgang schlug sich insbesondere bei den wertmäßig wichtigsten amerikanischen Exportprodukten, etwa bei Autos und Agrarerzeugnissen, nieder – und das, obwohl das Gesetz gerade diese schützen sollte.

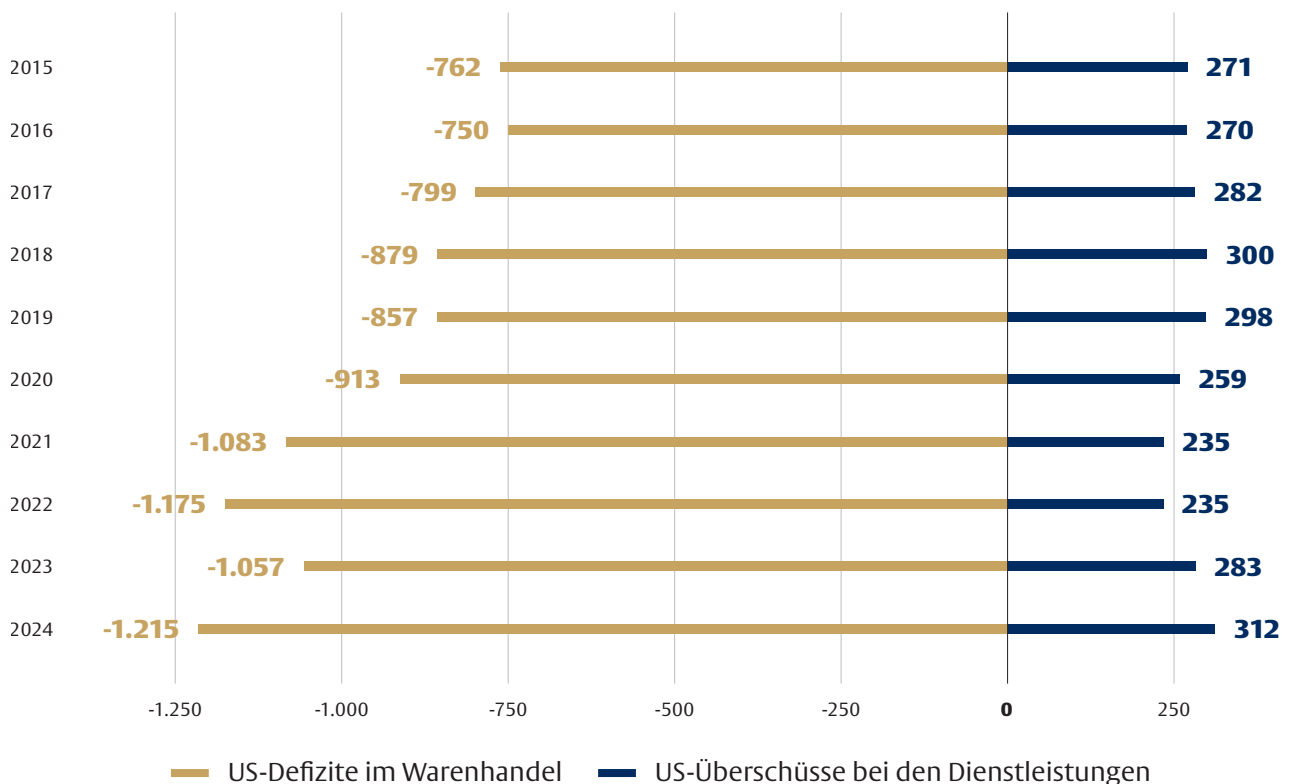
Ein Defizit der USA im Warenhandel ist aber jahrzehntelange Normalität (vgl. Grafik 3). Daran würden auch höhere US-Zölle nur wenig ändern. Gleichzeitig erfreuen sich die USA eines hohen Dienstleistungsbilanzüberschusses, der vor allem von den großen US-Technologiekonzernen erwirtschaftet

wird. Hier hat die Europäische Union (EU) einen Punkt, denn sie könnte mit dem gleichen Argument wie Trump bei den Handelsüberschüssen Zölle auf US-Dienstleistungen erheben. Das allerdings dürfte Trump als Provokation werten und zu weiteren Gegenmaßnahmen verleiten.

Die langfristigen Auswirkungen des schwebenden Zollkonflikts auf Wachstum und Inflation sind noch nicht absehbar.

Grafik 3

US-Defizite im Warenhandel und Überschüsse bei den Dienstleistungen (alle Angaben in Milliarden US-Dollar)



Quelle: LSEG Datastream, Flossbach von Storch, Daten per 30. Juni 2025

Wie stark sich der schwebende Zollkonflikt auf das Wachstum in den USA und der gesamten Weltwirtschaft auswirken wird, ist noch nicht absehbar; zumal niemand weiß, mit welchen US-Zöllen für welche Produkte aus welchen Ländern letztlich zu rechnen ist. In den meisten Fällen dürfte es beim Basissatz von zehn Prozent bleiben, wobei Länder, die Trump nicht mag, mit höheren Sätzen rechnen müssen. Ähnliches gilt für einzelne Branchen wie Stahl oder Autos, die er daheim schützen und im Ausland strafen will. Dass Trump je nach Lage und Stimmung auch weiterhin von seinem liebsten Druckmittel Gebrauch machen wird, scheint so gut wie sicher.

Die rasche Erholung an den Kapitalmärkten hat aber gezeigt, dass die US-Zollpolitik nicht mehr das dominante Thema für die Investoren ist. Dies gilt vor allem für den US-Aktienmarkt, wo wenige große Technologieunternehmen den Takt angeben und die Indexperformance prägen. Für ihre Geschäftsentwicklung und Investitionspläne ist die US-Zollpolitik von untergeordneter Bedeutung – zumindest solange die EU nicht mit Gegenzöllen auf Dienstleistungen reagiert. Hier stehen der KI-getriebene digitale Wandel und die sich daraus ergebenden Chancen im Vordergrund.

