

Weit sicht

Vol. 03

3	Editorial	14	Marktmeinung Einschätzung des Wirtschaftswachstums (BIP, Inflation)
4	Konjunktur Deutschland zieht die Spendierhosen an	15	Marktmeinung Einschätzung der Konjunkturdynamik
6	Aktien Korrektur am Aktienmarkt – Kaufgelegen- heit oder Verkaufssignal?	16	Marktmeinung Zins- und Währungsausblick
9	Anleihen Deutsches Ausgabenpaket treibt die Renditen	17	Marktmeinung Einschätzung der Aktien- und Rohstoff- segmente
11	Währungen Euro-Comeback: Ist das erst der Anfang?	19	Strategien Kapitalmarktview – Positionierung
13	Basisszenario Entwicklung des wirtschaftlichen Umfelds in den nächsten drei bis sechs Monaten	21	Erläuterungen
		23	Rechtliche Hinweise
		24	Impressum

Hinweis

Die in dieser Publikation verwendeten Fach- und Finanzbegriffe werden in den Erläuterungen ab Seite 21 ausführlich erklärt.

Erscheinungsrhythmus

Der BTV ANLAGEKOMPASS erscheint als gedruckte Spezialausgabe zwei Mal im Jahr. In den Zwischenmonaten erscheint die Aktualisierung unserer Anlagemeinung in digitaler Form. Frühere Ausgaben finden Sie auf unserer Website www.btv.at. Für eine automatische Zusendung wenden Sie sich bitte an Ihren/Ihre Betreuer*in oder nutzen Sie das Formular auf der Website.

Sehr geehrte Leserin, sehr geehrter Leser,

manchmal ist ein Zeitraum von nur wenigen Tagen so ereignisreich wie zu anderen Zeiten ein ganzes Jahrzehnt. Aktuell scheinen wir uns in einem solchen Umfeld zu befinden. Änderungen in der US-Handelspolitik, teilweise täglich, manchmal sogar stündlich, halten Wirtschaft und Politik in Atem und haben auch an den Märkten zu Verwerfungen geführt. Am US-Aktienmarkt ließ sich erstmals seit Oktober 2023 eine Korrekturbewegung beobachten. Ob dies zu einer Änderung des BTV Aktienausblicks führte, lesen Sie im Kapitel Aktien in diesem BTV ANLAGEKOMPASS.

Aber die USA waren längst nicht die einzige Volkswirtschaft, die für Schlagzeilen sorgte, auch Deutschland überraschte mit dem Beschluss fiskalpolitischer Maßnahmen in den Bereichen Verteidigung und Infrastruktur. Dies führte zu einer deutlichen Bewegung am Anleihemarkt. Der sprunghafte Anstieg der deutschen Staatsanleiherendite lässt sich in seinem Ausmaß mit der Bewegung von 1989 vergleichen, als es zur Wiedervereinigung des geteilten Deutschlands kam.

Was die geplanten Maßnahmen für Deutschlands Konjunkturerwartungen bedeuten und wie unsere Einschätzung für den Anleihemarkt aussieht, erfahren Sie in dieser Ausgabe des BTV ANLAGEKOMPASS.

Außerdem finden Sie darin auch wieder einen Auszug aus unserer Marktmeinung – interessant nicht nur für Investor*innen, sondern auch für Unternehmer*innen.

Wir wünschen Ihnen eine spannende Lektüre.

Ihr BTV Asset Management

Deutschland zieht die Spendierhosen an

Nach Jahrzehnten des Sparens und des strikten Einhaltens der Schuldenbremse wurde in Deutschland nun ein Investitionspaket in historischem Ausmaß auf den Weg gebracht. Investitionen in die Infrastruktur sind lange überfällig und Donald Trump sorgt zudem dafür, dass Europa seine Verteidigungsausgaben erhöhen muss. Die Verschuldung wird infolgedessen deutlich ansteigen, aber die Wirtschaft wird profitieren.

Zeitenwende in Deutschland?

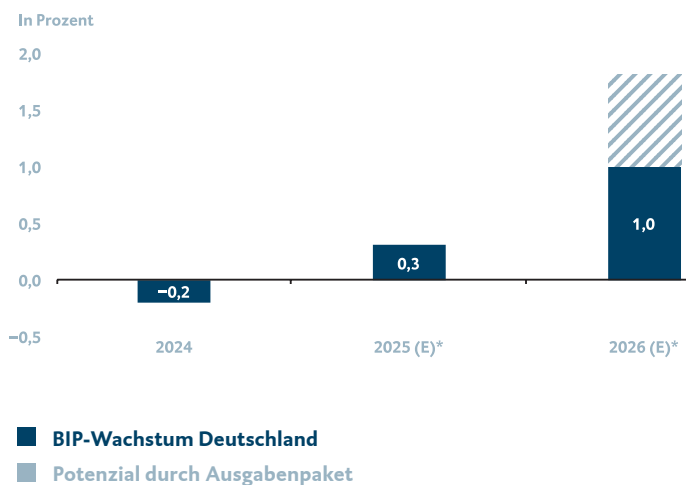
Noch bevor sich eine neue Regierungskoalition nach der Wahl gebildet hat, konnten Deutschlands künftige Regierungspartner Union und SPD eine Einigung erzielen und brachten – mithilfe der entsprechenden Mehrheiten in Bundestag und Bundesrat – ein Investitionspaket historischen Ausmaßes auf den Weg. Verteidigungsausgaben sollen künftig zum größten Teil an der Schuldenbremse vorbeigeschleust werden. Bisher durften die Sicherheitsausgaben unter der Schuldenbremse maximal 1 % des BIP betragen, was aktuell rund 44 Mrd. Euro sind. Das Budget des Verteidigungsministeriums beträgt im Haushaltsplan 2025 allerdings 53 Mrd. Euro. Somit könnten 9 Mrd. Euro zusätzliche Schulden gemacht werden, was einem Anstieg von ca. 20 % entspricht. Zudem soll ein Sondervermögen für Infrastruktur i. H. v. 500 Mrd. Euro über 12 Jahre verteilt ausgegeben werden. Der Defizitspielraum für Bundesländer innerhalb der Schuldenbremse wird zusätzlich erhöht. Der deutsche Sparkurs scheint damit nach Jahrzehnten vorerst beendet zu sein.

Bürokratie hemmt Investitionen

Die Aussicht auf eine stark steigende Verschuldung hat die Renditen für deutsche Staatsanleihen stark ansteigen lassen (Details finden Sie im Kapitel Anleihen). Deutschland hat aber im EU-Vergleich die niedrigste Verschuldung, was einigen Spielraum für zukünftige Ausgaben schafft. Außerdem reicht die Einigung bzw. Genehmigung des Ausgabenpakets nicht aus, um die Verschuldung zu erhöhen – das Geld muss auch ausgegeben werden. Die Erfahrung mit vergangenen Investitionsfonds zeigt

aber, dass das Geld oft nur langsam fließt. Aus dem EU-Wiederaufbaufonds wurde erst Ende 2024 die dritte Tranche ausgezahlt, in Summe wurden aber nicht einmal 20 Mrd. von den verfügbaren 30 Mrd. Euro abgerufen. Wird das restliche Drittel nicht bis Ende 2026 abgerufen, verfallen die Hilfgelder. Aus dem Fonds zum digitalen Netzausbau, ebenfalls milliarden-schwer, wurden 4,1 Mrd. Euro ungenutzt schlussendlich in den Haushalt 2024 integriert – sie wurden zuvor einfach nicht ausgegeben. Warum das so ist? Hemmende Bürokratie, Verwaltungsengpässe und Personalmangel sorgen dafür, dass der Staat seine Vorhaben nur sehr langsam umsetzen kann.

