



Back to Business

Unsere Überzeugungen bis Ende 2025

**Stand:
29.08.2025**

LA FRANÇAISE

Crédit Mutuel Alliance Fédérale

Introduction



François Rimeu

Senior Strategist,
Crédit Mutuel
Asset Management

In den USA verweisen Frühindikatoren auf ein erhebliches Inflationsrisiko



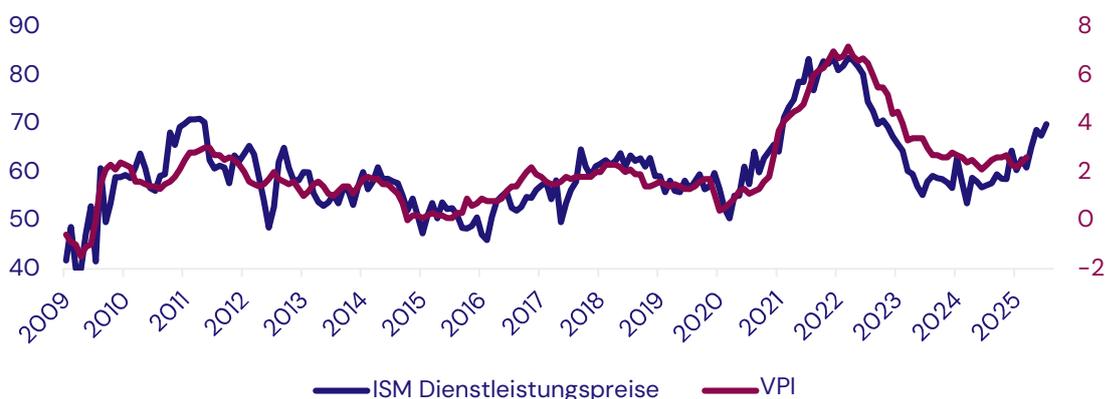
Die Politik steht aktuell im Mittelpunkt, sowohl in den USA als auch in Europa.

In Frankreich **erinnert die aktuelle Lage stark an die Situation Ende 2024** und den Sturz der Regierung Barnier. Das Ergebnis dürfte mit einer neuen Regierung ähnlich ausfallen, die sich wahrscheinlich für eine weniger ehrgeizige Wirtschaftspolitik entscheiden wird in einem Land, das weiterhin mit **hohen Schulden, niedrigem Wachstum und politischer Instabilität** konfrontiert sein wird. In diesem Umfeld ist es schwierig, positiv zu bleiben, auch wenn die aktuellen Erwartungen bereits von einer möglichen Verschlechterung des Länderratings ausgehen. In den letzten Monaten waren wir bei französischen Vermögenswerten zurückhaltend und bleiben dies auch weiterhin, ohne jedoch von einem Katastrophenszenario auszugehen. **Einen Rücktritt von Emmanuel Macron oder eine erneute Auflösung des Parlaments halten wir derzeit für unwahrscheinlich.**

Auch in den **USA ist Politik das Hauptthema** mit Handelskriegen, Ernennungen bei der Fed oder Versuchen, ein Friedensabkommen mit Russland auszuhandeln. Dies gibt **kaum Sicherheit**, aber im Endeffekt weist die Situation unseres Erachtens etliche **Ähnlichkeiten mit dem Herbst 2024 auf**. Im vergangenen September waren wir der Ansicht, dass **die erwarteten Zinssenkungen der Fed** angesichts der gesunden US-Wirtschaft und **trotz der Risiken am Arbeitsmarkt** übertrieben sind. Das sehen wir dieses Jahr genauso: Die Zahlen vom Arbeitsmarkt sind ziemlich beruhigend, der Konsum hält an und dürfte unverändert bleiben, zusätzlich besteht **ein erhebliches Inflationsrisiko. Die Frühindikatoren verweisen auf höhere Preise** auf Grund der Zölle, deren **Kosten größtenteils vom Endverbraucher getragen werden.**

Die Eurozone zeigt eine allmähliche Verbesserung: Das **Wachstum wird nach oben korrigiert und die Rezession im verarbeitenden Gewerbe lässt nach**. Deutschland profitiert als Wirtschaftsmotor der Region von **massiven Konjunkturprogrammen**, die die Dynamik in den kommenden Quartalen aufrecht erhalten dürften. Der Rückgang der Energiepreise (Öl und Gas) ist ebenfalls ein positiver Faktor, sowohl für die Wirtschaft als auch für die Kontrolle der Inflation. Vor diesem Hintergrund dürfte die **EZB eine abwartende Haltung beibehalten**. Und schließlich wäre **jeder diplomatische Fortschritt zwischen Russland und der Ukraine**, beispielsweise ein Waffenstillstand, **ein zusätzlicher Katalysator für die regionale Stabilität.**

ISM Services Index – Gezahlte Preise ggü. Verbraucherpreisindex (VPI): Inflationsrisiko in den USA



In einer Welt mit hoch verschuldeten Industrieländern sind wir der Ansicht, dass das Umfeld Risikoanlagen trotz historisch unattraktiver Bewertungen in einigen Marktsegmenten mittelfristig weiterhin stützt. Dieser gesamtwirtschaftlich Rahmen ist zudem ein Treiber für die anhaltende Verteilerung der Renditekurven, während der Dollar unter Druck bleiben dürfte.

Quelle: Crédit Mutuel
Asset Management,
Bloomberg. Stand:
28.08.2025

Investment-Grade

In den USA hat die drastische Abwärtskorrektur bei den Stellenschaffungen in den letzten Monaten zu **verstärkten Erwartungen an Zinssenkungen der Fed** geführt, um die Verschlechterung des Arbeitsmarktes einzudämmen. Trotz günstiger Inflationszahlen für den Juli unterstreicht der jüngste Anstieg der Erzeugerpreise jedoch die **Aufwärtsrisiken für die US-Inflation aufgrund des Handelskriegs**. Die Renditen 2- und 10-jähriger Staatsanleihen (3,63% bzw. 4,22%) dürften auf ihrem aktuellen Stand verharren.