Das spiegelt sich auch in den Gewinnerwartungen für die US-Unternehmen wider, wo sowohl für dieses als auch das nächste Jahr mit Wachstumsraten von über zwölf Prozent gerechnet wird (vgl. Grafik 4).

Besonders hoch sind die Erwartungen an die großen Technologieunternehmen. Dies gilt insbesondere für die sechs Schwergewichte Nvidia, Microsoft, Amazon, Meta, Broadcom und Alphabet, wo von den Analysten für dieses Jahr ein Gewinnanstieg von 26 Prozent und für 2026 von fast 17 Prozent erwartet wird. In absoluten Zahlen würde das einen Gewinn von fast 600 Milliarden Dollar im kommenden Jahr bedeuten, 50 Prozent mehr als 2024, und im Durchschnitt 100 Milliarden Dollar für jedes der sechs Unternehmen.

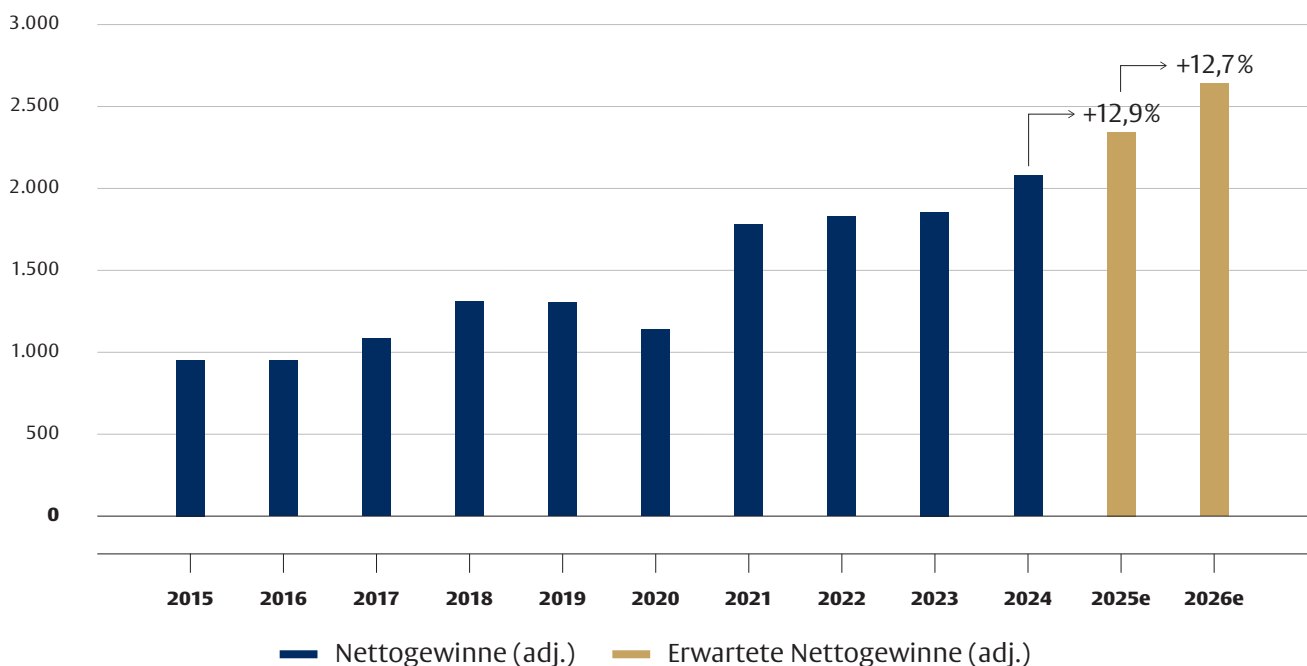
Damit würde sich der Gewinnanteil dieser sechs Unternehmen am US-Aktienindex S&P 500 von knapp neun Prozent im Jahr 2019 auf über 22 Prozent mehr als verdoppeln (vgl. Grafik 5).

Den mit Abstand größten Wachstumsbeitrag liefert Nvidia. In den beiden Jahren 2025 und 2026 wird für den Hersteller der derzeit leistungsfähigsten KI-Chips ein Anstieg des Gewinns um 66 Milliarden auf 139 Milliarden Dollar erwartet. Das sind zwölf Prozent des gesamten erwarteten Marktwachstums und verdeutlicht, wie stark die Wachstumsperspektiven der US-Börse von einem Unternehmen beziehungsweise dem Ökosystem des digitalen Wandels abhängen.

Grafik 4

Hohe Gewinnerwartungen für 2025 und 2026

Adjustierte Nettogewinne aller S&P 500-Unternehmen in Mrd. US-Dollar



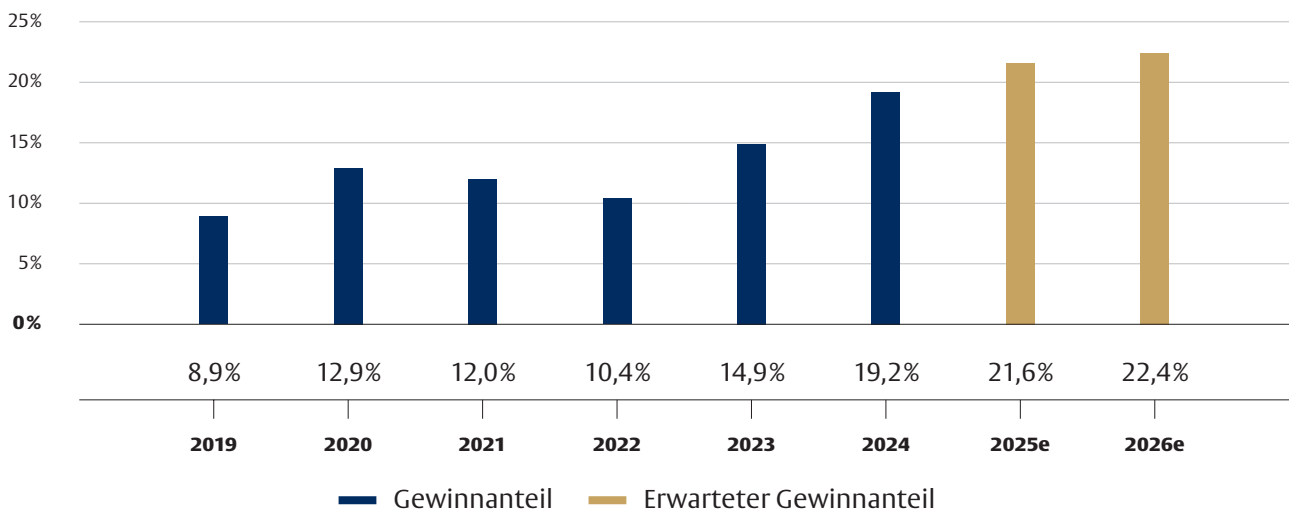
Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch, Daten per 30. Juni 2025