Ausgabenpaket schiebt deutsches Wirtschaftswachstum an



Quelle: Bloomberg; Stand 19.03.2025

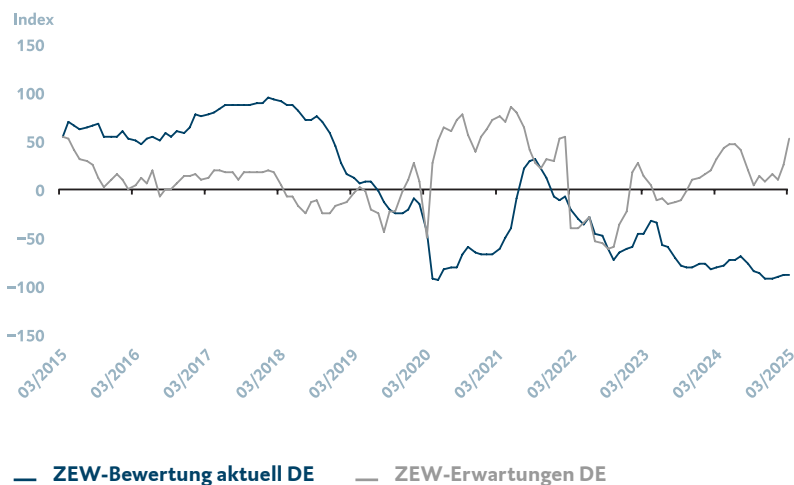
Größerer Effekt durch Infrastruktur

2025 wird man von den Ausgaben daher wenig merken, aber die Wachstumsaussichten für 2026 haben sich deutlich verbessert und wurden im Schnitt von den Analyst*innen von 1 % auf 1,5 bis 2 % nach oben revidiert. Dabei wird der Multiplikator, also wie sich Investitionen auf das Wirtschaftswachstum auswirken, bei Verteidigungsausgaben kurzfristig als eher gering angesehen. Der Hauptgrund dafür ist, dass ein Großteil der zusätzlichen Ausgaben für den Kauf von Waffen im Ausland verwendet wird – zumindest war das in der Vergangenheit so. Im Rahmen des „ReArm Europe“-Plans der EU wird aber nicht nur darauf abgezielt, die Verteidigungsfähigkeiten Europas zu stärken und eine größere Verantwortung für die eigene Sicherheit zu übernehmen, sondern auch darauf, die Produktion von Waffen und militärischer Ausrüstung innerhalb Europas zu fördern, was den Einfluss von Rüstungsausgaben auf das Wirtschaftswachstum in Zukunft erhöhen könnte. Dennoch wird der Wachstumsmultiplikator von Infrastrukturinvestitionen als deutlich höher eingeschätzt. Der Infrastrukturfonds dürfte daher einen signifikanten Schub für die deutsche Wirtschaft in 2026 versprechen.

Der Staat allein kann's nicht richten

Allerdings müssen auch die deutschen Konsument*innen wieder mehr Geld ausgeben. Der wirtschaftliche Abschwung der letzten Jahre hat die Stimmung eingetrübt und die Sparquote über den Zehnjahresdurchschnitt gehoben. Trumps Handelspolitik trägt ihr Weiteres zur Verunsicherung bei und gilt als Risiko für die Erholung der deutschen Wirtschaft. Allerdings hat die Aussicht auf höhere Staatsausgaben zum Ankurbeln der Wirtschaft die Stimmung zuletzt etwas gehoben, wie beispielsweise der ZEW-Index zeigt (siehe Grafik). Zwar wird die aktuelle wirtschaftliche Lage nach wie vor als schwierig beurteilt, die Einschätzung über die Entwicklung in den kommenden Monaten hat sich aber deutlich verbessert. Es stimmt zuversichtlich, dass neben den Staatsausgaben auch privater Konsum und Investitionen wieder anziehen werden.

Deutscher Wirtschaftsausblick verbessert sich



Quelle: Bloomberg; Stand 19.03.2025

Korrektur am Aktienmarkt – Kaufgelegenheit oder Verkaufssignal?

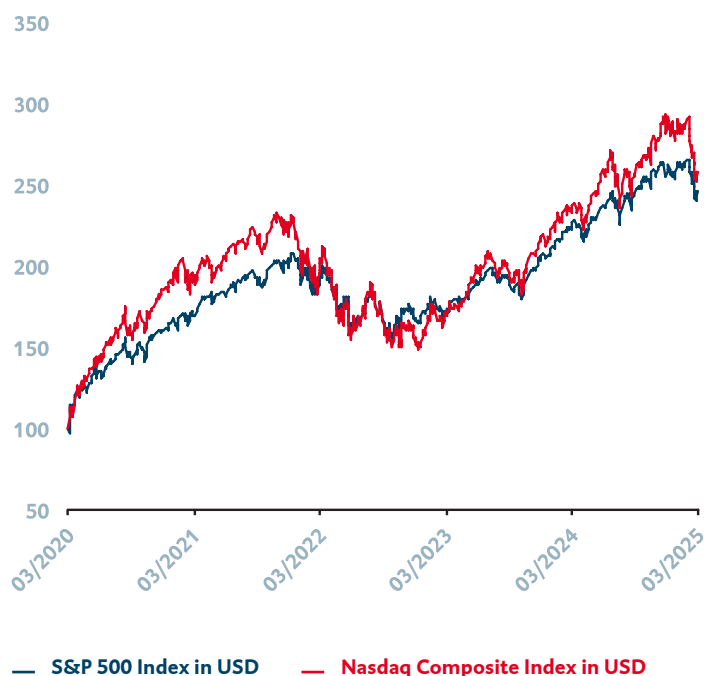
Nach einem phänomenalen Jahr 2024 verlief auch der Jahresstart 2025 für die internationalen Aktienmärkte ausgezeichnet. Ende Februar setzte der US-Markt allerdings zur Korrektur an. Europäische Börsen folgten, wenn auch in geringerem Umfang. Ob diese jüngsten Entwicklungen die Aktienstrategie der BTV verändert haben, lesen Sie nachfolgend.

Korrektur nach imposantem Jahresstart

Der Rücksetzer, auf den viele Investor*innen monatelang gewartet haben, kam nach einem starken Jahresstart an den internationalen Börsen schneller als gedacht (siehe Grafik). Der US-Leitindex S&P 500 ist seit seinem Allzeithoch am 19.02. innerhalb von nur 16 Handelstagen um $-10,1\%$ und der IT-lastige Nasdaq sogar um $-13,7\%$ gefallen, da einzelne großkapitalisierte Titel aus der Tech-Branche über 20% verloren haben. Damit handelt es sich um die siebtschnellste Korrektur seit 1929. Ab einem Rücksetzer von -10% spricht man von einer Korrekturbewegung, eine solche ereignete sich zuletzt im Oktober 2023. In der Regel lassen sich Korrekturen alle 12 Monate beobachten, wobei diese in vielen Fällen eine geeignete Kaufgelegenheit darstellen. Im Vergleich zum Bärenmarkt, von dem man ab einem Rücksetzer von -20% spricht, handelt es sich bei einer Korrektur noch nicht um einen langfristigen Abwärtstrend, sondern eher um eine vorübergehende Anpassung der Preise nach einem deutlichen Anstieg. Die Kunst besteht nun darin, zu beurteilen, ob es bei der Korrektur bleibt und eine Erholung ansteht oder ob wir auf einen Bärenmarkt zusteuern.

Scharfe Korrektur am US-Aktienmarkt

Indexiert



Quelle: Bloomberg; Stand 19.03.2025

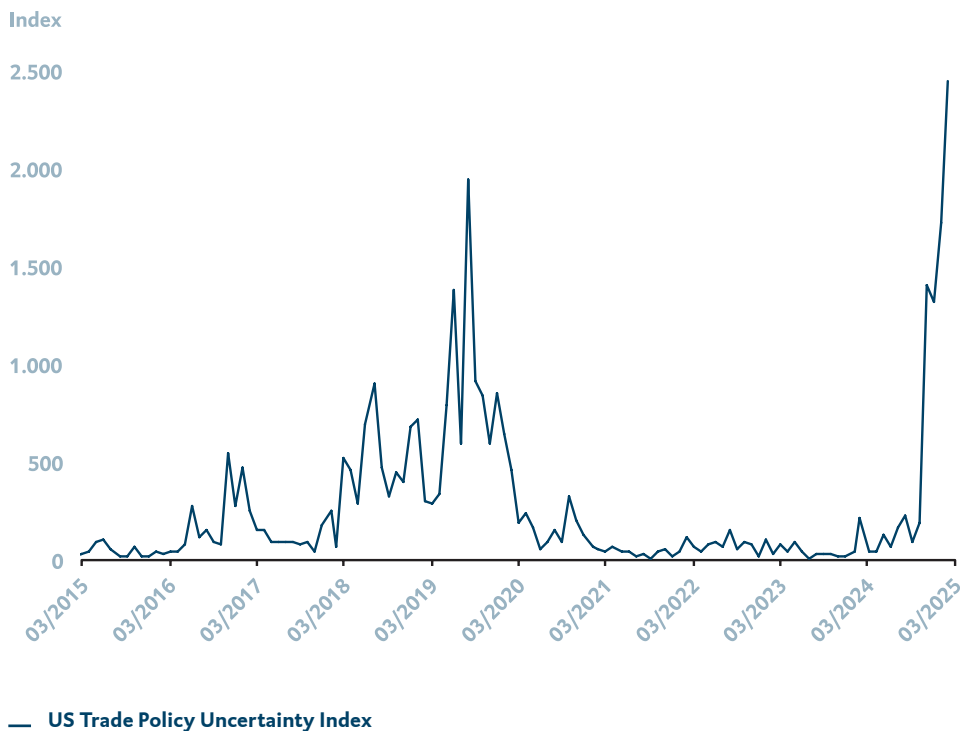
Wertentwicklungen der Vergangenheit bieten keine Gewähr für künftige Ereignisse oder Wertentwicklungen. Wenn Finanzinstrumente in fremder Währung notieren, kann infolge von Währungsschwankungen die Rendite steigen oder fallen.