In der Eurozone, in der **die Inflation** nahe dem 2%-Ziel der EZB **unter Kontrolle** ist und **aufgrund des Handelskriegs Abwärtsrisiken für das Wachstum bestehen**, zögert der Markt zwischen der Aufrechterhaltung des Status quo, wie im Juni angekündigt, oder einer letzten Zinssenkung vor Ende des Jahres. Die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen (2,70%) kann immer noch **sinken**, während sich die Risikoprämien zwischen Staatsanleihen verengen. Der Spread zwischen BTP und Bundesanleihen liegt bei 85 Bp. (nach 115 im Januar) aufgrund einer **Verbesserung der Fundamentaldaten in Italien** in Verbindung mit einem deutlichen Renditestreben der Anleger. Im Gegensatz dazu verharret die **Risikoprämie zwischen OAT und Bundesanleihen bei 79 Bp.** und damit unter ihrem Rekordwert von 90 Bp. (im Jahr 2024). Sie steht jedoch unter Druck, da das politische Risiko in den kommenden Monaten wieder zunehmen könnte.

Im Segment der Investment Grade-Anleihen, das zwar von geopolitischen und branchenspezifischen Spannungen geprägt ist, **verharren die Credit-Spreads auf niedrigen Niveaus** (Euro-IG bei 86 Bp. und US-IG bei 78 Bp.). **Die technischen Unterstützungsfaktoren für die Anlageklasse bleiben bestehen** (kontinuierliche Zuflüsse in Euro-IG-Fonds, Rückgang der Geldmarktzinsen usw.), wobei es in diesem Sommer **keine Emissionen gab**.

ENTSCHEIDENDE FAKTOREN



Die Inflation dürfte sich in der Eurozone weiter bei 2% stabilisieren. In diesem Umfeld dürfte die EZB ihre Strategie des Status quo beibehalten.



Aufrechterhaltung einer positiven Wachstumsdynamik in den Peripherieländern, allen voran Irland, Spanien und Portugal.



Die Nachfrage nach Euro-IG-Anleihen wird am Markt hoch bleiben (Zuflüsse von 41 Milliarden Euro im Jahr 2024) und sich auf traditionelle IG-Fonds und Zielfälligkeitsstrategien konzentrieren. In den USA werden die hohen Zinsen die Nachfrage nach IG-Unternehmensanleihen stützen.

WARNZEICHEN



Die restriktivere Geldpolitik der Fed dürfte nur marginale Auswirkungen auf die EZB haben, da diese ihre Entscheidungen auf der Grundlage der spezifischen Wirtschaftsbedingungen in der Eurozone trifft.



Die Auswirkungen der Zollpolitik und ihr Potenzial, Inflationsdruck zu erzeugen, werden von Zentralbankern und Anlegern genau beobachtet.



Das Anleiheangebot wird 2026 eine wichtige Rolle spielen, da vor allem in Deutschland nach den Reformen der Schuldenbremse mit massiven Emissionen gerechnet wird.

POSITIONIERUNG



Quelle: Crédit Mutuel Asset Management, Bloomberg. Stand: 29.08.2025

Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine Rückschlüsse auf die zukünftige Wertentwicklung zu.

Seit Beginn des Sommers haben wir **zugunsten der Kernzone der Kurve** eine neutrale bis leicht positive Durationsposition eingenommen. In Deutschland sind wir übergewichtet, in Italien und Spanien neutral ausgerichtet und in Frankreich aufgrund der politischen Risiken untergewichtet.

Bei IG-Unternehmensanleihen bleiben wir in Bezug auf das Risiko einer Ausweitung der Risikoprämien zurückhaltend angesichts der extrem engen Niveaus, die im Sommer 2025 erreicht wurden, und der erneut umfassenden Emissionen seit September. Ohne externe Einflüsse dürfte die **Carry der wichtigste Performancetreiber sein**. Wir bevorzugen Qualitäts- und defensive Sektoren sowie das mittlere Kurvenssegment (bis zu 7-8 Jahre), wodurch der Roll-Down-Effekt für ein moderates Beta maximiert wird. **Angesichts der Bewertungen und des makroökonomischen Umfelds nehmen wir eine ausgewogenere Positionierung in Unternehmensanleihen gegenüber Finanzwerten ein.**

High Yield

Der Markt für High Yield-Anleihen wird, wie andere risikoreiche Anlageklassen auch, nach wie vor durch günstige technische Faktoren unterstützt, darunter erhebliche Kapitalzuflüsse sowie ein generell positives gesamtwirtschaftliches Umfeld.

Die soliden Fundamentaldaten der Unternehmen und ihre Fähigkeit, sich problemlos an den Märkten zu refinanzieren, tragen dazu bei, die Ausfallquoten einzudämmen.

Obwohl die Risikoprämien derzeit auf einem historisch niedrigen Niveau liegen – je nach Region zwischen dem 5. und 10. Perzentil – bleibt die Carry attraktiv und dürfte der wichtigste Performancetreiber für die Anlageklasse bleiben.

Ohne ein kurz- bis mittelfristiges Rezessionsszenario rechnen wir damit, dass die Credit-Spreads stabil bleiben und sich bis zum Jahresende in einer Spanne von 300 bis 350 Basispunkten bewegen. Bei den Ausfallquoten erwarten wir einen Rückgang in Europa (zwischen 2,5% und 3,5%), der von einem günstigen Basiseffekt getragen wird. Dagegen wird in den USA ein leichter Anstieg erwartet (zwischen 3% und 4,5%), was auf einen weniger günstigen Basiseffekt und die negativen Auswirkungen der Zölle auf bestimmte Branchen zurückzuführen ist.

