

Anlagestrategie Fokus

Trump landet mit zusätzlichen Zöllen
erneut Überraschungscoup

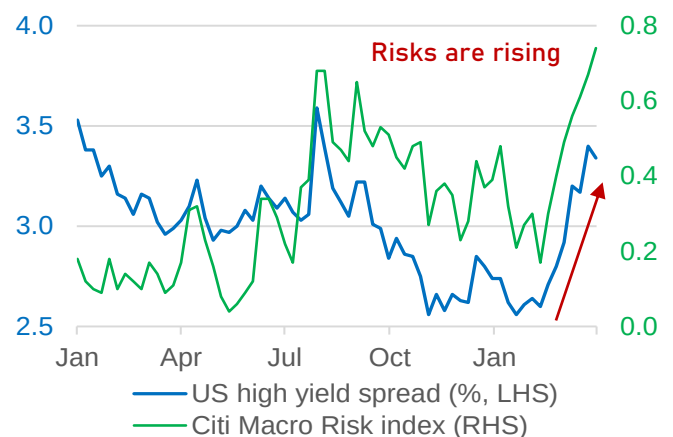
Zusammenfassung

- 1. Massive neue US-Zölle:** Es handelt sich um mit die höchsten Extra-Zölle in der Geschichte der USA. Voraussichtlich wird dadurch der effektive US-Zollsatz von etwa 2,5% vor Trump 2.0 auf nunmehr 22% steigen. Dies ist der höchste Stand seit 1910. Die angekündigten Zölle sind deutlich größer als von uns oder vom Markt erwartet.
- 2. Höheres Risiko eines Stagflationsszenarios** für die US-Wirtschaft. Die bevorstehende Berichtssaison für das 1. Quartal sowie die Geschäftsklima- und Verbraucherumfragen müssen angesichts der Risiken für Beschäftigung und Investitionen unbedingt überwacht werden. Dies deutet auf einen vorsichtigeren Ansatz bei der Vermögensallokation in den kommenden Monaten hin.
- 3. Erhöhte Unsicherheit stützt Nachfrage nach US-Staatsanleihen:** Der Trend zu niedrigeren Renditen in den USA dürfte anhalten. Anleger werden sich in sichere Häfen flüchten. Wir positionieren uns taktisch positiv auf US-Treasuries und haben unser 3-Monats-Ziel für die Rendite 10-jähriger US-Treasuries auf 4% korrigiert.
- 4. Aktien mit größerer Vorsicht zu genießen:** Das gestern angekündigte Zollpaket wirkt sich eindeutig negativ auf das weltweite Wachstum aus und birgt sogar das Risiko einer Stagflation für die US-Wirtschaft. Wir stufen Aktien von Übergewichtet auf Neutral herab.
- 5. Druck auf US-Unternehmensgewinne:** Die Ankündigung der Zölle dürften den Konsum bremsen, die Inputkosten der Unternehmen nach oben treiben und die Gewinnmargen unter Druck setzen. Wir stufen unsere Einschätzung zum US-Aktienmarkt von Neutral auf Untergewichtet herab.

Inhalt

Makro- & Marktbetrachtungen	2
Die Auswirkungen des neuen Zollpakets	3
Bericht über die Finanzmärkte im 1. Quartal 2025	5
Risikobeurteilung: Worauf ist zu achten	6
Trump'sche Zeitenwende	7
Gründe für eine globale Neugewichtung	8
Unsere wichtigsten Empfehlungen	9
Wirtschafts- und Währungstabellen, Team	10
Haftungsausschluss	11

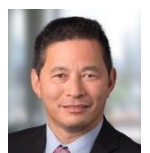
ZÖLLE ERHÖHEN DIE RISIKEN AN DEN FINANZMÄRKTEN