Korrektur geht mit Rotation in defensivere, weniger konjunktursensible Aktien einher

Um die jüngste Entwicklung an den Märkten besser einschätzen zu können, lohnt sich der Blick hinter die Kulissen. Der Hauptgrund für den rasanten Rücksetzer war vor allem die gestiegene politische Unsicherheit hinsichtlich der US-Handelspolitik. Der US Trade Policy Uncertainty Index misst anhand verschiedener Indikatoren (Zeitungsnews, Fed-Ankündigungen etc.) die wirtschaftspolitischen Unsicherheiten in den USA und ist zuletzt deutlich angestiegen (siehe Grafik). Die Unberechenbarkeit des US-Präsidenten und die unklare Zollpolitik führten in weiterer Folge zu einer eingetrübten Stimmung unter Konsument*innen und Unternehmer*innen. Daraufhin haben die US-Wachstums-

erwartungen abgenommen und Aktienpositionen wurden reduziert. Der Auslöser für die Korrekturbewegung erklärt auch, warum der US-Markt stärker gefallen ist als beispielsweise europäische oder japanische Börsen. Besonders betroffen war der Technologiesektor, darunter vor allem Einzeltitel mit sehr hohen Bewertungen, da sogenannte „Growth-Titel“, zu Deutsch Wachstumstitel, stärker unter rückläufigen Wachstumserwartungen leiden. Außerdem erfuhren defensive Titel verstärkt Zuflüsse, wohingegen konjunktursensible, zyklische Aktien eher abgestraft wurden. Da der US-Markt einen höheren Anteil an Growth-Titeln sowie an zyklischen Aktien aufweist, fiel der Marktrücksetzer der US-Indizes stärker aus als an den europäischen Börsen.

US Trade Policy Uncertainty Index ist deutlich angestiegen



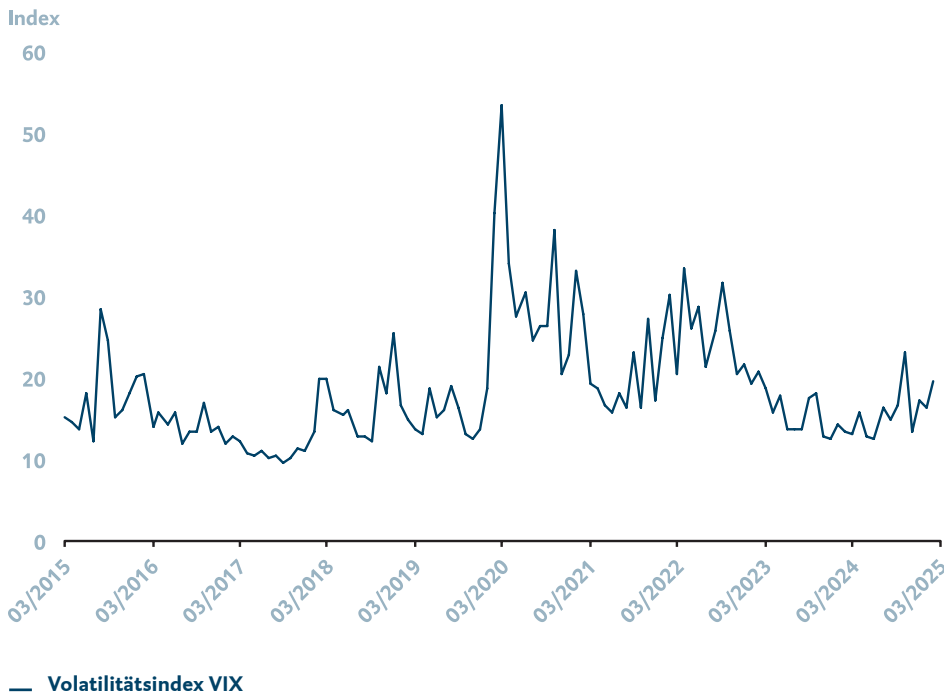
Quelle: Bloomberg; Stand 19.03.2025

BTV Einschätzung: Korrektur, kein Bärenmarkt

In der BTV gehen wir davon aus, dass es sich bei der aktuellen Marktbewegung um eine Korrektur handelt und uns damit kein Bärenmarkt bevorsteht. Aus fundamentaler Sicht sind die US-Wachstumsaussichten und damit auch die Gewinnerwartungen US-amerikanischer Konzerne zwar zurückgegangen, eine Rezession gilt aber nicht als das BTV Basisszenario. Dafür haben sich die Wachstumsaussichten für Europa und China aufgrund der angekündigten fiskalpolitischen Stimulusprogramme verbessert und sprechen für Rückenwind. Aus technischer Sicht haben sich die Stimmungsindikatoren für den US-Aktienmarkt rapide verschlechtert, was in der Vergangenheit eher für eine kurzfristige Übertreibung gesprochen hat,

da der Markt als überverkauft gilt. Die Volatilität hat zwar zugelegt und bestätigt die aktuell vorherrschende Unsicherheit, das Ausmaß des Anstiegs hält sich aber in Grenzen und spricht gegen Panikverkäufe (siehe Grafik). Da wir in der BTV die aktuelle Bewegung damit als Korrektur beurteilen und wir bis Jahresende weiterhin Kurspotenzial für den Aktienmarkt sehen, macht es nach unserer Einschätzung Sinn, die Korrektur für Zukäufe zu nutzen. Es gilt im aktuell unsicheren Umfeld allerdings Ruhe zu bewahren, denn vor allem Unsicherheiten rund um die US-Handelspolitik können im Jahresverlauf immer wieder zu erhöhter Volatilität und damit auch zu Rücksetzern führen.

Anstieg der Volatilität des US-amerikanischen S&P-500 Index, Index aber weit vom Hoch entfernt



Quelle: Bloomberg; Stand 19.03.2025

Deutsches Ausgabenpaket treibt die Renditen

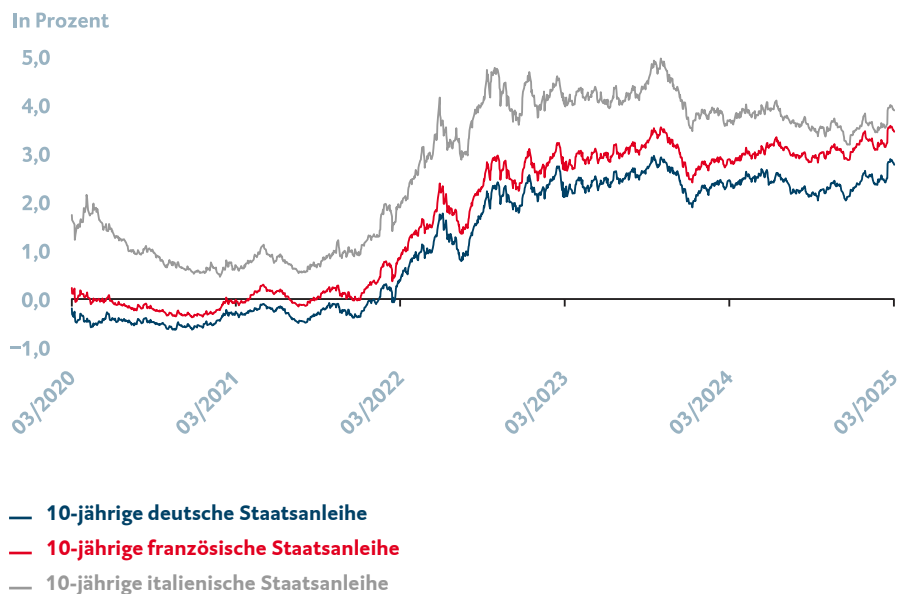
Die Rendite der zehnjährigen deutschen Staatsanleihe ist sprunghaft angestiegen, noch bevor das geplante Ausgabenpaket genehmigt war. Kursverluste waren die Folge, allerdings ist die laufende Rendite dadurch attraktiver geworden. Die EZB dürfte nun aber etwas vorsichtiger agieren.