In den Schwellenländern tragen die aktuellen Risikoprämien unseres Erachtens nicht den Fundamentaldaten der lokalen Unternehmen Rechnung, sondern der spekulativen Positionierung einiger Anleger Rechnung, basierend auf der Annahme einer deutlichen Senkung der US-Leitzinsen, wobei diese Hypothese bis heute ungewiss bleibt.

ENTSCHEIDENDE FAKTOREN



Das gesamtwirtschaftliche Umfeld bleibt günstig, während die Fundamentaldaten von High Yield-Unternehmen mit stabiler Verschuldung, guter Liquidität und geringem Refinanzierungsbedarf solide bleiben.



Die Kapitalzuflüsse werden in einem Umfeld mit begrenzten Nettoemissionen gut unterstützt, was sich in einer über dem Angebot liegenden Nachfrage niederschlägt.



Die Qualität des High Yield-Sektors hat sich in den letzten Jahren verbessert, mit einer deutlichen Reduzierung der Duration sowohl in den USA als auch in Europa sowie einer Verbesserung der Emissionsstruktur mit einem wachsenden Anteil an besicherten Schuldtiteln. Dies trägt zur Verbesserung der Erlöse und einer Begrenzung potenzieller Verluste für die Anleger bei.

WARNZEICHEN



Bestimmte Branchen wie Automobile, Chemie und zyklische Konsumgüter könnten von der Einführung neuer Zölle besonders stark betroffen sein.



Darüber hinaus ist die Marktpositionierung in bestimmten geografischen Gebieten und Sektorsegmenten nach wie vor besonders aggressiv, was die Volatilitätsrisiken erhöht.



Unter dem politischen Druck, ihre Geldpolitik zu lockern, muss sich die US-Notenbank mit einem erneuten Anstieg des Inflationsdrucks im Zusammenhang mit Preisbildungsmaßnahmen und einem hohen Maß an Unsicherheit auseinandersetzen. Diese Situation bietet keine Prognosesicherheit für die Märkte.

POSITIONIERUNG



Trotz historisch niedriger Risikoprämien dürfte die Dynamik am High Yield-Markt in den kommenden Monaten anhalten.

Volatilitätsepisoden dürften in den nächsten Monaten im Zusammenhang mit den bevorstehenden US-Konjunkturindikatoren (Inflation, Beschäftigung) und einer ungünstigen Saisonabhängigkeit im September in Verbindung mit der Erholung am Primärmarkt auftreten. Diese Stressphasen können Anlagechancen zu attraktiven Einstiegsniveaus bieten.

Wir bevorzugen weiterhin mittlere Laufzeiten (3 bis 5 Jahre), die seit Jahresbeginn unverändert sind. Wir verfolgen nach wie vor einen zurückhaltenden Ansatz in Sektoren, die unter den Spannungen im Handel leiden. Ansonsten bevorzugen wir weiterhin europäische High Yield-Anleihen gegenüber US-Hochzinsanleihen, da die Bewertungsbedingungen attraktiver und die technischen Faktoren günstiger sind. Außerdem vermeiden wir weiterhin HY-Anleihen aus Schwellenländern.

Quelle: Crédit Mutuel Asset Management, Bloomberg, Stand: 29.08.2025

Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine Rückschlüsse auf die zukünftige Wertentwicklung zu.

Nachrangige Schuldtitel

Gesamtwirtschaftliche oder geopolitische Ängste haben die Rentenmärkte kaum beunruhigt, und **hohe Beta-Segmente wie nachrangige Anleihen verzeichneten seit dem Liberation Day im April einen Anstieg**, der seit Jahresbeginn je nach Teilsegment zwischen +3,3% und +6,0% lag. Dies ergibt sich aus der **hohen Carry** der Anlageklasse und einer **deutlichen Reduzierung der Credit-Spreads**. So sanken €AT1-CoCo-Spreads von 449 Bp. am 9. April auf 289 Bp. am 28. August und damit in die Nähe ihres niedrigsten Stands seit Januar 2018.

Diese relative Kostspieligkeit trägt sowohl einem **Kompressionseffekt zwischen nachrangigen Anleihe-segmenten** (die risikoreicheren Segmente werden aus historischer Sicht enger als die weniger risikoreichen Segmente gehandelt, z.B. AT1 ggü. Tier-2-Bankanleihen), als auch einem **Rückgang innerhalb des Segments zwischen risikoreicheren Emittenten** (z.B. Finanzinstitute aus Ländern, die früher als Peripherieländer galten) und Emittenten mit besseren Ratings oder Fundamentaldaten Rechnung. Wir stellen jedoch fest, dass die **Fundamentaldaten des europäischen Bankensektors ausgezeichnet sind** (abgesehen von einigen deutschen und österreichischen Banken), da die Halbjahresergebnisse als Ganzes zu Buche schlagen.

Das Interesse an Unternehmensanleihen mit hohem Beta scheint weiter ungebrochen, und nachrangige Anleihen bieten immer noch einen Wert für ihre Carry, aber **wir bevorzugen defensivere Anleihen** (siehe unten) und **halten uns zunehmend vom Primärmarkt fern, der auf den aktuellen Niveaus wenig Wert bietet** und eine signifikante Nachfrage, die manchmal die Endpreise belastet.