**Die Gewinnerwartungen basieren auf spezifischen Annahmen. Die tatsächlichen Ergebnisse können hiervon erheblich abweichen.
Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.**

Grafik 5

KI-Anführer* immer wichtiger für den US-Markt

Anteil an den Unternehmensgewinnen der S&P 500-Unternehmen in Prozent



* Unternehmenskorb aus den sechs Technologieschwergewichten Alphabet, Amazon, Broadcom, Meta, Microsoft und Nvidia.

Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch, Daten per 30. Juni 2025

**Die Gewinnerwartungen basieren auf spezifischen Annahmen. Die tatsächlichen Ergebnisse können hiervon erheblich abweichen.
Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.**

Im Gegensatz zum Internethype um die Jahrtausendwende, als es kaum Gewinne, dafür aber viel Fantasie gab, verfügen die meisten Technologieunternehmen heute über profitable Geschäftsmodelle. Triebfeder des außerordentlichen Wachstums ist der digitale Wandel, der durch den Vormarsch der Künstlichen Intelligenz schneller und umfassender läuft, als noch vor wenigen Jahren erwartet. Dies betrifft nicht nur

unser Privatleben und die Unternehmenswelt, sondern auch den Staat, der seine digitale Souveränität sichern muss, um seine politische Handlungsfähigkeit und wirtschaftliche Stabilität zu gewährleisten. Unternehmen und Staat müssen die Offensive und Defensive gleichzeitig stärken – durch Investitionen in neue Geschäftsbereiche, Effizienz und überlebenswichtige Cyber-Security.

Ein halbes Dutzend großer US-Technologieunternehmen
ist entscheidend für das Gewinnwachstum des S&P 500-Index.

ANLAGESTRATEGIE

An der Spitze des KI-Investitionsbooms stehen die vier US-Konzerne Microsoft, Alphabet, Amazon und Meta, die dieses Jahr mehr als 300 Milliarden Dollar in neue Datacenter investieren werden, um für sich und ihre Kunden genügend Speicher- und Rechenkapazität aufzubauen. Bis 2030 sollen die Investitionen nach Schätzungen der Bank of America weltweit auf rund eine Billion steigen, wovon 84 Prozent KI-bezogen sind. Die Gretchenfragen lauten: Wie lassen sich diese Ausgaben monetarisieren – und wie viel von den Zukunftserwartungen ist heute schon in den Aktienkursen eingepreist?

Naturgemäß werden neue Technologien mit großen Vorschusslorbeeren bedacht, vor allem, wenn es sich um bahnbrechende und weitreichende Innovationen wie KI handelt. Wie viel Geld sich damit verdienen lässt, ist zunächst zweitrangig. Im Vordergrund steht aus Unternehmenssicht die Sorge, dass einer der Wettbewerber den Markt dominieren könnte wie Meta bei Social Media oder Google bei Suchmaschinen. Die großen KI-Konzerne können es sich dank tiefer Taschen leisten, im Rennen um die Pole Position das Risiko von Überinvestitionen einzugehen. Sie müssen es sogar, um nicht zu riskieren, den Anschluss zu verlieren.

So sicher der Vormarsch der Künstlichen Intelligenz ist, so unbestimmt sind aber noch die damit verbundenen Ertragspotenziale. Am greifbarsten ist das Wachstum von Speicher- und Rechenbedarf in der Cloud. So nannte Microsoft zuletzt Wachstumsraten im KI-Geschäft von 175 Prozent, was einen annualisierten Umsatz von 13 Milliarden Dollar bedeuten würde. Das klingt nach viel, entspricht aber weniger als fünf Prozent des Gesamtumsatzes. Bei OpenAI

(ChatGPT) sind es annualisiert circa zehn Milliarden Dollar. In beiden Fällen dürften die Kosten über den Umsätzen liegen. Wie kostspielig das Geschäftsmodell ist, wird an der jüngsten Unternehmensmeldung deutlich: OpenAI plant ab 2028 weitere Rechenzentrumsleistung in Höhe von etwa 4,5 Gigawatt von Oracle anzumieten, was der Energieproduktion von vier Atomreaktoren und dem Bedarf von rund drei Millionen US-Haushalten entspricht. Die Kosten hierfür werden mit dreißig Milliarden Dollar pro Jahr veranschlagt.

Weniger klar ist dagegen, wie stark die Einnahmen aus Werbung und Nutzerabonnements durch KI steigen werden. Meta gibt an, die Werbeeffizienz seiner Unternehmenskunden durch den Einsatz von KI verbessern zu können, macht aber keine konkreten Angaben, wie sich das auf die Werbeeinnahmen auswirkt. Die Einnahmen durch Abogebühren, etwa für die Top-Versionen von ChatGPT, stammen vorwiegend von Unternehmenskunden. Die meisten Privatanutzer begnügen sich hingegen mit den kostenlosen Versionen der verschiedenen Anbieter.