Europäische Staatsanleiherenditen springen nach oben

Das umfangreiche Fiskalpaket der künftigen deutschen Regierung (Details siehe Kapitel Konjunktur) hat für Ausschläge bei den Renditen deutscher Staatsanleihen gesorgt, noch bevor überhaupt die dafür notwendige Mehrheit in Bundestag und Bundesrat erreicht war. Die Aussicht auf einen Anstieg der Verschuldung sowie auf Investitionen, die das Wirtschaftswach-

tum und die Inflation ankurbeln und in weiterer Folge zu einem höheren Zinsniveau führen dürften, haben die langfristigen Zinsen bereits jetzt deutlich nach oben gehievt. Die Rendite der zehnjährigen deutschen Staatsanleihe hat einen Sprung hingelegt und andere europäische Staatsanleiherenditen mit nach oben gezogen (siehe Grafik).

Deutlicher Anstieg europäischer Staatsanleiherenditen



Quelle: Bloomberg; Stand 19.03.2025

Wertentwicklungen der Vergangenheit bieten keine Gewähr für künftige Ereignisse oder Wertentwicklungen.

Attraktive laufende Rendite federt etwaige Kursverluste ab

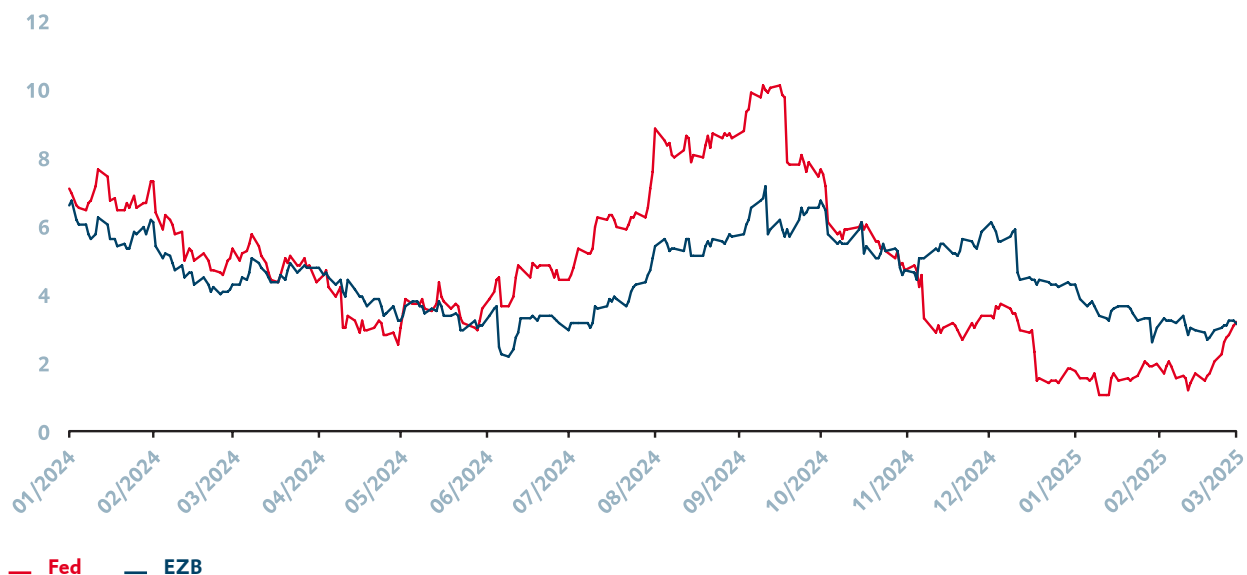
Rendite- und Zinsanstiege führen bei Anleihen zu Kursverlusten. Im Jahr 2022, als die globalen Notenbanken zur Bekämpfung der Inflation die Zinsen deutlich anheben mussten, war deshalb ein verlustreiches Jahr an den Anleihemärkten. Allerdings war das Zinsniveau damals sehr niedrig, die Rendite bei 7- bis 10-jährigen Staatsanleihen lag damals mit 0,22 % nur knapp über 0. Aktuell liegt sie bei über 3 %, was als attraktive laufende Rendite beurteilt wird, die etwaige weitere Kursverluste abfedern kann. In der BTV erwarten wir angesichts der Ausgabenpolitik, die die künftige deutsche Regierung verfolgt, und des Schuldenniveaus, das zwar im europäischen Vergleich niedrig ist, aber deutlich ansteigen wird, keinen Rückgang der langfristigen Zinsen. Vielmehr dürfte das Niveau in einer höheren Bandbreite schwanken.

Zwei Zinssenkungen seitens EZB und Fed erwartet

Da sich auch die Wirtschaftsdynamik in der Eurozone wieder verbessern dürfte und die Inflationsrisiken etwas angestiegen sind, erwarten wir aktuell nur noch zwei Zinsschritte seitens EZB, die bis Mitte des Jahres den Zins auf ein neutrales Niveau von 2 % senken dürfte. Ein Risiko für die Wirtschaft besteht allerdings in Form von möglichen Zöllen, die US-Präsident Trump auf europäische Importe erheben könnte. 25 % stehen im Raum, was die Exporte aus der EU deutlich einbrechen lassen und das Wirtschaftswachstum belasten würde. Auch für die US-Wirtschaft gelten die Zölle aber als Belastung, da sie Konsument*innen und Unternehmen verunsichern, die in weiterer Folge Konsum und Investitionen zurückhalten. Die Wirtschaftsdynamik in den USA dürfte daher etwas abnehmen, was die Erwartungen an die Fed zuletzt etwas erhöht hat. Bis Jahresende werden auch in den USA noch zwei Zinssenkungen erwartet.

Erwartungen an die Fed infolge der abnehmenden Wirtschaftsdynamik angestiegen

Anzahl Zinssenkungen



Quelle: Bloomberg; Stand 19.03.2025

Euro-Comeback: Ist das erst der Anfang?

Anfang März konnte der Euro gegenüber dem US-Dollar sprunghaft zulegen. Und das in einer Zeit, in der die Wachstumsaussichten für die Eurozone nur moderat ausfallen und die restriktive US-Handelspolitik als weiteres Risiko gilt. Wie sich die Bewegung erklären lässt und wie unsere weitere Einschätzung aussieht, lesen Sie nachfolgend.

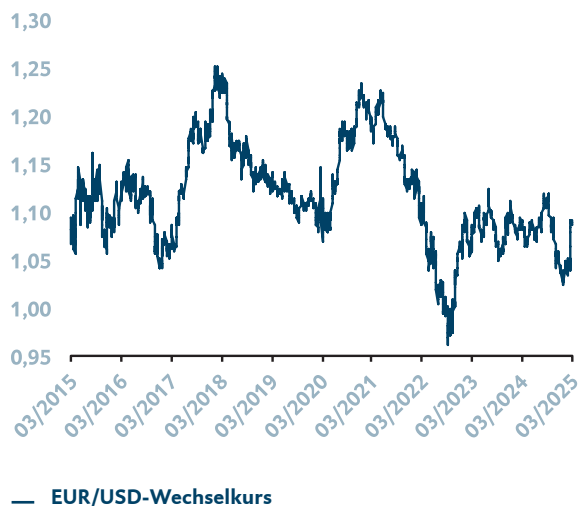
Euro kämpft sich zurück

Anfang März hat der Euro in wenigen Tagen gegenüber dem US-Dollar um über 5 % zugelegt (siehe Grafik). Nachdem bis vor wenigen Wochen noch die Parität des Währungspaares prognostiziert wurde, scheint die jüngste Entwicklung auf den ersten Blick übertrieben. Auf den zweiten Blick zeigt sich jedoch, dass es sich hierbei nicht nur um eine Euro-Stärke, sondern auch um eine Dollar-Schwäche handelt. Der stärkere Euro lässt sich mit einer expansiveren Fiskalpolitik begründen, die in der Eurozone angedacht wird und in Deutschland bereits entschieden wurde. Höhere Staatsausgaben für Rüstung und Infrastruktur haben die Wachstumsaussichten des konjunkturschwachen Deutschlands zuletzt verbessert. Außerdem hat die Hoffnung auf eine bevorstehende Waffenruhe im Ukraine-Krieg den Euro zusätzlich etwas unterstützt. Die Abwertung des US-Dollars hingegen fußt vorwiegend auf Konjunktursorgen, ausgelöst durch die Unberechenbarkeit des US-Präsidenten in seiner Handelspolitik, die bereits auf die Stimmung von Konsument*innen und Unternehmer*innen schlagen. Die Erwartung, dass die US-Notenbank Fed deshalb die Leitzinsen im Jahresverlauf stärker senken muss, was auch den Zinsvorsprung der USA gegenüber der Eurozone verringern würde, drückt ebenfalls

auf die US-Dollar-Attraktivität. In den nächsten Monaten wird der Wechselkurs sehr stark von den Wirtschaftsaussichten sowie von der geldpolitischen Ausrichtung der beiden Wirtschaftsblöcke abhängen. In der BTV gehen wir davon aus, dass sich der Wechselkurs in den kommenden Monaten in einer Bandbreite zwischen 1,05 und 1,10 bewegen wird. Für eine stärkere Aufwertung des Euros müsste das US-Wirtschaftswachstum deutlich einbrechen und der US-Leitzins stärker sinken als bisher erwartet, was nicht als BTV Basisszenario gilt. Der Rückgang des Währungspaares auf Parität könnte zum Beispiel durch geringer als erwartet ausfallende fiskalpolitische Stützungsmaßnahmen Deutschlands ausgelöst werden.

