February 24, 2025

BILBoard Februar 2025 – Neuausrichtung des Welthandelssystems

Als Präsident Trump am 20. Januar sein Amt antrat, war klar, dass die Bekämpfung des US-Handelsdefizits eine hohe Priorität haben würde. Das liegt nicht nur daran, dass er sich häufig zu diesem Thema geäußert hat, sondern auch daran, dass die Republikaner derzeit die knappste Mehrheit im Repräsentantenhaus haben, die eine Regierung seit einem Jahrhundert hatte, und dass sie die Unterstützung von mindestens sieben Demokraten benötigen, um die meisten Gesetze im Senat durchzubringen. Diese Situation zwingt den Präsidenten dazu, sich auf Durchführungsverordnungen zu verlassen, um die Hürden des Kongresses zu umgehen. Infolgedessen konzentriert er sich jetzt auf Themen wie Geopolitik, Einwanderung und Handel, im Gegensatz zu 2016, als er sich zu Beginn seiner Amtszeit auf die Binnenwirtschaft konzentrierte - dafür braucht man den Kongress an seiner Seite.

Während die Märkte also eine Ahnung davon hatten, *was* Trump in seinen ersten 100 Tagen tun könnte, war das *Wie* wichtiger. Eine echte Befürchtung war eine Reihe von breit angelegten und wahllosen Zöllen gegen Amerikas Verbündete und Gegner gleichermaßen; Zölle, die mit der

gleichen rücksichtslosen Hingabe umgesetzt werden wie Jackson Pollock, der Farbe auf seine Leinwand spritzt und damit chaotische Effekte erzeugt. Es scheint jedoch, dass Trump tatsächlich "nach Zahlen malt", denn er hat seinen Mitarbeitern den Auftrag erteilt, einen Plan für die Einführung von Zöllen gegenüber US-Handelspartnern auf der Grundlage der "Gegenseitigkeit" auszuarbeiten. *Die Vernissage* zur Enthüllung der neuen US-Handelsarchitektur ist für Anfang April geplant.

In der Zwischenzeit haben die Märkte diesen Ansatz begrüßt, da er angemessener zu sein scheint und auch Zeit für Verhandlungen bietet. Heute sind es in der Regel die Schwellenländer mit begrenzten Handelsbeziehungen, die hohe Zölle auf US-Waren erheben. Kanada und Mexiko haben gegenüber den USA einen Zollsatz von 0 %, die EU hat gegenüber den USA gerade einmal+ 1,2 Prozentpunkte (PP) Zollunterschied, während China sogar einen negativen Wert aufweist .[1] In Anbetracht der Tatsache, dass Kanada, Mexiko, China und die EU mehr als 60 % der US-Einfuhren ausmachen, dürften die Auswirkungen insgesamt überschaubar sein. Sie könnten jedoch noch dramatischer ausfallen, wenn die Regierung die Mehrwertsteuer und andere nichttarifäre Hemmnisse in ihre Berechnungen einbezieht. Im Moment scheint der Markt zu ahnen, dass der extreme Ausgangspunkt und der verlängerte Zeitrahmen in Wirklichkeit nur eine Leinwand sein könnten, von der aus Trump die Verhandlungen beginnen kann.

Von den Zöllen, die Trump angekündigt hat, hat er bis heute nur einen umgesetzt: Zölle in Höhe von 10 % auf China, wobei er anschließend erklärte, dass ein Handelsabkommen "möglich" sei. Die Zölle auf Aluminium, Stahl, Kanada, Mexiko und Kolumbien wurden allesamt verschoben, um Zeit für Zugeständnisse zu gewinnen.

Trump 2.0 wird zweifellos eine Neuausrichtung der globalen Lieferketten bewirken. Allerdings ist es ein Risiko, aufgrund von Handelsankündigungen vorschnell zu investieren, da das Bild derzeit wie ein Chagall voller Tricks und Streiche aussieht. Wie die Fed warten auch wir auf mehr Klarheit, bevor wir in unseren Portfolios weiter handeln. Das Hauptproblem besteht darin, dass, wenn die Unsicherheit zu lange anhält, dies allein schon das Vertrauen der Unternehmen, die Investitionen und die Wirtschaftstätigkeit beeinträchtigen könnte.