Ob das Umsatzpotenzial von KI ausreicht, um die gigantischen Investitionen zu amortisieren, ist also noch längst nicht sicher. Unternehmen, die viel Geld in KI stecken, müssen Optimismus verbreiten, um ihre KI-Investitionen gegenüber den Aktionären zu rechtfertigen. Das schürt hohe Erwartungen, erhöht aber auch das Enttäuschungspotenzial, zumal die digitale Welt naturgemäß besonders disruptiv ist. Deshalb ist es sinnvoll, in Unternehmen aus unterschiedlichen Kategorien der digitalen Wertschöpfungskette zu investieren, zum Beispiel:

Digitale Versorger: Große Technologieunternehmen wie Microsoft, Amazon, Meta, Alphabet oder Apple könnte man auch als „Digital-Versorger“ bezeichnen. Sie punkten mit vergleichsweise sicheren Erträgen, weil sie im Leben fast aller Menschen oder Unternehmen fest etabliert und aus dem Alltag nicht mehr wegzudenken sind.

Spezialisten: Eine zweite Kategorie sind die Spezialisten, die ein bedeutendes Geschäftsfeld dominieren, profitabel arbeiten und einen hohen Schutzwall gegenüber bestehenden und potenziellen Konkurrenten besitzen. Prominente Beispiele sind Buchungsplattformen wie Booking, Airbnb oder Uber, Streamingdienste wie Netflix oder Spotify, Cyber-Security-Unternehmen wie Palo Alto oder Fortinet, aber

auch etablierte Anbieter von Unternehmenssoftware wie SAP oder Salesforce, IT-Beratungsunternehmen wie Accenture oder Infosys und Finanzdienstleister wie Visa oder Mastercard.

Infrastrukturanbieter: Eine dritte Kategorie von Unternehmen ist zwar nicht unmittelbar digitaler Natur, aber ein wichtiger Bestandteil der digitalen Wertschöpfungskette. Hierzu zählen vor allem Hardwarelieferanten, die für die KI-Infrastruktur wie Chips, Datacenter, Stromversorgung etc. relevant sind – darunter auch klassische Industrieunternehmen wie Schneider Electric, Legrand oder Amphenol, für die die KI-Aufrüstung zumeist ein Zusatzgeschäft ist, wenngleich mit wachsender Bedeutung. Auch Maschinenbauer wie ASML oder Applied Materials fallen als Zulieferer der Chiphersteller in diese Kategorie.

Unternehmen, die vom KI-Boom profitieren, müssen aber nicht zwangsläufig auch gute Investments sein. Entscheidend ist, wie viel Zukunft schon in den heutigen Börsenkursen steckt und welches Chancen- und Risikopotenzial die Aktien haben. Dies ist bei Unternehmen in sehr zyklischen Geschäftsfeldern wie Halbleitern nicht einfach abzuschätzen. Überraschungen bei den Unternehmensergebnissen mit entsprechenden Ausschlägen der Aktienkurse sind hier deshalb an der Tagesordnung.

Diversifikation im Technologiebereich bedeutet,
in Unternehmen aus unterschiedlichen Kategorien
der digitalen Wertschöpfungskette zu investieren.

Bei keinem Unternehmen wird so viel über das Verhältnis von Chancen zu Risiken debattiert wie bei Nvidia, dem mit einer Börsenkapitalisierung von 3,9 Billionen Dollar wertvollsten Unternehmen der Welt. Je nachdem, welches Szenario eintritt, könnte sich der Börsenwert in den nächsten Jahren verdoppeln oder halbieren. Für eine Verdopplung des Unternehmenswertes auf astronomische acht Billionen Dollar braucht es allerdings schon einiges an Fantasie. Entweder müssten alle für 2030 erwarteten KI-Investitionen in den Orderbüchern von Nvidia landen oder die Großkunden nahezu ihre gesamten Gewinne in Nvidia-Chips investieren. Beides scheint eher unwahrscheinlich. Für eine Halbierung würde es dagegen schon ausreichen, wenn der Investitionsboom spürbar an Dynamik verliert.

Ein Abflachen des KI-Booms bedeutet aber nicht dessen Ende. Die starken Kursschwankungen der Profiteure verlangen von Anlegern jedoch ein starkes Nervenkostüm und manchmal auch viel Geduld, zumal es im KI-Sektor derzeit einige Warnzeichen gibt, die auf eine temporäre Überhitzung hindeuten. Hierzu zählen Rabatte auf kostenpflichtige KI-Dienste, hohe Preise für Unternehmensübernahmen und KI-Experten sowie teilweise extreme Bewertungen. So wird beispielsweise das Softwareunternehmen Palantir, das sich auf die Analyse großer Datenmengen spezialisiert hat, aktuell

mit 320 Milliarden Dollar bewertet, was dem Hundertfachen des zuletzt erreichten Jahresumsatzes entspricht.

Zusätzlich muss man bei den veröffentlichten Gewinnen der Technologieunternehmen etwas genauer hinschauen. Nicht wenige Unternehmen klammern bei dem Ausweis ihrer Gewinne einen großen Kostenblock aus. In der Branche ist es üblich, einen signifikanten Anteil des Gehalts als aktienbasierte Vergütung zu zahlen („stock-based compensation“ oder kurz SBC). Zumeist geschieht dies in Form von Aktienoptionen. Zwar werden die damit verbundenen Optionskosten in der offiziellen Gewinn- und Verlustrechnung berücksichtigt, in einer adjustierten Version aber oftmals wieder herausgerechnet („adjusted earnings“). Dahinter steckt die Idee, nicht-zahlungswirksame Effekte zu eliminieren, um eine bessere Vergleichbarkeit der Ergebnisse zu ermöglichen. Das ist grundsätzlich sinnvoll, und deshalb richten Analysten und Investoren ihr Augenmerk vor allem auf die adjustierten Ergebnisse. Nun sind aktienbasierte Vergütungen aber keine Einmalkosten, sondern fallen jedes Quartal an. Bei manchen Unternehmen machen sie mehr als zehn Prozent des Umsatzes oder die Hälfte des Gewinns aus. In einigen Fällen sind sie sogar höher als der gesamte Gewinn, was bedeutet, dass diese Unternehmen eigentlich Verluste machen, obwohl sie einen (adjustierten) Gewinn ausweisen (vgl. Tabelle 1).