USD hat ggü. EUR deutlich abgewertet

Wechselkurs



— EUR/USD-Wechselkurs

Quelle: Bloomberg; Stand 19.03.2025

Die Zukunft des US-Dollars

Seit dem 2. Weltkrieg haben sich die USA als Hegemonialmacht hervorgetan und in Verbindung damit erreichte auch der US-Dollar seinen Status als Weltreservewährung. Laut Donald Trump soll der US-Dollar dies auch bleiben, der Vorsitzende des Council of Economic Advisers (Rat der Wirtschaftsberater) im Weißen Haus, Stephen Miran, hat sich hierzu hingegen kritisch geäußert. Laut seiner Einschätzung birgt die Rolle des US-Dollars als Weltreservewährung nämlich nicht nur Vorteile, sondern auch Kosten. Durch die Überbewertung des US-Dollars, so Miran, entsteht für die USA eine unausgeglichene Handelsaktivität mit dem Rest der Welt, da Importe in die USA attraktiver werden als Exporte. Damit spielt Miran auf das Triffin-Dilemma nach dem Ökonomen Robert Triffin (1959) an. Dieses besagt, dass die USA ein Handelsbilanzdefizit gegenüber dem Rest der Welt aufweisen müssen, um die Welt mit Liquidität zu versorgen und den Status als Weltreservewährung aufrechtzuerhalten. Durch höhere Importquoten in der Industrie bringt dies negative Konsequenzen für den Arbeitsmarkt mit sich, schwächt die US-Industrie, erhöht die Abhängigkeiten aus dem Ausland und führt letztendlich zu einer steigenden Verschuldung gegenüber dem Rest der Welt.

So einfach ist der Sachverhalt allerdings nicht, denn die Liquiditätsversorgung der Welt mit US-Dollar funktioniert nicht nur über den Handel, sondern auch über den Kapitalverkehr. Die Rolle der USA als weltweiter Gläubiger, der Status der US-Notenbank Fed als Kreditgeber letzter Instanz sowie die beständige, unelastische Nachfrage nach dem US-Dollar als „sicherem Hafen“ erhöhen die Dollar-Liquidität auch ohne das Vorherrschen eines US-Handelsbilanzdefizits. Die starke Nachfrage nach US-Dollar lässt sich zum Beispiel dadurch begründen, dass 47 % der weltweiten länderübergreifenden Bankkredite in US-Dollar begeben werden. Ein anderer Aspekt in Sachen Handel ist zum Beispiel, dass Rohstoffe größtenteils in US-Dollar gehandelt werden. Insgesamt werden 40 % des globalen Handels in US-Dollar abgewickelt, wohingegen US-Importe nur 13 % des Welthandels ausmachen. Spätestens nun wird klar, dass das Triffin-Dilemma bei der Bewertung der Sachlage hier zu kurz greift. Der größte Vorteil, der den USA durch die Rolle des US-Dollars als Weltreservewährung zuteil wird, sind sicherlich die deutlich günstigeren Finanzierungsbedingungen im Vergleich zu anderen Volkswirtschaften mit ähnlich hoher Verschuldung. Präsident Trump wird damit durchaus Interesse daran haben, den Status des US-Dollars als Weltreservewährung beizubehalten und das US-Handelsbilanzdefizit dennoch zu reduzieren. Offen bleibt, wie das der Rest der Welt beurteilt. Denn die Tendenzen, sich stärker von den USA zu entkoppeln, gehen auch mit den Bestrebungen der Dedollarisierung einher. Bisher hatten diese Bestrebungen allerdings keinen Einfluss auf die Rolle des US-Dollars als Weltreservewährung.

»Eine nationale Währung kann nicht gleichzeitig den nationalen und den internationalen Bedürfnissen gerecht werden.«

Robert Triffin (1911–1993),
belgisch-US-amerikanischer Ökonom

Entwicklung des wirtschaftlichen Umfelds in den nächsten drei bis sechs Monaten

Positivszenario

- Höheres Wirtschaftswachstum durch expansivere Fiskalpolitik und Investitionsoffensiven
- Bilaterale Einigungen führen zum Ausbleiben bzw. zur Rücknahme von US-Importzöllen

Basisszenario

- US-Wachstum leidet unter protektionistischer Handelspolitik, während die Eurozone von fiskalpolitischen Impulsen profitiert
- Inflation geht in Eurozone auf Zielniveau zurück, in den USA bestehen Inflationsrisiken
- Politische Unsicherheiten können Volatilität an den Finanzmärkten zwischenzeitlich erhöhen
- Unklare Richtung in der US-Politik als Risikofaktor

Negativszenario

- Starker Rückgang der US-Investitions- und Konsumausgaben lässt US-Wirtschaftswachstum einbrechen
- Globale Fronten verhärten sich und führen zu einer fortschreitenden Deglobalisierung
- Unterstützung der Ukraine ohne USA

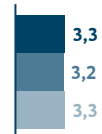
Quelle: BTV; Stand März 2025

Einschätzung des Wirtschaftswachstums (BIP, Inflation)



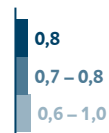
Die Wachstumsdynamik der Weltwirtschaft hat zuletzt an Schwung verloren. Als großer Unsicherheitsfaktor gilt die US-Politik unter Donald Trump. Konjunkturrisiken bleiben vorhanden, expansive fiskalpolitische Maßnahmen könnten in den kommenden Monaten aber für Unterstützung sorgen.

2023
2024 (E)¹
2025 (E)



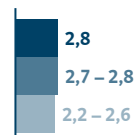
Die Wirtschaftsleistung der Eurozone pendelt sich auf niedrigem Niveau ein. Ein stärkerer Zusammenhalt in der EU aufgrund der aggressiven US-Politik als Chance.

2023
2024 (E)
2025 (E)



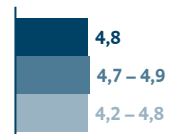
Eine unklare Richtung in der US-Politik führt zu Verunsicherung der Unternehmen und Konsument*innen. Es wird eine abnehmende Wirtschaftsdynamik erwartet.

2023
2024 (E)
2025 (E)



Chinas Wirtschaftswachstum dürfte sich weiterhin abkühlen. Das Reich der Mitte leidet unter den Problemen am Immobilienmarkt, einem schwachen Konsum und der US-Handelspolitik.

2023
2024 (E)
2025 (E)



Quellen: Bloomberg (vergangenheitsbezogene Daten), BTV (Schätzung); Stand 18.03.2025. Die BIP-Prognosen werden in den Grafiken in Prozent angegeben.

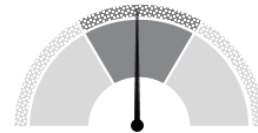
¹ Die Prognosen wurden unter Berücksichtigung des Basisszenarios und der dazugehörigen Positiv- und Negativszenarien erstellt (siehe Seite 13).

Wertentwicklungen der Vergangenheit bieten keine Gewähr für künftige Ereignisse oder Wertentwicklungen. Bei Prognosen und Schätzungen über die zukünftige Entwicklung handelt es sich lediglich um unverbindliche Werte. Von diesen kann nicht auf die tatsächliche künftige Entwicklung geschlossen werden, weil zukünftige Entwicklungen des Kapitalmarkts nicht im Voraus zu bestimmen sind.