Quelle: Bloomberg, BIL

Die Makro-Landschaft

Nachdem die USA im Jahr 2024 ein Wachstum von 2,8 % verzeichneten, wird für 2025 ein immer noch respektables Tempo von 2,2 % erwartet. Der Konsum ist die wichtigste Triebfeder des US-Ausnahmewachstums, aber es gibt Anzeichen dafür, dass die Haushalte beginnen, den Gürtel enger zu schnallen, wobei ein Wiederaufleben der Inflationsängste das Vertrauen belastet. Solange der Arbeitsmarkt widerstandsfähig bleibt, werden die Ausgaben unserer Meinung nach gedämpft werden. Es besteht die Hoffnung, dass eine unternehmensfreundliche Politik einen Aufschwung im Unternehmenssektor auslösen wird, der die Aktivität - und die Beschäftigungsdynamik - unterstützt. Die Stimmung verbessert sich, vor allem im verarbeitenden Gewerbe, wo die Auftragseingänge steigen und das Geschäftsvertrauen im Januar ein 34-Monats-Hoch erreichte.

Die Kehrseite der Medaille ist, dass die vorgeschlagenen Maßnahmen die Inflation anheizen könnten, was die Lockerungskampagne der Fed zum Scheitern bringen könnte. Bereits jetzt steigt die Gesamtinflation, die seit September jeden Monat zugenommen hat und im Januar 3,0 % im Jahresvergleich erreichte. Die Fed hat die Zahl der für dieses Jahr geplanten Zinssenkungen bereits von vier auf zwei reduziert. Die Futures-Märkte rechnen mit einer Zinssenkung in diesem Jahr, und eine zweite Senkung wird als Münzwurf gewertet. Aus dem Protokoll der Fed-Sitzung vom Januar geht eine gewisse Nervosität hinsichtlich der wirtschaftlichen Folgen der Politik von Präsident Trump hervor. Da die Fed in den kommenden Monaten wahrscheinlich eine Pause einlegen wird, werden die Unternehmensgewinne wahrscheinlich in den Vordergrund rücken.

In dieser Hinsicht sieht es vielversprechend aus: Von den S&P 500-Unternehmen, die zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Berichts ihre Ergebnisse vorgelegt haben, betrug das EPS-

Wachstum insgesamt 16,9 %. Wenn diese Rate anhält, wird dies das höchste gemeldete Wachstum seit Q4 2021 sein. Die erfolgreiche Gewinnsaison hat die Analysten dazu veranlasst, die erwarteten Gewinne nach oben zu korrigieren.

In Europa ist die makroökonomische Lage zwar nach wie vor schwierig, aber bestimmte Aspekte lassen die Märkte kollektiv aufatmen: Die Einkaufsmanagerindizes lassen hoffen, dass die Talsohle im verarbeitenden Gewerbe durchschritten ist, Deutschland könnte bald eine handlungsfähige Regierung haben, ein Waffenstillstand in der Ukraine könnte in Sicht sein und Frankreich hat es geschafft, einen Haushalt für 2025 zu verabschieden. Dennoch hinkt der Euroraum weiterhin USA hinterher, und Wirtschaftsexperten erwarten für dieses Jahr ein Wachstum von nur 0,9 %. Eine schwache Wirtschaft und Anzeichen einer Abkühlung auf dem Arbeitsmarkt dürften die EZB in den kommenden Monaten zu einer Reihe von Zinssenkungen veranlassen.

Mit Blick auf China hat sich seit unserer Einschätzung im letzten Monat im BILBoard wenig geändert, auch wenn die Marktstimmung durch das Debüt von "DeepSeek" positiv beeinflusst wurde. Alles in allem wird 2025 ein weiteres Jahr sein, in dem Peking versuchen wird, das Wachstum und den Binnenkonsum anzukurbeln. Wir warten auf die jährliche Parlamentssitzung am 5. März, um einen klareren Fahrplan zu erhalten.