Ein mögliches Abflachen des KI-Booms bedeutet nicht dessen Ende. Große Kursschwankungen bei Aktien der KI-Profiteure verlangen von Anlegern aber ein starkes Nervenkostüm und manchmal auch viel Geduld.

ANLAGESTRATEGIE

Tabelle 1

Aktienbasierte Vergütung (SBC) von ausgewählten US-Technologieunternehmen*

Unternehmen	Börsenwert per 30. Juni 2025 in Mrd. US-Dollar	Umsatz in Mrd. US-Dollar	Adjustierter Gewinn in Mrd. US-Dollar	SBC-Kosten in % des Umsatzes	SBC-Kosten in % des Gewinns
Snowflake	75	3,8	0,3	42,0%	479,3%
Palantir	322	3,1	1,1	28,5%	77,8%
Atlassian	53	5,0	0,9	25,9%	144,7%
Arm	171	4,0	1,7	25,8%	59,5%
CrowdStrike	127	4,1	0,8	23,7%	122,3%
Cloudflare	68	1,8	0,3	22,6%	148,8%
Workday	64	8,7	2,1	18,3%	76,0%
Palo Alto	136	8,9	2,2	14,7%	59,3%
ServiceNow	213	11,5	3,0	13,5%	50,9%
Broadcom	1.297	57,0	26,3	9,4%	20,4%
Salesforce	261	38,6	10,0	8,4%	32,2%
Nvidia	3.855	148,5	80,9	3,4%	6,2%
Durchschnitt (ungewichtet)				19,7%	106,4%
Durchschnitt (gewichtet)				8,2%	18,7%

* Sofern nicht anders vermerkt, beziehen sich die Angaben auf die jeweils vergangenen vier Quartale.

Quelle: Bloomberg, Unternehmenspräsentationen, Flossbach von Storch, Daten per 30. Juni 2025
Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Hier gilt es aufzupassen: Denn die Unternehmen beziehungsweise ihre Aktien sind in vielen Fällen deutlich teurer, als es die viel beachteten adjustierten Gewinne vermuten lassen. In Phasen starken Wachstums und großer Euphorie werden solche Einwände gerne beiseite geschoben. Wenn die Stimmung aber kippt und Investoren genauer hinschauen, zeigt sich, dass mancher Kaiser keine Kleider trägt.

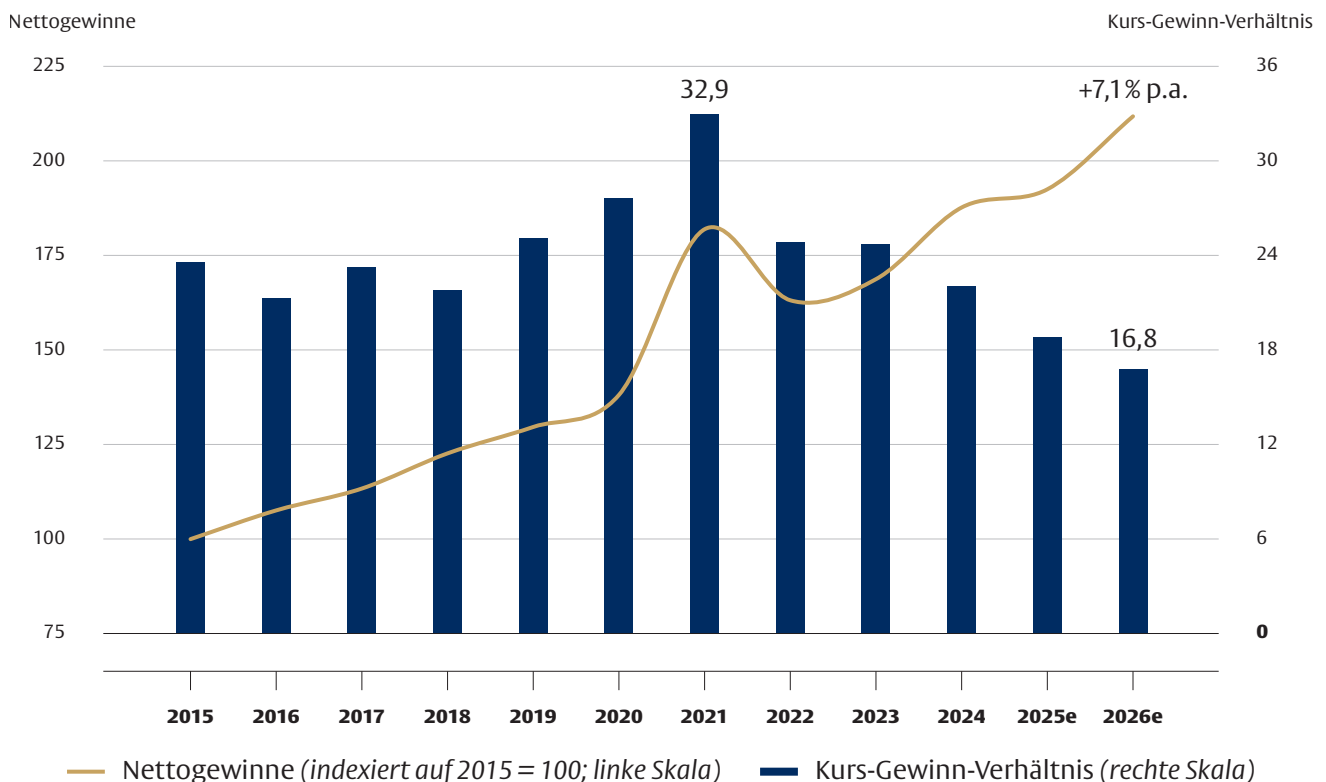
Ein anderes Bild zeigt sich bei Aktien aus dem Konsum- oder Health-Care-Bereich, die wegen ihrer Ertragsstabilität auch als defensive Titel bezeichnet werden. Sie sind weniger dynamisch und inspirierend als Technologieunternehmen, geradezu langweilig, weshalb sie im aktuellen Umfeld wenig Beachtung finden. Hinzu kommt, dass die Wachstumsraten gering sind, nachdem der Umsatzschub der jüngsten Inflationsphase abgeebbt ist. Das hat