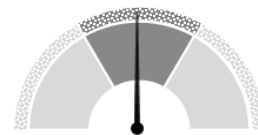
Einschätzung der Konjunkturdynamik¹



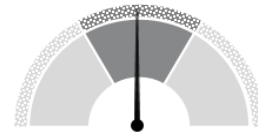
Die Verflechtungen mit Deutschlands Industrie belasten, der Tourismus unterstützt hingegen. Ein ausgelasteter Arbeitsmarkt fördert den Konsum und Investitionen. Mögliche Einsparungen im Staatshaushalt werden belasten.



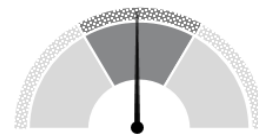
Bei der deutschen Industrietätigkeit zeigt sich eine Bodenbildung. Die Handelszölle zwischen der EU und USA/China gelten als Risikofaktoren. Staatliche Investitionen können positive Impulse liefern.



Die Wirtschaft zeigt sich vergleichsweise robust. Die unabhängige Energieversorgung sowie eine expansive Geldpolitik unterstützen. Deflationäre Tendenzen gelten als Risiko.



Die italienische Wirtschaft zeigt sich stabil und profitiert von der Entwicklung des Dienstleistungssektors. Geldpolitisch bleibt Italien durch die EZB unterstützt. Sinkende Leitzinsen entlasten.



Quelle: BTV (Schätzung); Stand 18.03.2025

¹ Die Prognosen wurden unter Berücksichtigung des Basisszenarios und der dazugehörigen Positiv- und Negativszenarien erstellt (siehe Seite 13).

Bei Prognosen und Schätzungen über die zukünftige Entwicklung handelt es sich lediglich um unverbindliche Werte. Von diesen kann nicht auf die tatsächliche künftige Entwicklung geschlossen werden, weil zukünftige Entwicklungen des Kapitalmarkts nicht im Voraus zu bestimmen sind.

Zins- & Währungsausblick (3-Monatszinsen, 10-jährige Staatsanleihen, Wechselkurse)



Für 2025 werden nach der Senkung um jeweils 25 Basispunkte im Januar und im März noch weitere 50 Basispunkte erwartet. Die expansive geldpolitische Ausrichtung zielt darauf ab, die Wirtschaft zu stützen.

Datenpunkt	Zinsen		Schätzung (E) ¹	
	Dez. 2024	18.03.2025	3 Mte.	12 Mte.
3-Monatszinsen	2,71	2,43	2,00	2,00
10-jährige Staatsanleihe	2,37	2,84	2,80	2,70



Die Fed hat den Leitzins in 2024 um 100 Basispunkte gesenkt, in diesem Jahr dürfte ein vorsichtiger Kurs eingeschlagen werden. Der Markt preist aktuell noch zwei Zinssenkungen ein, diese sind aber ungewiss, da durch die Präsidentschaft Trumps mit höherer Inflation und höheren Staatsschulden gerechnet wird. Der US-Dollar wird sich aufgrund der US-Politik weiter volatil zeigen.

Datenpunkt	Zinsen & Wechselkurs		Schätzung (E)	
	Dez. 2024	18.03.2025	3 Mte.	12 Mte.
3-Monatszinsen	4,31	4,30	4,10	3,85
10-jährige Staatsanleihe	4,57	4,31	4,50	4,50
EUR/USD-Wechselkurs	1,04	1,09	1,07	1,08



Im Kampf gegen die Deflationsrisiken und den starken Franken verfolgt die SNB eine stark expansive Geldpolitik. Der Leitzins befindet sich aktuell bei 0,5 %. Der EUR/CHF-Wechselkurs sollte sich in den kommenden Monaten in einer geringeren Bandbreite bewegen, da der Franken als „sicherer Hafen“ gefragt bleibt.

Datenpunkt	Zinsen & Wechselkurs		Schätzung (E)	
	Dez. 2024	18.03.2025	3 Mte.	12 Mte.
3-Monatszinsen	0,84	0,44	0,40	0,25
10-jährige Staatsanleihe	0,33	0,77	0,60	0,60
EUR/CHF-Wechselkurs	0,94	0,96	0,94	0,94

Quellen: Bloomberg (vergangenheitsbezogene Daten), BTV (Schätzung); Stand 18.03.2025

¹ Die Prognosen wurden unter Berücksichtigung des Basisszenarios und der dazugehörigen Positiv- und Negativszenarien erstellt (siehe Seite 13).

Wertentwicklungen der Vergangenheit bieten keine Gewähr für künftige Ereignisse oder Wertentwicklungen. Wenn Finanzinstrumente in fremder Währung notieren, kann infolge von Währungsschwankungen die Rendite steigen oder fallen. Bei Prognosen und Schätzungen über die zukünftige Entwicklung handelt es sich lediglich um unverbindliche Werte. Von diesen kann nicht auf die tatsächliche künftige Entwicklung geschlossen werden, weil zukünftige Entwicklungen des Kapitalmarkts nicht im Voraus zu bestimmen sind.

Einschätzung der Aktien- und Rohstoffsegmente

Aktien und Rohstoffe			Schätzung (E) ¹	
Datenpunkt	31.12.2024	18.03.2025	3 Monate	12 Monate
MSCI World (USD)	3.708	3.697	↗	↗
MSCI EM (USD)	1.075	1.131	→	→
Euro Stoxx 50 (EUR)	4.896	5.484	↗	↗
DAX (EUR)	19.909	23.401	↗	↗
ATX (EUR)	3.663	4.344	↗	↗
FTSE MIB (EUR)	34.186	39.489	↗	↗
SMI (CHF)	11.601	13.065	↗	↗
FTSE 100 (GBP)	8.173	8.708	↗	↗
S&P 500 (USD)	5.882	5.624	↗	↗
Nasdaq Comp. (USD)	19.311	17.484	↗	↗
Nikkei 225 (JPY)	39.895	37.845	↗	↗
Gold (USD)	2.625	3.030	↗	↗
Öl Brent (USD)	75	71	→	↘

↑ Klarer Anstieg von über +7 %

↗ Leichter Anstieg von +3 % bis +7 %

→ Konstante Entwicklung zw. +3 % und -3 %

↘ Leichter Verlust von -3 % bis -7 %

↓ Starker Verlust von über -7 %

Quellen: Bloomberg (vergangenheitsbezogene Daten), BTV (Schätzung); Stand 18.03.2025

¹ Die Prognosen wurden unter Berücksichtigung des Basisszenarios und der dazugehörigen Positiv- und Negativszenarien erstellt (siehe Seite 13).

Wertentwicklungen der Vergangenheit bieten keine Gewähr für künftige Ereignisse oder Wertentwicklungen. Wenn Finanzinstrumente in fremder Währung notieren, kann infolge von Währungsschwankungen die Rendite steigen oder fallen. Bei Prognosen und Schätzungen über die zukünftige Entwicklung handelt es sich lediglich um unverbindliche Werte. Von diesen kann nicht auf die tatsächliche künftige Entwicklung geschlossen werden, weil zukünftige Entwicklungen des Kapitalmarkts nicht im Voraus zu bestimmen sind.

BTV fair future

Ihr Investment in BTV fair future Produkte fördert die Finanzierung nachhaltiger Projekte in der Region.



Mehr erfahren
btv.at/nachhaltige-anleihen



Kapitalmarktview – Positionierung

Aktien		
USA		Wachstumssorgen durch politische Unsicherheit
Europa		Hohe Fiskalausgaben unterstützen Wirtschaftswachstum und Unternehmensgewinne
Japan		Strukturreformen liefern weiterhin Anreize – relativ attraktive Bewertung
Sonstige Industriel.		Investment in Micro-Caps in Australien, Israel und Kanada
Emerging Markets		Wachstumsstimuli von Regierungen unterstützen, US-Zölle belasten und sorgen für erhöhte Unsicherheit
Small- und Mid-Caps		Bewertung im Vergleich zu Large-Caps historisch tief und entsprechend attraktiv – Aussichten auf Zinssenkungen sollten in der Folge unterstützen; protektionistische Trump-Politik als Rückenwind für das US-Segment
Qualität		Fokus auf Qualitätsunternehmen, insbesondere bei Einzelaktieninvestments und Small-Caps