ENTSCHEIDENDE FAKTOREN



Die Finanzergebnisse der europäischen Finanzinstitute sind **hervorragend**, wie an der Börsenentwicklung der Banken abzulesen ist. **Es gibt keine sogenannten Peripheriebanken mehr.**



Die **Nachfrage** der Anleger nach nachrangigen Anleihen ist **optimal** auf einem Primärmarkt, der sich fast ausschließlich aus Refinanzierungsgeschäften anstatt Neuemittenten zusammensetzt, während Anleihen in fast allen Fällen **zum ersten Kündigungstermin zurückgenommen werden.**



Die **Renditekurven versteilern sich weiter**, sowohl aufgrund einer günstigeren Neigung der Renditekurve, als auch aufgrund der Verengung von Anleihen mit Call Date unter 3 Jahren. **Anleihen mit Call Date in 3-7 Jahren bieten einen interessanten Wert.**

WARNZEICHEN



Bei **jüngeren M&A-Versuchen** (egal ob sie erfolgreich sind oder nicht) im europäischen Finanzsektor, allen voran in Italien, **stellt sich die Frage** nach ihrer Relevanz und ob wir **zu der Hybris zurückkehren, die vor der Krise von 2007-2008 herrschte.**



Die übergreifende Verengung der Spreads, aber auch innerhalb der Segmente lässt **wenig Spielraum für eine weitere signifikante Verengung.**



Inbesondere bei AT1-CoCos beobachten wir eine **hohe Korrelation mit dem US-Aktienmarkt**, was ein exogener Risikofaktor (oder eine Chance) für die Anlageklasse darstellt.

POSITIONIERUNG



Nachrangige Anleihen sind Opfer ihres eigenen Erfolgs, und ihre **signifikante Carry** verstärkt ihren Diversifizierungsaspekt gegenüber Corporate High Yield-Papieren, während sie der **Androhung von Zöllen weniger ausgesetzt** sind. Wir glauben, dass **die Spreads** aufgrund der **starken Nachfrage** auf den Rentenmärkten und der **guten Aussichten** für die Aktienmärkte in einer ähnlichen Spanne wie in den letzten beiden Monaten verharren können.

Wir bevorzugen €AT1-CoCos mit hohen Reset-Spreads (d.h. mit einer höheren Call-Wahrscheinlichkeit), da sie auf Niveaus gehandelt werden, die häufig mit niedrigeren Reset-Anleihen vergleichbar sind. **Aufgrund höherer Spreads und teurer Währungsabsicherung** bevorzugen wir €AT1 gegenüber \$AT1. Wir bevorzugen T2-Papiere von Versicherern ggü. AT1, da wir Letztere **relativ gesehen für zu teuer halten.**

Quelle: Crédit Mutuel Asset Management, Bloomberg, Stand: 29.08.2025

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Maßstab für die künftige Entwicklung.

Alternative expertise

Das Beste aus volatilen Zeiten machen

Die ersten acht Monate des Jahres 2025 waren von einem sehr gemischten gesamtwirtschaftlichen Umfeld geprägt, in dem die **Volatilität Chancen bot**. Nach einem guten Jahresauftakt, der von einer erneuten Risikobereitschaft geprägt wurde, war die Zeit rund um den Liberation Day ein Schlüsselmoment. Die Ankündigung von US-Zöllen im April löste eine starke Reaktion an den Märkten aus und **bot attraktive Einstiegspunkte für Arbitrage-Strategien**, vor allem bei Unternehmensanleihen. Das darauf folgende vorläufige Moratorium führte zu **einer allmählichen Rückkehr der Kapitalflüsse in alternative Anlagen** und einer gewissen Normalisierung der Credit-Spreads, was wiederum zu attraktiven Gewinnen führte.

Das **Risiko für Wachstum und Inflation** in Verbindung mit Zöllen ist jedoch nach wie vor erhöht. Dies verstärkt die anhaltende geopolitische Unsicherheit, insbesondere im Nahen Osten und im Südchinesischen Meer. Trotz der **ersten Anzeichen einer Lockerung in Europa** bleibt die Geldpolitik weltweit restriktiv, was die Prognosesicherheit des Zyklus begrenzt. Diese Situation sorgt weiterhin für Volatilität und Valuation-Spreads, insbesondere bei Unternehmensanleihen. In diesem Umfeld sind **alternative Lösungen gut aufgestellt, um schnell zu handeln, spontan Chancen zu nutzen und die Portfoliopotenziele zu verbessern**.

ENTSCHEIDENDE FAKTOREN



Volatilität aufgrund gesamtwirtschaftlicher und geopolitischer Unsicherheiten **schafft fruchtbaren Boden für Arbitrage-Strategien**.



Schrittweise Zunahme der M&A-Aktivitäten mit Chancen bei Wertpapieren der beteiligten Emittenten durch die Differenz zwischen dem Marktpreis und dem Preis des angekündigten Angebots.



Erneute Beteiligung an hochwertigen alternativen Anlagen wie europäischen ABS und Wandelanleihen, die **Diversifizierung und Konvexität in einem unsicheren Umfeld bieten**.

WARNZEICHEN



Credit-Spreads auf niedrigem Niveau, **was das Konvergenzpotenzial begrenzt, aber günstig für aktive Carry- und Arbitrage-Ansätze ist**.



Unsicherheiten hinsichtlich des Zeitpunkts von Zinssenkungen, insbesondere in den USA, aber ein Umfeld, das Renditekurvenstrategien zugute kommt.



Einmaliges Illiquiditätsrisiko bei Marktstress, das ein rigoroses Exposure-Management und eine selektive Auswahl erfordert.