sich auch in den Aktienkursen niedergeschlagen, die oft deutlich unter ihren Höchstständen liegen. Da die Gewinne aber weiter leicht gestiegen sind, hat sich das Verhältnis von Kurs zu Gewinn deutlich verbessert. Um den starken Bewertungsrückgang zu verdeutlichen, haben wir einen Korb aus elf großen Unternehmen dieser beiden Sektoren zusammengestellt, deren Aktien heute deutlich niedriger bewertet werden und damit günstiger sind als in der vergangenen Dekade (vgl. Grafik 6).

Am teuersten waren sie im Jahr 2021, als ein perfektes Umfeld herrschte. Die Sonderkonjunktur im Health-Care-Bereich und steigende Preise bei Konsumgütern führten zu einem deutlichen Gewinnschub und erhöhten die Attraktivität der Unternehmen. Hinzu kam das niedrige Zinsniveau, das die Bewertung ertragsstabiler Unternehmen in die Höhe treibt. So kosteten die Aktien der elf im Korb enthaltenen Unternehmen damals das 33-Fache des erzielten Jahresgewinns und damit fast doppelt so viel wie

Grafik 6

Robustes Gewinnwachstum wird derzeit nicht honoriert Adjustierte Nettogewinne ausgewählter Unternehmen* und Bewertungsniveau



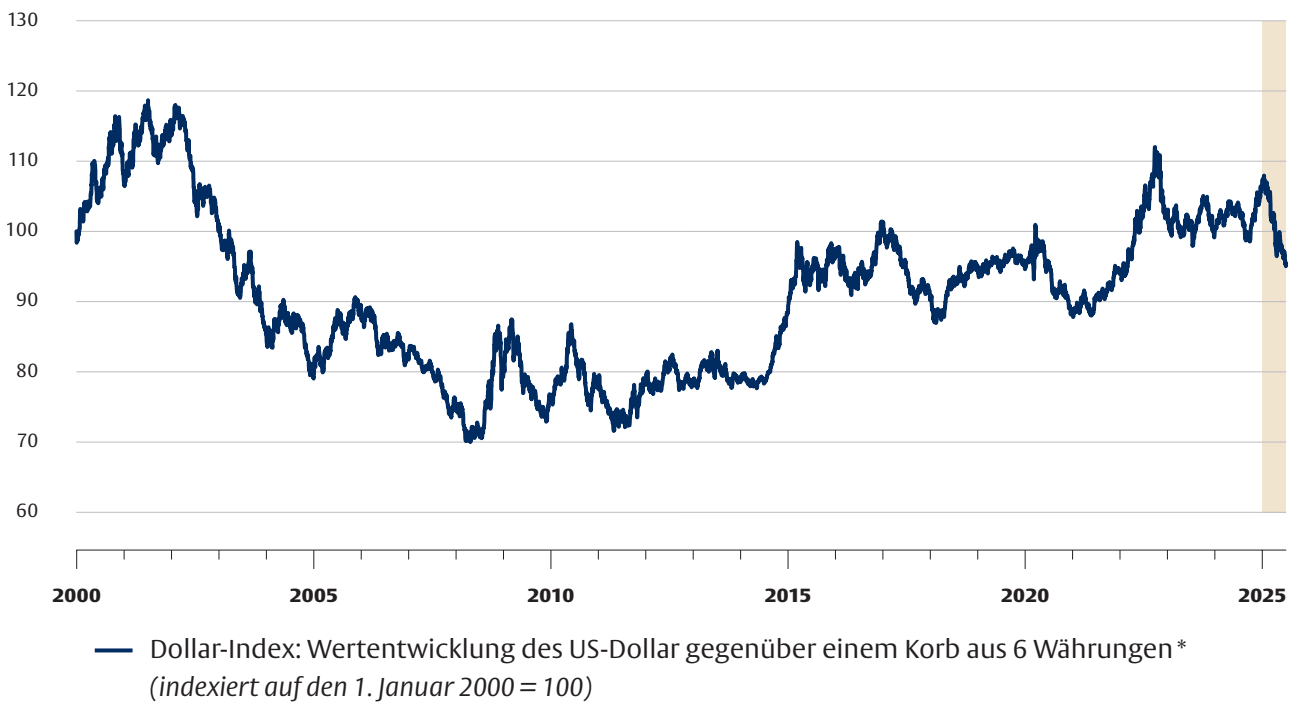
* Korb ausgewählter Unternehmen aus den Sektoren Basiskonsum und Health-Care:
Coloplast, Diageo, L'Oréal, Nestlé, Novo Nordisk, PepsiCo, Reckitt Benckiser, Roche, Symrise, Thermo Fisher, Unilever.

Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch, Daten per 30. Juni 2025

**Die Gewinnerwartungen basieren auf spezifischen Annahmen. Die tatsächlichen Ergebnisse können hiervon erheblich abweichen.
Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.**

Grafik 7

US-Dollar: Vertrauensverlust Die Weltleitwährung wird zum Politikum



* Britisches Pfund, Euro, Kanadischer Dollar, Schwedische Krone, Schweizer Franken, Yen

Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch, Daten per 30. Juni 2025

Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

heute. Die Dividendenrendite der betrachteten Unternehmen beträgt aktuell im Durchschnitt rund drei Prozent, bei den Titeln aus dem Konsumgüterbereich sind es sogar vier Prozent. Das ist nicht nur eine attraktive laufende „Verzinsung“, sondern begrenzt unseres Erachtens auch das Kursrisiko der Aktien.

US-Dollar als Spielverderber

Nach einer langen Phase der Dollarstärke hat die Weltleitwährung in den vergangenen Monaten erheblich Federn lassen müssen. So hat der vielbeachtete Dollar-Index, der die Entwicklung von sechs Währungen zum Dollar misst, im ersten

Halbjahr rund elf Prozent verloren (vgl. Grafik 7). Dies ist der größte Rückgang innerhalb eines ersten Halbjahres seit 1973.

Ursächlich dürfte die wenig vertrauensfördernde Politik des US-Präsidenten sein. Anhaltend hohe Haushaltsdefizite, vor allem aber seine Angriffe auf die Unabhängigkeit der US-Notenbank, haben das Vertrauen gegenüber dem US-Dollar untergraben. Die Fed gewährleistet als unabhängige Institution eine unpolitische Geldpolitik, die sich den beiden Zielen Geldwertstabilität und wirtschaftliche Prosperität verpflichtet fühlt. Wenn ein Präsident versucht, die Notenbank für seine politischen Ziele einzuspannen,

schrillen die Alarmglocken. Bemerkenswert ist die Schärfe, mit der Trump Fed-Chef Jerome Powell immer wieder attackiert hat. Er gab ihm sogar den Spitznamen „TOO LATE“, weil Powell sich hartnäckig weigert, Trumps Wünschen nach schnellen und deutlichen Zinssenkungen nachzukommen.

Und so überrascht es nicht, dass der US-Präsident unbeirrt auf Veränderungen im mächtigen Fed-Gremium drängt. Im Mai 2026 läuft Powells Amtszeit als Vorsitzender der US-Notenbank aus. Bis dahin muss er für Trump die Rolle des Sündenbocks übernehmen. Wann immer es irgendwo nicht läuft, kann Trump ihm beziehungsweise der Fed die Schuld in die Schuhe schieben. Trumps Ziel ist es, möglichst viele Posten mit Loyalisten zu besetzen, die für eine lockere Geldpolitik stehen. Allerdings ist das nicht so einfach, denn die Neubestimmung des Fed-Vorsitzenden allein reicht nicht aus. Zinsentscheidungen werden von zwölf stimmberechtigten Mitgliedern getroffen, und nur zwei davon kann Trump bis zum Ende seiner Amtszeit austauschen. Hätte Trump hier völlig freie Hand, wäre der Dollar wahrscheinlich weitaus stärker gefallen.

Wie man Trump kennt, hält ihn das aber nicht davon ab, einen möglichst großen Einfluss auf die US-Geldpolitik gewinnen zu wollen. Dazu dient auch die öffentliche Diskussion über den möglichen Nachfolger Powells und dessen vorzeitige Nominierung noch in diesem Jahr – ein ungewöhnlich früher Zeitpunkt mit Signalwirkung. Damit könnte ein Schattenvorsitzender installiert werden, der die Markterwartungen an die zukünftige Zinspolitik schon weit vor dem eigentlichen Amtswechsel beeinflusst und den amtierenden Notenbankchef zur lahmen Ente degradiert. Am liebsten würde Trump den Posten natürlich selbst übernehmen.

Da ihm das verwehrt ist, wird er alles daransetzen, seinen Einfluss auf die US-Notenbank Schritt für Schritt auszubauen. Dem Vertrauen in den US-Dollar

dürfte das zwar nicht helfen, aber am Ende ist es die wirtschaftliche Prosperität eines Landes, die den Wert der Währung bestimmt. Sollte die US-Wirtschaft schwächeln und die Inflation trotzdem über der Zielmarke von zwei Prozent verharren, könnte ein Trump-loyaler Notenbankchef die Geldwertstabilität ignorieren und sich in den Dienst der Regierung stellen. Sollte es dazu kommen, dürfte sich die Dollarschwäche weiter fortsetzen.

Gold: Die alternative Weltreservewährung

Donald Trumps Angriffe auf die Unabhängigkeit der US-Notenbank haben das Vertrauen in den US-Dollar geschwächt. Dennoch bleibt der Dollar unangefochten die wichtigste Weltreservewährung, denn andere Währungsräume sind entweder zu klein (Schweizer Franken) oder politisch zu komplex (Euro). Von diesem Vakuum hat Gold profitiert, dessen Anteil an den Währungsreserven der Notenbanken auf zwanzig Prozent gestiegen ist und das damit den Euro, der auf 16 Prozent kommt, als zweitgrößte Weltreservewährung abgelöst hat. Dazu haben nicht nur die hohen Goldkäufe der Notenbanken beigetragen, sondern auch der starke Goldpreisanstieg.

Aktuell betragen die Zentralbankgoldbestände weltweit gut 36.000 Tonnen und liegen damit nur noch 2.000 Tonnen unter dem Allzeithoch aus dem Jahr 1965. Damals gab es noch einen fest definierten Umtauschkurs von 35 Dollar je Unze. Heute ist der Preis fast hundert Mal so hoch.

Angesichts der geopolitischen Unsicherheiten und der Regentschaft von Donald Trump in den USA dürfte die Bedeutung von Gold als Alternative zum US-Dollar weiter zunehmen. Langfristig wären höhere Preise deshalb keine Überraschung, kurzfristig muss der extreme Preisanstieg von fast 50 Prozent in nur zwölf Monaten aber erst einmal verdaut werden.