Quelle: BNP Paribas, Bloomberg

Edmund Shing, PhD

Global CIO
BNP Paribas Wealth Management



BNP PARIBAS
WEALTH MANAGEMENT

PRIVATE BANKING

Die Bank
für eine Welt
im Wandel

Makro- & Marktbetrachtungen

	Makro		– Die zunehmende politische Unsicherheit und die Sorgen über die Zölle belasten allmählich die Investitionen und den Konsum in den USA. – In der Eurozone steigt das Verbrauchervertrauen weiter, da die EZB ihren Zinssenkungszyklus fortsetzt. Das angekündigte Konjunkturpaket in Deutschland dürfte das langfristige Wachstumspotenzial kräftig ankurbeln. Die Stimulierungsmaßnahmen in China könnten für positive Überraschungen sorgen.
	Zinsen	+	– Wir stufen Staatsanleihen der Kernländer der Eurozone und britische Gilts positiv ein. – Nach der Ankündigung weiterer US-Zölle im April 2 stufen wir US-Treasuries auf Positiv hoch. Wir setzen das 3-Monats-Ziel für die Renditen zehnjähriger US-Staatsanleihen auf 4,0% fest. – Die US- und die europäische Zentralbank werden ihre Leitzinsen bis Ende 2025 auf 4% bzw. 2% senken. – Die Rendite zwei- und zehnjähriger US-Treasuries dürfte in 12 Monaten bei 4,25% liegen. Unser 12-Monats-Ziel für die Rendite zehnjähriger deutscher Bundesanleihen liegt bei 2,5%.
	Unternehmen sanleihen	+	– Wir stufen sie angesichts der starken technischen Faktoren, des hohen Carry und der geringen Volatilität weiter Positiv ein. Wir bevorzugen Laufzeiten bis zu 10 Jahren in der Eurozone und bis zu 5 Jahren in den USA. – Wir bevorzugen weiterhin EUR-Unternehmensanleihen mit Investment-Grade-Rating und bleiben bei britischen IG-Unternehmensanleihen positiv (sie bieten eine durchschnittliche Rendite von 5,5%).
	Aktien	=	– Nach Ankündigung der US-Zölle am 2. April stufen wir Aktien auf Neutral herab – Wir bevorzugen Großbritannien, Japan, China. Wir stufen die USA auf Negativ herab. – Die Sektoren Gesundheit, Industrie und europäische Finanzwerte stufen wir positiv ein. – US-IT-Aktien und Nicht-Basiskonsumgüter stufen wir negativ ein. – Wir stufen US-Grundstoffe und Finanzwerte von Positiv auf Neutral herab. – EU-Versorger wechseln von Neutral zu Positiv, der EU-Reise- und Freizeitsektor von Neutral zu Negativ. – Wir schrauben unsere Präferenz für US-SMIDs zurück
	Immobilien	=	– Die verzögerten Auswirkungen höherer Zinsen sollten nachlassen, nachdem sich die Immobilienrenditen im 2./3. Quartal 2024 stabilisiert haben. Wir rechnen damit, dass sich die europäischen Immobilienpreise langsam stabilisieren und die Renditen für Mietimmobilien nun attraktiver werden. – Ein Engagement in Industrie-/Logistikimmobilien wird bevorzugt. Grundlage hierfür bilden gute Renditen sowie ein höheres erwartetes Mietwachstum auf Basis eines soliden Nachfragewachstums.
	Rohstoffe	+/-	– Gold: Wir schätzen Gold positiv ein, da die Zentralbanken der Schwellenländer ihre strategischen Käufe fortsetzen dürften und die asiatischen Haushalte weiterhin Käufer bleiben. Das 12-Monatsziel bei Gold liegt bei 3.200 USD je Feinunze. – Negative Einschätzung zu Öl, Preisspanne für Rohöl der Sorte Brent aufgrund schwächerer weltweiter Ölnachfrage, des möglicherweise höheren Öl- und Gasangebots von Nicht-OPEC-Staaten und der erwarteten Senkung der Förderquoten der OPEC+ 2025 bei 60-70 USD. – Wir stufen Industriemetalle angesichts der erwarteten globalen Wachstumsabschwächung infolge des Handelskriegs von Positiv auf Neutral herab.
	Alternative OGAW/ Private Assets	=	– Wir bevorzugen Relative-Value-Aktien-, Kredit-, Convertible-Arbitrage- und Event-Driven-Fonds aufgrund ihrer soliden risikobereinigten Renditen bei geringer Volatilität. – Private-Equity-Buyout-Fonds sind eine bevorzugte Untergruppe privater Vermögenswerte, da hier langfristige solide Renditen zu verzeichnen sind und zahlreiche Chancen am öffentlichen Markt bestehen
	DEISEN		– Die USD/JPY-Ziele liegen bei 150 JPY für den 3- und 12-Monatshorizont. – Der starke US-Dollar hat aufgrund der schwächeren US-Wachstumsaussichten in den USA und der Erwartung weiterer Zinssenkungen durch die Fed in diesem Jahr dramatisch abgewertet. Wir korrigieren unser 12-Monatsziel auf 1,05 (für 1 Euro).