POSITIONIERUNG



Wir sehen der nahen Zukunft mit der Überzeugung entgegen, dass das Umfeld unsere alternativen Strategien voll und ganz unterstützt. Bei Unternehmensanleihen halten wir Positionen im 1- bis 3-jährigen Segment, das **nach wie vor eine attraktive Carry bietet und gleichzeitig die Exposure gegenüber Marktbewegungen begrenzt**. Die Verbriefung bleibt eine Wertschöpfungsquelle, insbesondere durch vorrangige europäische Tranchen, die durch qualitativ hochwertige Sicherheiten unterlegt sind und ein attraktives Risiko-Rendite-Profil bieten. **Schließlich schafft die Zunahme der M&A-Aktivitäten gezielte Chancen**, insbesondere im Small Cap-Segment, wobei die Spreads nach der Ankündigung von Transaktionen genutzt werden sollten.

In einem Primärmarkt, der sich im September deutlich erholen dürfte, und trotz des nach wie vor fragmentierten gesamtwirtschaftlichen Umfelds bevorzugen wir ein aktives, selektives und opportunistisches Management, das in der Lage ist, differenzierte Performancetreiber zu nutzen.

Quelle: Groupe La Française. Stand: 29.08.2025

Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine Rückschlüsse auf die zukünftige Wertentwicklung zu.

Equity expertise

Large Caps

Nach einer Phase hoher Volatilität im Frühjahr in Verbindung mit den Zollankündigungen verzeichneten die Märkte eine spektakuläre Erholung.

In Europa entwickelten sich Aktien besser als US-Aktien, was als „Rache“-Dynamik zu werten ist. Asien und einige Schwellenländer folgen dem gleichen Muster.

Während der Liberation Day historische Verluste von -10% bzw. -11% für den S&P 500 bzw. den Nasdaq verursacht hat, **ermöglichte die Unterzeichnung der ersten Handelsabkommen eine rasche Erholung** ab dem 9. April. Mitte Mai kehrten die US-Indizes in den grünen Bereich zurück, **vor allem dank der Magnificent 7 (Apple, Nvidia, Microsoft, Alphabet, Meta, Tesla, Amazon)**.

In Europa legten die Märkte weiter zu (Eurostoxx 600 +8%, DAX +15%), hauptsächlich aufgrund der Aufwertung des Euro, der Ankündigung des deutschen Konjunkturprogramms und der erwarteten Zinssenkungen.

Die Märkte der Schwellenländer werteten in USD um 19,6% auf (MSCI EM Index, Wiederanlage von Nettodividenden), **da sie von positiven Kapitalzuflüssen und einer strukturellen Erholung profitierten**, die sich auf das Wachstum in Asien stützte.

Obwohl die Dynamik in Europa und den Schwellenländern nach wie vor stark ist, bremsen **mehrere Probleme unseren Optimismus**: Druck auf die Gewinne in Europa (Handel und globale Nachfrage), starker Euro und geopolitische Risiken.

ENTSCHEIDENDE FAKTOREN



Schrittweise Lockerung der Geldpolitik: Mehrere Zentralbanken haben mit Zinssenkungen begonnen, was die Liquidität und die Bewertungen stützt. Die US-Notenbank befindet sich nach wie vor in einer abwartenden Haltung.



Geografische und sektorielle Umschichtungen zugunsten von Europa und Schwellenländern.



KI-Dynamik, getrieben durch den Anstieg gezielter Cloud-Investitionen (+60% 2024, USD 450 Mrd., +16% 2026 auf USD 550 Mrd.).



Fortschritte bei den **US-Solargesetzen**, die das **Interesse am Thema Klima erneut wecken dürften**.



Anhaltende Handelsspannungen.



Furcht vor einer Abschwächung im zweiten Halbjahr: Mehrere Frühindikatoren deuten auf eine **Abschwächung in Europa** und Asien zum Jahresende hin.



Zweifel an einer erwarteten Anpassung der US-Geldpolitik, während der Führungswechsel an der Spitze der Fed nach wie vor strategischen Einflüssen unterliegt.

Politisches Risiko in Frankreich.



POSITIONIERUNG * * * * *

Seit Jahresbeginn erleben die europäischen Indizes ein außergewöhnliches Jahr, das von einer **günstigen Kombination aus geografischen Umschichtungen**, interner gesamtwirtschaftlicher Dynamik und vernünftigeren Bewertungen getragen wird. Die USA entwickeln sich trotz der Abschwächung des Dollar (-11% gegenüber dem Euro) und der Zölle weiterhin gut. Die anhaltenden Steuersenkungen und die geldpolitische Lockerung werden die Dynamik verstärken. Am Ende des Jahres könnte es zu **einer Umschichtung in defensivere Segmente kommen**.

Die kommenden Monate markieren einen strategischen Wendepunkt. Geografische und sektorielle Diversifizierung werden in einem sich verändernden gesamtwirtschaftlichen Umfeld immer wichtiger.

Quelle: Crédit Mutuel Asset Management, Bloomberg. Stand: 29.08.2025

*Die STOXX® Indizes und ihr eingetragenes Warenzeichen sind geistiges Eigentum von STOXX® Limited Zurich, Schweiz

Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine Rückschlüsse auf die zukünftige Wertentwicklung zu.

Equity expertise

Small & Mid Caps

In der ersten Jahreshälfte verzeichneten **Micro, Small und Mid Caps** trotz des unsicheren Umfelds aufgrund der Ankündigungen von Präsident Trump **eine Erholung. Die Infragestellung internationaler Handelsabkommen in Verbindung mit der Einführung von Zöllen schürte von den ersten Monaten bis zum Liberation Day** Anfang April erhebliche Ängste und Befürchtungen.

In der Folge änderte sich die Anlegerstimmung schnell mit einer **Abwertung des US-Dollar** und einer **Umschichtung in europäische Aktien, allen voran kleinere Unternehmen**, die stärker auf den Binnenmarkt und damit weniger auf Exporte ausgerichtet sind (im Durchschnitt über 60% Exposure in Europa gegenüber rund 40% bei Large Caps).