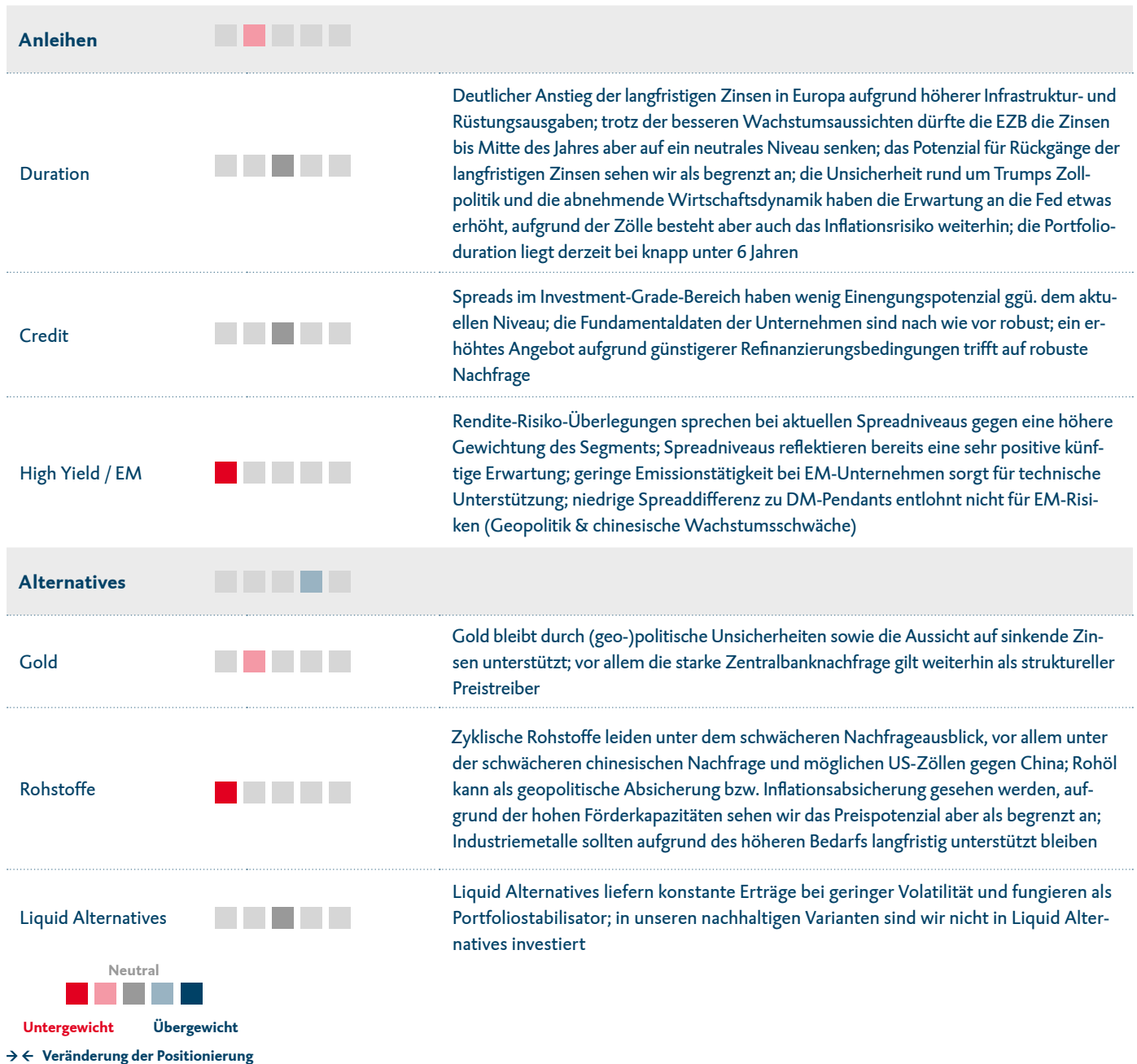
Neutral

 Untergewicht Übergewicht

 → ← Veränderung der Positionierung

Quelle: BTV; Stand März 2025. Bei Prognosen und Schätzungen über die zukünftige Entwicklung handelt es sich lediglich um unverbindliche Werte. Von diesen kann nicht auf die tatsächliche künftige Entwicklung geschlossen werden, weil zukünftige Entwicklungen der Konjunktur nicht im Voraus zu bestimmen sind.

Kapitalmarktview – Positionierung



Quelle: BTV; Stand März 2025. Bei Prognosen und Schätzungen über die zukünftige Entwicklung handelt es sich lediglich um unverbindliche Werte. Von diesen kann nicht auf die tatsächliche künftige Entwicklung geschlossen werden, weil zukünftige Entwicklungen der Konjunktur nicht im Voraus zu bestimmen sind.

Bärenmarkt

Ein Bärenmarkt bezeichnet eine Phase an den Finanzmärkten, in der die Kurse auf breiter Front fallen und eine pessimistische Stimmung herrscht. Charakteristisch für einen Bärenmarkt sind sinkende Kurse über einen längeren Zeitraum (in der Regel mehr als 20 Prozent von einem Hoch) sowie ein allgemeines Gefühl der Unsicherheit und negative Markterwartungen.

Basispunkt

Der Basispunkt (engl. Basis Point) bezeichnet ein Hundertstel eines Prozentpunktes. So entsprechen 100 Basispunkte 1 % bzw. entspricht 1 Basispunkt 0,01 %. Die Einheit Basispunkte wird bei der Berechnung von Renditedifferenzen verwendet.

Basisszenario

Einer der Grundpfeiler in der Veranlagung des BTV Asset Managements sind konjunkturelle und wirtschaftspolitische Einschätzungen. Hierzu werden im ersten Schritt die wahrscheinlichsten wirtschaftlichen Rahmenbedingungen für die nächsten drei bis sechs Monate erarbeitet, das sogenannte Basisszenario. Zusätzlich dazu werden positive wie auch negative Abweichungen, die jedoch als wenig wahrscheinlich erachtet werden, mitbeobachtet (Positiv- und Negativszenarien, auch Game Changer).

BIP (Bruttoinlandsprodukt)

Wichtigster Indikator zur Messung der Wirtschaftsleistung. Das BIP ist die Summe aller Güter und Dienstleistungen, die eine Volkswirtschaft (ein Land oder eine Region) hervorbringt.

Credit

Als Credit werden Unternehmensanleihen bezeichnet. Eine Unternehmensanleihe ist ein Wertpapier, welches die Schuld eines Unternehmens gegenüber dem Käufer bzw. Zeichner des Papiers verbrieft.

Developed Markets (DMs)

Als Developed Markets bezeichnet man Finanzmärkte, die sich durch niedrigeres Wachstum, aber hohe Markteffizienz und einen hohen Entwicklungsstand auszeichnen.

Duration

Die Duration ist das Maß der Zinssensitivität einer Anleihe. Diese zeigt an, um wie viel Prozent der Anleihekurs sinkt, wenn die Zinsen um 1 % steigen. Länger laufende Anleihen weisen eine höhere Duration als kürzer laufende Anleihen auf.

Emerging Markets (EMs)

Als Emerging Market wird in der Finanzbranche ein aufstrebender Markt bezeichnet, der sich durch hohes Wachstum und Renditepotenzial, aber auch geringere Markteffizienz, Regulierung, politische Stabilität, Infrastruktur, teilweise eingeschränkten Marktzugang für ausländische Investoren sowie höhere Währungsschwankungen auszeichnet.

EZB (Europäische Zentralbank)

Die Europäische Zentralbank legt die Geldpolitik für die Eurozone fest. Sie ist den Notenbanken der einzelnen Euroländer übergeordnet.

Fed (Federal Reserve System)

Die Fed ist die Notenbank der USA und legt die Geldpolitik für die USA fest.

Growth Investing

Growth Investing (wachstumsorientiertes Anlegen) ist eine Strategie, die nach Unternehmen mit starkem Wachstumspotenzial sucht. Wachstumsorientierte Investoren suchen nach Unternehmen, die deutlich höhere Wachstumsraten haben als der Markt oder die Branche, in der sie sich befinden.

High Yield (deutsch: Hochzinsanleihe)

Eine Hochzinsanleihe wird von Emittenten mit schlechter Bonität emittiert, die zum Risikoaussgleich eine deutlich über dem Marktniveau liegende Verzinsung des eingesetzten Kapitals bieten.

Inflation/Teuerung

Die Inflation bezeichnet in der Volkswirtschaftslehre eine allgemeine und anhaltende Erhöhung des Preisniveaus von Gütern und Dienstleistungen, gleichbedeutend mit einer Minderung der Kaufkraft des Geldes. Als Grundlage zur Berechnung der Inflation dient z. B. der Verbraucherpreisindex (siehe VPI).