FAZIT

Die Entwicklung der Künstlichen Intelligenz schreitet rapide voran. Die großen Technologiekonzerne investieren hunderte Milliarden Dollar in den Aufbau von Rechenkapazitäten und die dazugehörige Infrastruktur. Offen bleibt, ob die hohen Ausgaben ausreichend Ertrag abwerfen werden, und wie stark sich die KI-Landschaft durch neue Technologien und digitale Angebote verändern wird.

Anders als in der Internet-Euphorie zur Jahrtausendwende arbeiten die Technologieunternehmen heute mit Gewinn, und nicht wenige sind sogar hochprofitabel. Das macht ihre zukünftige Ertragsentwicklung berechenbarer, wobei Berechenbarkeit in der disruptiven Technologiewelt eine relative Größe ist. Am ehesten gilt dies für die großen Unternehmen, deren Dienste fest im Alltag fast aller Menschen oder Unternehmen verankert sind und die man deshalb als digitale Versorger bezeichnen kann. Aber auch unter den Spezialisten, die ein bedeutendes Geschäftsfeld dominieren, finden sich qualitativ hochwertige Unternehmen. Das Gleiche gilt für Anbieter von KI-Infrastruktur, die oft aus tradierten Branchen stammen und einen zunehmenden Teil ihrer Erträge in der KI-Wertschöpfungskette erwirtschaften.

Neue große Wachstumsfelder sind naturgemäß ein Magnet für Anleger. Es gibt keinen Boom, der nicht in einer Übertreibung endet. Das war in der Internet-Euphorie zur Jahrtausendwende so, obwohl in den folgenden Dekaden selbst die kühnsten Erwartungen weit übertroffen wurden. Viele der vermeintlichen Profiteure blieben auf der Strecke, neue kamen hinzu. Und selbst die Unternehmen, die noch im Rennen sind, hatten zwischenzeitlich bis zu 90 Prozent ihres Börsenwertes eingebüßt.

Auch wenn das KI-Narrativ vielen Anlegern als Anlagemotiv ausreicht, sind Höhe und Berechenbarkeit der zukünftigen Unternehmensgewinne wichtig, um festzustellen, wie viel Zukunft schon in den Kursen von heute steckt, und wie attraktiv das Verhältnis von Chance und Risiko ist.

Kaum prognostizierbaren Entwicklungen wie Trumps Zollpolitik oder Dollarkursbewegungen lässt sich nur durch eine sinnvolle Diversifikation begegnen. Dazu zählen auch Aktien von Unternehmen, die vergleichsweise sichere Erträge erwirtschaften, aber weniger stark wachsen und deshalb bei Anlegern in Ungnade gefallen sind.



Dr. Bert Flossbach

Köln, den 4. Juli 2025

IMPRESSUM

Herausgeber Flossbach von Storch SE, Ottoplatz 1, 50679 Köln
Telefon +49. 221. 33 88-0, Fax +49. 221. 33 88-101
info@fvs.com, www.flossbachvonstorch.com

Geschäftsführende Direktoren Dr. Bert Flossbach, Dr. Tobias Schafföner,
Dr. Till Schmidt, Marcus Stollenwerk
Vorsitzender des Verwaltungsrats Kurt von Storch

Umsatzsteuer-ID DE 200 075 205
Handelsregister HRB 120796 (Amtsgericht Köln)
Zuständige Aufsichtsbehörde
Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Marie-Curie-Straße 24 – 28, 60439 Frankfurt, Deutschland
Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn, Deutschland
www.bafin.de

Redaktion Dr. Bert Flossbach, Dr. Kai Lehmann,
Thomas Lehr, Julian Marx, Dr. Tobias Schafföner
Redaktionsschluss 4. Juli 2025

Visuelle Konzeption Heller & C und Markus Taubeneck
Druck TheissenKopp GmbH

Nachdrucke des Berichtes sowie öffentliches Zugänglichmachen – insbesondere durch Aufnahme in fremde Internetauftritte – und Vervielfältigungen auf Datenträger aller Art bedürfen der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Flossbach von Storch SE.

RECHTLICHER HINWEIS

Diese Publikation dient unter anderem als Werbemitteilung. Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen von Flossbach von Storch zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Ansicht und Zukunftserwartung von Flossbach von Storch wider. Dennoch können die tatsächlichen Entwicklungen und Ergebnisse erheblich von den Erwartungen abweichen. Alle Angaben wurden mit Sorgfalt zusammengestellt. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit kann jedoch keine Gewähr übernommen werden. Der Wert jedes Investments kann sinken oder steigen und Sie erhalten möglicherweise nicht den investierten Geldbetrag zurück. Mit dieser Publikation wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet. Die erhaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlage- Rechts- und/oder Steuerberatung oder sonstige Empfehlung dar. Insbesondere ersetzen diese Informationen nicht eine geeignete anleger- und produktbezogene Beratung sowie ggf. die fachliche Beratung durch einen steuerlichen oder rechtlichen Berater. Diese Publikation richtet sich nicht an Personen in Rechtsordnungen, in denen der Zugang zu den darin enthaltenen Informationen nicht zulässig ist (z.B. aufgrund der geltenden Gesetzgebung). Diese Publikation unterliegt urheber-, marken- und gewerblichen Schutzrechten. Eine Vervielfältigung, Verbreitung, Bereithaltung zum Abruf oder Online-Zugänglichmachung (Übernahme in andere Webseite) der Publikation ganz oder teilweise, in veränderter oder unveränderter Form ist nur nach vorheriger schriftlicher Zustimmung von Flossbach von Storch zulässig. Es ist dann der Umfang der Gestattung zu beachten und ein Hinweis auf die Herkunft der Vervielfältigung und die Rechte von Flossbach von Storch anzubringen. **Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.** Ein umfangreiches Glossar zu Themen und Begriffen finden Sie auch auf www.flossbachvonstorch.com/glossar.

© 2025 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