Während die Sorgen um die US-Wirtschaft zunahm (Folgen der protektionistischen Maßnahmen für das Wachstum und mögliche Rückkehr der Inflation), **profitierte Europa von einer entgegenkommenderen Geldpolitik in Verbindung mit dem deutschen Konjunkturprogramm, dessen Auswirkungen in der zweiten Jahreshälfte zu spüren sein dürften.**

In diesem Umfeld **wurde die überdurchschnittliche Performance von Small Cap-Aktien** (MSCI Europe Small Cap ex UK NR mit +15,7% seit Jahresbeginn per Ende Juli) **durch auf den Binnenmarkt ausgerichtete Branchen** wie Banken und Versorger erzielt. Im Gegensatz dazu litten der Konsumgüter-, Gesundheits- und Technologiesektor unter dem internationalen Wirtschaftsklima.

ENTSCHEIDENDE FAKTOREN



Die **historisch niedrigen Bewertungen** in absoluten und relativen Zahlen sind ein wichtiger Hebel für die mittelfristig überdurchschnittliche Performance von Small Cap-Aktien.



Die **Konjunkturerholung in Europa, die durch den deutschen Konjunkturplan gestützt werden könnte**, dessen erste sichtbare Auswirkungen am Ende des zweiten Halbjahres erwartet werden, dürfte zyklischeren Small Cap-Aktien helfen, erneut das Interesse der Anleger zu wecken.



Die **protektionistische Politik der USA gegenüber ihren Handelspartnern** begünstigt einen schwachen Dollar, was inländischen Aktien kurzfristig zugutekommt.

WARNZEICHEN



Globale geopolitische Spannungen können jedoch eine Rückkehr der Kapitalflüsse in risikoreichere Anlagen, einschließlich Small Caps, verzögern.



Small Caps, insbesondere französische Micro Caps, haben sich im ersten Halbjahr gut entwickelt. **Die Verschlechterung des politischen Klimas in Frankreich im September** könnte die kurzfristige Entwicklung belasten und zu Gewinnmitnahmen führen.



Die **Gewinnerwartungen von Small Caps** sind im Vergleich zu Large Caps für 2025/26 immer noch hoch. Eine Abwärtskorrektur könnte dieses Segment kurzfristig belasten.

POSITIONIERUNG



Zurückhaltender Optimismus. Die Monate August und Oktober sind historisch schwierige Monate für Small Caps. Nach der guten Wertentwicklung seit Jahresbeginn schließen wir Gewinnmitnahmen nicht aus. Eine neue europäische Dynamik, die insbesondere vom deutschen Konjunkturprogramm im Oktober angetrieben wird, könnte in der Erwartung eines günstigeren Jahres 2026 ein entscheidender Faktor für die Kapitalbewegungen zum Jahresende sein. Sollte sich das gesamtwirtschaftliche und geldpolitische Umfeld bestätigen, könnte die potenzielle Aufwertung von Small Caps angesichts ihres Nachholbedarfs erheblich sein. Die Halbjahresergebnisse scheinen diese Stimmung zu bestätigen und lassen für europäische Mid Caps auf eine insgesamt positive zweite Jahreshälfte hoffen.

Im Mittelpunkt unseres Ansatzes steht nach wie vor die Aktienauswahl, wobei wir uns auf Wachstumsunternehmen mit soliden Bilanzen, klaren Wettbewerbsvorteilen und guter Prognosesicherheit konzentrieren.

Quelle: Crédit Mutuel Asset Management, Bloomberg.
Stand: 29.08.2025

Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine Rückschlüsse auf die zukünftige Wertentwicklung zu.

Auswirkungen der Zölle und des politischen Umfelds auf die nachhaltige Transformation von Unternehmen

In einem globalen Kontext, der von wirtschaftlichen und klimabezogenen Spannungen geprägt ist, werden Zölle zu einem echten strategischen Instrument. Ein **Paradoxon besteht für europäische Unternehmen**, die in den USA tätig sind: Sie müssen **ihre Dekarbonisierungsbemühungen in Europa verstärken**, haben aber **wenig Anreiz, dasselbe in den USA zu tun**. Die Verlagerung bestimmter Aktivitäten scheint eine kohärente Lösung zu sein, um die Logistik zu verbessern und die Emissionen zu verringern. Allerdings **sind die leichten Lösungen bereits umgesetzt worden**. Die Verlagerung von Produktionsstätten oder die Abkehr von geopolitisch weit entfernten Partnern ist oft langwierig und kostspielig.

Die jüngsten Ergebnisberichte zeigen **unterschiedliche Auswirkungen von Zollschranken**, die häufig **schwer zu erkennen und im gesamten Sektor sehr heterogen** sind. Die häufigste kurzfristige Reaktion der Unternehmen sind **höhere Preise zum Schutz ihrer Margen**, wodurch Druck auf die Volumen entsteht. Längerfristig werden sich die Standortverlagerungsdynamik sowie die industrielle Souveränität und Wettbewerbsfähigkeit auch auf anfangs weniger betroffene Sektoren auswirken.

ENTSCHEIDENDE FAKTOREN



Episoden mit hohen Temperaturen und **steigende Klimakosten** im Jahr 2025 haben den **Bedarf an Investitionen** in Infrastruktur- und Anpassungslösungen erhöht.



Die Versuche, **im Zusammenhang mit der Energiewende zurückzurudern, werden immer zahlreicher**. Das liegt an **fehlenden Kapazitäten zur Bewältigung des rasanten Anstiegs der Stromnachfrage** für Industrie, Kühlung, Elektromobilität, Rechenzentren und KI.