Investment Grade

Ist die Bezeichnung für Wertpapiere, die eine gute Bonität und somit „Investmentqualität“ aufweisen. Als Mindest-Rating für Investment Grade gilt ein Rating von BBB (Standard & Poor's) bzw. Baa (Moody's).

Konjunktur

Der Begriff „Konjunktur“ beschreibt die gesamtwirtschaftliche Lage. Von allgemein positiver Konjunktur spricht man, wenn sich die Umsätze und Gewinne der Unternehmen erhöhen, die Arbeitslosigkeit sinkt und die Einkommen der Arbeitnehmer*innen steigen.

Leitzins

Der Leitzins ist der Zins, zu dem sich Geschäftsbanken bei den jeweiligen Zentralbanken refinanzieren können. Die Höhe der Leitzinsen wirkt sich daher auch auf die Finanzierungskosten für Unternehmen und Verbraucher*innen aus.

Liquid Alternatives

Anlageformen, die nicht zu den Anlageklassen Aktien oder Anleihen gehören und eine gute Handelbarkeit aufweisen. Darunter fallen zum Beispiel Rohstoffe oder komplexe, liquide Finanzprodukte.

Performance (Perf.)/ Wertentwicklung

Die Performance misst die Wertentwicklung eines Investments oder eines Portfolios. Bei Investmentfonds wird die prozentuale Veränderung des Werts der Anteile innerhalb eines bestimmten Zeitraums gemessen. Zum Beispiel wird die Wertentwicklung seit Jahresanfang (YTD, year-to-date) oder seit Monatsanfang (MTD, month-to-date) angegeben. Die Wertentwicklung über mehrere Jahre wird meist als die Performance p. a. (Per-anno-Performance oder Wertentwicklung pro Jahr) angegeben. Generell muss zwischen Brutto- und Nettoperformance unterschieden werden. Die Nettoperformance zieht von der Bruttoperformance anfällige Managementgebühren ab.

Portfolio

Auch „Portefeuille“: Gesamtheit der Vermögenswerte eines Anlegers oder einer Anlegerin.

Rendite

Die Rendite bezeichnet den Gesamtertrag einer Kapitalanlage, gemessen als tatsächliche Verzinsung des eingesetzten Kapitals. Sie beruht auf den Ertrageinnahmen und den Kursveränderungen des Wertpapiers.

Rezession

Konjunkturphase, in der das Wirtschaftswachstum stagnierende bzw. negative Wachstumsraten aufweist. Nach der gängigsten Definition liegt eine Rezession vor, wenn die Wirtschaft mindestens zwei Quartale hintereinander im Vergleich zum jeweiligen Vorjahresquartal schrumpft, d. h. das Bruttoinlandsprodukt eine negative Wachstumsrate aufweist.

Sentiment

Der Begriff Sentiment steht im Englischen für die psychologische Stimmungslage und beschreibt im Finanzmarktkontext die vorherrschende Stimmung an den Börsen.

Staatsanleihe

Wertpapier, welches die Schuld eines Staates gegenüber dem Käufer bzw. Zeichner des Papiers verbrieft.

Volatilität

Gradmesser für die Preisschwankung des Bezugswertes während einer bestimmten Zeitperiode. Sie wird formal als Standardabweichung der annualisierten Renditen berechnet. Je höher die Volatilität eines Bezugswertes, d. h. das Ausmaß und die Häufigkeit der Kursschwankungen, desto höher ist das Risiko.

Volatilitätsindex VIX (engl. Volatility Index)

Der Volatilitätsindex wird von der Chicago Board Options Exchange (CBOE) berechnet und gibt die erwartete 30-Tage-Volatilität des US-amerikanischen S&P-500-Index wieder.

VPI – Verbraucherpreisindex (engl. CPI – Consumer Price Index)

Der VPI dient als Maßstab für die Geldentwertung (auch Inflation oder Teuerung) eines Landes oder einer Region. Üblicherweise wird der Index der Verbraucherpreise berechnet, dem ein Warenkorb zugrunde liegt, dessen Wert periodisch berechnet und als Index veröffentlicht wird.

ZEW-Index

Der ZEW-Index ist ein Konjunkturindex des Zentrums für Europäische Wirtschaftsforschung. Dabei werden rund 400 Analysten und institutionelle Anleger nach ihren mittelfristigen Erwartungen bezüglich der Konjunktur- und Kapitalmarktentwicklung befragt.

Haftungsausschluss

Die BTV prüft ihr Informationsangebot sorgfältig. Dennoch bitten wir um Verständnis, dass wir diese Informationen ohne Gewähr für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität zur Verfügung stellen. Bitte beachten Sie, dass Einschätzungen und Bewertungen die Meinung des jeweiligen Verfassers zum Zeitpunkt der Erstellung bzw. Ausarbeitung reflektieren und für die Richtigkeit und den Eintritt eines bestimmten Erfolges keine Gewähr übernommen werden kann. Verleger und Verfasser behalten sich einen Irrtum, insbesondere in Bezug auf Kurse und andere Zahlenangaben, ausdrücklich vor. Durch neue Entwicklungen oder kurzfristige Änderungen können diese Informationen daher bereits überholt sein.

Marketingmitteilung/Werbemitteilung

Diese Marketingmitteilung/Werbemitteilung ist keine individuelle Anlageempfehlung, kein Angebot zur Zeichnung bzw. zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten. Als Marketingmitteilung/Werbemitteilung unterliegt sie nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen und dem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Finanzanalysen. Die jeweiligen Anlegerinformationen/Zeichnungsbedingungen in deutscher Sprache (Basisprospekt, endgültige Bedingungen, Prospekt, KID, vereinfachter Prospekt u. dgl.) sind die einzig verbindlichen Dokumente. Sie erhalten diese bei der Bank für Tirol und Vorarlberg Aktiengesellschaft, Stadtforum 1, 6020 Innsbruck, bzw. Neuhauser Straße 5, 80331 München.

Angaben zur Wertentwicklung

Wertentwicklungen der Vergangenheit bieten keine Gewähr für künftige Ereignisse oder Wertentwicklungen. Bei Prognosen über eine zukünftige Performance handelt es sich lediglich um unverbindliche Werte. Von diesen kann nicht auf die tatsächliche künftige Wertentwicklung geschlossen werden. Die angeführten Wertentwicklungen verringern sich um Kosten wie Provisionen, Gebühren und sonstige Entgelte, deren Höhe Sie dem Schalter- und Preisaushang entnehmen können.

Währungsschwankungen

Wenn Finanzinstrumente in fremder Währung notieren, kann infolge von Währungsschwankungen die Rendite steigen oder fallen.

Angaben zur steuerlichen Behandlung

Informationen zur steuerlichen Behandlung eines Finanzinstrumentes sind von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Kunden abhängig und können zukünftigen Änderungen unterworfen sein.

Quellenangaben

Quelle für Wirtschaftsdaten, Grafiken und Prognosen ist Bloomberg Finance L.P., New York, sofern nicht anders vermerkt. Trotz sorgfältiger Prüfung kann keine Garantie für die Richtigkeit und Vollständigkeit der enthaltenen Informationen übernommen werden.

Soweit in dieser Publikation personenbezogene Bezeichnungen nur in männlicher Form angeführt sind, beziehen sie sich auf alle Geschlechter in gleicher Weise.

Angaben nach § 25 MedienG nF

www.btv.at/impresum

Impressum

Herausgeber

Bank für Tirol und Vorarlberg
Aktiengesellschaft
Stadtforum 1
6020 Innsbruck
Landesgericht Innsbruck
FN 32942w

Redaktion

BTV Asset Management
Cecile Herzl, MSc, CFA, CAIA
T +43 505 333 – 1147
E cecile.herzl@btv.at

BTV Asset Management
Verena Schweningner, MSc, CPM
T +43 505 333 – 1134
E verena.schweningner@btv.at

Redaktionsschluss

Diese Ausgabe wurde am 31.03.2025
redaktionell abgeschlossen.

Konzept

Sarah Nawroth
Marketing und Kommunikation

Gestaltung

Sägenvier DesignKommunikation

Ausgabe: Vol. 03, 2025

Bank für Tirol und Vorarlberg
Aktiengesellschaft
Stadtforum 1
6020 Innsbruck
Österreich

T +43 505 333 – 0
E info@btv.at



Ein Lotse sorgt für sicheres Geleit. Alle unsere Mitarbeiter*innen tragen eine kleine BTV Lotsenflagge am Revers. Ein sprechendes Symbol: Wir begleiten Sie auf Ihrem Weg zum Erfolg.

www.btv.at