Investitionsstrategie

Während wir **Aktien** insgesamt **neutral gegenüberstehen**, behalten wir innerhalb dieses Engagements eine **Präferenz für die USA** und eine **Neigung zu Small Caps** bei, da diese von der America-First-Politik profitieren könnten. Erwähnenswert ist, dass für das 1. Quartal 2025 für S&P 500-Unternehmen mit einem höheren Anteil an internationalen Erträgen niedrigere Gewinne prognostiziert werden als für vergleichbare Unternehmen mit einem höheren Anteil an inländischen Erträgen. Die geschätzte Gewinnwachstumsrate für den S&P 500 insgesamt für Q1 2025 beträgt 8,1 %. Für Unternehmen, die mehr als 50 % ihres Umsatzes in den USA erzielen, liegt sie bei 9,1 %. Für Unternehmen, die mehr als 50 % ihres Umsatzes außerhalb der USA erzielen, sinkt dieser Wert auf 6,6 %.

Da der Markt das Glas in Bezug auf Europa nun als halbvoll betrachtet, haben wir davon profitiert, dass wir im Vergleich zu anderen institutionellen Anlegern einen relativ hohen Anteil an europäischen Aktien haben. Angesichts der Unternehmensgewinne, die besser ausfallen als befürchtet, und der Hoffnung auf eine Verbesserung des makroökonomischen Bildes beobachten wir die Entwicklungen, um abzuwägen, ob wir weiter zulegen möchten.

Im Bereich der **festverzinslichen Wertpapiere** bilden **Investment-Grade-Anleihen** den Eckpfeiler unseres Engagements, ergänzt durch Hochzinsanleihen zur Steigerung der Erträge. Angesichts des niedrigen Renditeniveaus wird es immer wichtiger, neue Ertragsquellen in die Portfolios aufzunehmen.

In diesem Monat haben wir in den Profilen Defensiv und Niedrig das Engagement in Staatsanleihen reduziert (um 3 % bzw. 2 %) und die Erlöse zu gleichen Teilen in hybride Unternehmensanleihen und CoCos (Hochzinsanleihen) umgeschichtet. Diese Produkte sind aufgrund ihrer geringeren Duration weniger anfällig für Zinsschwankungen und bieten ein attraktiveres Risiko-Ertrags-Verhältnis.

Bei den defensiven Profilen haben wir eine im Januar getroffene Entscheidung umgesetzt und 4 % des Investment-Grade-Engagements in strukturierte Kredite umgeschichtet. Diese Anlageklasse bietet einen attraktiveren Renditeanstieg und erhöht gleichzeitig die Diversifizierung des Portfolios, da strukturierte Kredite eine geringe Korrelation zu anderen festverzinslichen Anlageklassen aufweisen. Die variable Verzinsung von strukturierten Krediten bedeutet, dass das Durationsrisiko im Portfolio reduziert wird.

Die Kunst des Handelns

In den kommenden Monaten wird es für die Anleger immer schwieriger werden, sich inmitten einer Flut von Schlagzeilen und einer Flut unkonventioneller Mitteilungen der neuen US-Regierung auf die Fundamentaldaten zu konzentrieren. Bei der BIL sind wir bestrebt, unseren Kunden dabei zu helfen, das Rauschen von den Signalen zu trennen, mit dem Ziel, langfristig stabile Portfolioerträge zu erzielen. Trumps Botschaften sind zwar kühn wie Ölgemälde, aber die Vergangenheit hat gezeigt, dass das Ergebnis manchmal verwässert werden kann und eher einem Aquarell gleicht. Er selbst schreibt in "The Art of the Deal": *Ich hänge mich nie zu sehr an ein Geschäft oder einen Ansatz. Zunächst einmal halte ich viele Bälle in der Luft, denn die meisten Geschäfte scheitern, egal wie vielversprechend sie anfangs erscheinen.*

Lionel De Broux

Group Chief Investment Officer

Jade Bajai

Macro Strategist / Investment Communication Manager

[1] https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/us-reciprocal-trade-policy-widens-range-of-potential-tariff-outcomes-18-02-2025