Die Kehrtwende der US-Politik bei der Energiewende hat nur begrenzte Auswirkungen auf die grundsätzlichen Trends, die von China angetrieben werden: Im Jahr 2025 stammen 85% des Anstiegs der Stromnachfrage aus China und den Entwicklungsländern. **Die weltweite Nachfrage wächst jährlich um 3,3%, wobei 90% durch Sonne und Wind abgesichert sind.**



Auf **Elektro- und Hybridfahrzeuge** werden 2025 voraussichtlich 25% der weltweiten Verkäufe entfallen, wobei **China mit 55% Marktanteil den Löwenanteil auf sich verbucht.**

WARNZEICHEN



Indirekte Auswirkungen bestimmter Zölle könnten **die europäischen Bemühungen untergraben**, die auf **Wettbewerbsfähigkeit und industrielle Souveränität abzielen**.



Beispielsweise könnten asymmetrische Zölle zwischen Primäraluminium und Schrott **die Ausfuhren von Schrott zum Nachteil von Produkten mit höherer Wertschöpfung begünstigen** und das europäische Angebot, den Recyclingsektor und den Übergang zu einer klimaneutralen Wirtschaft bedrohen.



Neben den Mehrkosten, die beispielsweise die Automobilbranche im ersten Halbjahr 2025 zu tragen hatte, sind es vor allem **Änderungen der politischen Prioritäten, die die Nachfrage und die Emissionen an den Märkten im Zusammenhang mit der nachhaltigen Transformation beeinflussen**.



Tatsächlich dürfte die von den USA angestrebte Reduzierung der Handelsströme **die frachtbezogenen Emissionen kaum verringern**, wenn die Politik des „Drill-Baby-Drill“ zur Umkehr des US-Energiemix umgesetzt wird.

POSITIONIERUNG



Angesichts der Änderung der politischen Prioritäten **dürften Zollschranken den Übergang zu einer klimaneutralen Wirtschaft** in einigen Regionen zwar verlangsamen, doch scheinen sie allein nicht auszureichen, um sie angesichts der herrschenden Rückrufkräfte generell zu behindern.

Die Herausforderung für Unternehmen besteht heute nicht so sehr darin, kurzfristige wirtschaftliche Störungen zu überstehen, sondern **sich in diesem Umfeld zurechtzufinden, ohne die grundlegenden Trends aus den Augen zu verlieren, die ihre Nachhaltigkeit in Zukunft strukturieren werden.**

In jeder Branche interessieren wir uns für Unternehmen, die Resilienz im aktuellen wirtschaftlichen Umfeld als Chance betrachten, um langfristige, notwendige und unveränderliche Anpassungen vorzunehmen, die ihr Geschäftsmodell verändern werden.

Quelle: Crédit Mutuel Asset Management, Bloomberg, Stand: 29.08.2025

Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine Rückschlüsse auf die zukünftige Wertentwicklung zu.

Conclusion



Jean-Louis DELHAY

CIO – Crédit Mutuel
Asset Management

Die führenden Aktienindizes haben sich seit dem Schock des „Liberation Day“ Anfang April kräftig erholt: +16% für den Stoxx Europe 600 und +23% für den S&P 500 in Euro. In Europa wurde die Rally durch die Ergebnisse bestimmter Branchen (Luftfahrt, Schienenverkehr, Banken, Versicherungen, Telekommunikation, Versorger) und die Verbesserung des wirtschaftlichen und finanziellen Umfelds (Zinssenkung durch die EZB, Erwartung steuerlicher Anreize in Deutschland) befeuert. Hoffnungen auf eine Lösung des Konflikts in der Ukraine und Aktienrücknahmestrategien sowie hohe Dividenden sind ebenfalls positive Faktoren. In den USA **wird der Markt weiterhin von den Magnificent 7** (Apple, Nvidia, Microsoft, Alphabet, Meta, Tesla, Amazon) und der nach wie vor sehr starken Nachfrage nach KI und Cloud gestützt. Dies stützt das Gewinnwachstum (+11% für den S&P 500 im Jahr 2025 erwartet).

An der geopolitischen und handelspolitischen Front trägt das im Sommer unterzeichnete Abkommen zwischen der EU und den USA dazu bei, die Planungssicherheit zu verbessern und Strafzölle in Höhe von 30% auf europäische Exporte zu vermeiden. Die Auswirkungen auf Wachstum und Inflation in den kommenden Quartalen müssen jedoch genau beobachtet werden.

Wir behalten auch die Unsicherheiten im Zusammenhang mit den politischen Spannungen in Frankreich aufmerksam im Auge. Im Augenblick konzentrieren sich die Auswirkungen nach wie vor auf französische Aktien und den Spread zwischen OAT und Bundesanleihen, bei dem wir seit mehreren Monaten zurückhaltend sind. Wenn der aktuellen Regierung das Vertrauen nicht ausgesprochen wird, wird Macron mit großer Wahrscheinlichkeit einen neuen Premierminister ernennen, der an einem neuen Haushaltsentwurf arbeiten wird, wodurch die Risiken für die Finanzmärkte begrenzt werden.

Vor diesem Hintergrund erscheint das kurzfristige Aufwärtspotenzial für Aktien begrenzt. Unserer Ansicht nach wäre eine Rückkehr zur Volatilität eine Chance, um die Exposure an den Aktienmärkten aufzubauen. Das gesamtwirtschaftliche Umfeld ist für Risikoanlagen nach wie vor günstig. Die Abwertung des Dollars und der Energiepreise in Kombination mit Haushalts- und Steuererhöhungen haben sich positiv auf den Konjunkturzyklus ausgewirkt. **In den USA ist das Gewinnwachstum derzeit robust, was durch eine „Trump-Risikoprämie“ ausgeglichen wird.** Ein Friedensabkommen zwischen Russland und der Ukraine würde ebenfalls zur Verbesserung des Wachstums in der Eurozone beitragen. Im Übrigen **bietet die mögliche „Kehrtwende“ der US-Notenbank eine signifikante Stütze für Aktien**, auch wenn diese Erwartungen in den kommenden Monaten unter Druck geraten könnten, da die US-Inflation wieder steigen könnte.

An den Rentenmärkten haben diese Prognosen (zwei Zinssenkungen bis Jahresende) die kurz- und langfristigen Renditen in den USA gesenkt. Dennoch besteht in den USA aufgrund des Handelskriegs nach wie vor ein Inflationsrisiko. **Das zusätzliche Abwärtspotenzial bei US-Renditen ist daher begrenzt, und wir bevorzugen eine Anleiheposition in der Eurozone, wo das Inflationsrisiko nach wie vor begrenzt ist.** Die EZB legte eine Atempause ein, nachdem sie ihren Leitzins von 4% auf 2% gesenkt hatte. Die Märkte rechnen mit einer längeren Pause, die wir für konsequent halten. Bei Unternehmensanleihen sind Investment Grade- und High Yield-Anleihen nach einer technischen Verengung im Sommer inzwischen im Vergleich zu den historischen Durchschnittsniveaus überbewertet. Die Carry dagegen ist nach wie vor attraktiv und bietet Schutz.

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass wir unsere Aktienengagements nach der guten Wertentwicklung der letzten Zeit neutraler gewichten. In einem für risikoreichere Anlagen immer noch günstigen wirtschaftlichen Umfeld werden wir Marktkorrekturen zur Erhöhung unseres Aktienengagements nutzen.

Im Anleihesegment bevorzugen wir eine Duration in Euro und halten an unserer Exposure in Investment Grade- und High Yield-Anleihen fest, bleiben aber vorsichtig.

In puncto Diversifizierung beurteilen wir Gold weiterhin positiv, dessen Entwicklung von risikoreichen Anlagen dekoriert ist und dem der anhaltende Rückgang der US-Realzinsen zugute kommen dürfte.

Quelle: Crédit Mutuel Asset Management, Stand: 29.08.2025

*Die STOXX® Indizes und ihr eingetragenes Warenzeichen sind geistiges Eigentum von STOXX® Limited Zurich, Schweiz

Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine Rückschlüsse auf die zukünftige Wertentwicklung zu.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen sind nicht als Anlageberatung, Anlageempfehlung oder als Aufforderung zu verstehen, an den Finanzmärkten tätig zu werden. Die geäußerten Einschätzungen spiegeln die Meinung der Autoren zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wider und stellen keine vertragliche Verpflichtung der Groupe La Française dar. Diese Einschätzungen können sich innerhalb der Grenzen des Prospekts, der allein maßgebend ist, ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Groupe La Française kann in keiner Weise für direkte oder indirekte Schäden haftbar gemacht werden, die sich aus der Nutzung dieser Veröffentlichung oder der darin enthaltenen Informationen ergeben. Diese Publikation darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung von Groupe La Française weder ganz noch teilweise vervielfältigt, verbreitet oder an Dritte weitergegeben werden. www.la-francaise.com

Herausgegeben von Groupe La Française, einer Aktiengesellschaft mit Vorständen und einem Aufsichtsrat, mit einem Kapital von € 78.836.320 – RCS PARIS Nr. 480 871 490.

Crédit Mutuel Asset Management: 128 boulevard Raspail 75006 Paris. Eine von der französischen Finanzmarktaufsicht AMF (Autorité des marchés financiers) unter der Nummer GP 97 138 zugelassene Vermögensverwaltungsgesellschaft, die seit dem 11.04.2025 bei ORIAS (www.orias.fr) unter der Nummer 25003045 registriert ist. Aktiengesellschaft (Société Anonyme) mit einem Grundkapital von 3.871.680 EUR, eingetragen im Handels- und Gesellschaftsregister von Paris unter der Nummer 388 555 021, Code APE 6630Z. Inngemeinschaftliche Mehrwertsteuer: FR 70 3 88 555 021.

Crédit Mutuel Asset Management ist eine Tochtergesellschaft der **Groupe La Française**, der Vermögensverwaltungs-Holdinggesellschaft von Crédit Mutuel Alliance Fédérale.

CMSA – CIGOGNE Management S.A., 18, boulevard Royal L-2449 Luxemburg. „Société anonyme“ nach luxemburgischem Recht, eingetragen beim „Registre du Commerce et des Sociétés de Luxembourg“ unter der Nummer B 101.547 – Sozialversicherungsnr.: 2004 2209 385, EU-MwSt-Nr.: LU 211 449 74 als Kapitalverwaltungsgesellschaft gemäß Kapitel 15 des Gesetzes vom 17. Dezember 2010 unter der Nummer S 633 als Verwalter alternativer Investmentfonds gemäß Artikel 5 des Gesetzes vom 12. Juli 2013 unter der Nummer A 766. Zugelassen von der Aufsichtsbehörde Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) 283, route d’Arlon L-1150 Luxemburg.

Cigogne Management ist eine Tochtergesellschaft von **Groupe La Française**, der Vermögensverwaltungs-Holdinggesellschaft von Crédit Mutuel Alliance Fédérale.

La Française Finance Services, zugelassen als Investmentgesellschaft von ACPR unter der Nr. 18673 (www.acpr.banque-france.fr) und eingetragen bei ORIAS (www.orias.fr) unter der Nr. 13007808 am 4. November 2016.

Internet-Informationen für die Aufsichtsbehörden: Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) www.acpr.banque-france.fr, Autorité des Marchés Financiers (AMF) www.amf-france.org