Disclaimer

All financial data and/or economic information released by this Publication (the "Publication"); (the "Data" or the "Financial data and/or economic information"), are provided for information purposes only, without warranty of any kind, including without limitation the warranties of merchantability, fitness for a particular purpose or warranties and non-infringement of any patent, intellectual property or proprietary rights of any party, and are not intended for trading purposes. Banque Internationale à Luxembourg SA (the "Bank") does not guarantee expressly or impliedly, the sequence, accuracy, adequacy, legality, completeness, reliability, usefulness or timeless of any Data. All Financial data and/or economic information provided may be delayed or may contain errors or be incomplete. This disclaimer applies to both isolated and aggregate uses of the Data. All Data is provided on an "as is" basis. None of the Financial data and/or economic information contained on this Publication constitutes a solicitation, offer, opinion, or recommendation, a guarantee of results, nor a solicitation by the Bank of an offer to buy or sell any security, products and services mentioned into it or to make investments. Moreover, none of the Financial data and/or economic information contained on this Publication provides legal, tax accounting, financial or investment advice or services regarding the profitability or suitability of any security or investment. This Publication has not been prepared with the aim to take an investor's particular investment objectives, financial position or needs into account. It is up to the investor himself to consider whether the Data contained herein this Publication is appropriate to his needs, financial position and objectives or to seek professional independent advice before making an investment decision based upon the Data. No investment decision whatsoever may result from solely reading this document. In order to read and understand the Financial data and/or economic information included in this document, you will need to have knowledge and experience of financial markets. If this is not the case, please contact your relationship manager. This Publication is prepared by the Bank and is based on data available to the public and upon information from sources believed to be reliable and accurate, taken from stock exchanges and third parties. The Bank, including its parent,- subsidiary or affiliate entities, agents, directors, officers, employees, representatives or suppliers, shall not, directly or indirectly, be liable, in any way, for any: inaccuracies or errors in or omissions from the Financial data and/or economic information, including but not limited to financial data regardless of the cause of such or for any investment decision made, action taken, or action not taken of whatever nature in reliance upon any Data provided herein, nor for any loss or damage, direct or indirect, special or consequential, arising from any use of this Publication or of its content. This Publication is only valid at the moment of its editing, unless otherwise specified. All Financial data and/or economic information contained herein can also quickly become out-of- date. All Data is subject to change without notice and may not be incorporated in any new version of this Publication. The Bank has no obligation to update this Publication upon the availability of new data, the occurrence of new events and/or other evolutions. Before making an investment decision, the investor must read carefully the terms and conditions of the documentation relating to the specific products or services. Past performance is no guarantee of future performance. Products or services described in this Publication may not be available in all countries and may be subject to restrictions in some persons or in some countries. No part of this Publication may be reproduced, distributed, modified, linked to or used for any public or commercial purpose without the prior written consent of the Bank. In any case, all Financial data and/or economic information provided on this Publication are not intended for use by, or distribution to, any person or entity in any jurisdiction or country where such use or distribution would be contrary to law and/or regulation. If you have obtained this Publication from a source other than the Bank website, be aware that electronic documentation can be altered subsequent to original distribution.

As economic conditions are subject to change, the information and opinions presented in this outlook are current only as of the date indicated in the matrix or the publication date. This publication is based on data available to the public and upon information that is considered as reliable. Even if particular attention has been paid to its content, no guarantee, warranty or representation is given to the accuracy or completeness thereof. Banque Internationale à Luxembourg cannot be held liable or responsible with respect to the information expressed herein. This document has been prepared only for information purposes and does not constitute an offer or invitation to make investments. It is up to investors themselves to consider whether the information contained herein is appropriate to their needs and objectives or to seek advice before making an investment decision based upon this information. Banque Internationale à Luxembourg accepts no liability whatsoever for any investment decisions of whatever nature by the user of this publication, which are in any way based on this publication, nor for any loss or damage arising from any use of this publication or its content. This publication, prepared by Banque Internationale à Luxembourg (BIL), may not be copied or duplicated in any form whatsoever or redistributed without the prior written consent of BIL 69, route d'Esch ı L-2953 Luxembourg ı RCS Luxembourg B-6307 ı Tel. +352 4590 6699 ı www.bil.com.

BIL
1856