Die Auswirkungen des neuen Zollpakets (1)

Guy Ertz

Das neue Zollpaket

Unser bisheriges Szenario ging von höheren US-Zöllen gegen Kanada, Mexiko und die EU (+12,5%, schrittweise sinkend) sowie einer dauerhaften Erhöhung des effektiven Zollsatzes gegen China um 30% (bestehend aus den bereits bestehenden 20% und zusätzlichen 10% Ende des Jahres). Darüber hinaus rechneten wir mit einer Erhöhung des gewichteten durchschnittlichen effektiven Zollsatzes um 4,5% für den Rest der Welt. Dieses eher optimistische Szenario spiegelte sich auch in den Preisen von Vermögenswerten wider, da es kaum Risikoprämien gab.

Mit der Ankündigung von Donald Trump 2. April hat sich die Lage grundlegend verändert. Es handelt sich um eines der größten Zollpakete in der Geschichte der USA. **Wahrscheinlich wird der effektive Zollsatz von bisher 2,5% vor Trumps zweiter Amtszeit nunmehr auf 22% steigen.** Dies ist der höchste Stand seit etwa 1910. Die angekündigten Zölle sind deutlich größer als von uns oder vom Markt erwartet.

Die wirtschaftlichen Auswirkungen von Zöllen, Gegenzöllen und Zoll-Unsicherheit

Höhere Zölle wirken sich in vielfacher Weise auf Wirtschaftswachstum und Inflation aus:

1. Höhere Preise für importierte Waren, die in den USA verkauft werden, heizen die Teuerung der Erzeugerpreise und Verbraucherpreise an.
2. Durch die sinkende Kaufkraft schwinden die Konsumausgaben.
3. Eventuelle Gegenzölle auf US-Exporte würden die US-Wirtschaft treffen.
4. Anhaltende Unsicherheit über die Zölle (Zeitraumen und mögliche erneute Änderungen) trüben die Stimmung der Verbraucher und in der Wirtschaft.

Wir sehen nun ein erhöhtes Stagflationsrisiko (geringes Wachstum und hohe Inflation) für die US-Wirtschaft. Die bevorstehende Berichtssaison für das 1. Quartal sowie die Geschäftsklima- und Verbraucherumfragen müssen angesichts der Risiken für Beschäftigung und Investitionen unbedingt überwacht werden. In einem Umfeld, in dem andere Länder mit Gegenzöllen reagieren, sind sogar noch höhere Zölle denkbar. Die Unsicherheit über die Zollpolitik dürfte dementsprechend auf absehbare Zeit sehr hoch bleiben.

Änderungen unserer Anlagestrategie

Die **vielen** Unsicherheiten und die Ankündigungen von gestern deuten auf einen vorsichtigeren Ansatz bei der Vermögensallokation in den kommenden Monaten hin. Unsere zentrale Annahme, dass die Zölle hauptsächlich als Verhandlungsinstrument genutzt werden, erscheint inzwischen viel weniger wahrscheinlich. Die Trump-Regierung scheint entschlossen, über einen langen Zeitraum an den hohen Zöllen festzuhalten. Sie sieht darin eine Quelle wiederkehrender staatlicher Einnahmen und ein Mittel, um die Rückverlagerung der Lieferketten ins eigene Land zu forcieren. Das dürfte zumindest in den nächsten Monaten negative Auswirkungen auf das globale Wachstum haben. Außerdem wirken sich die angekündigten Zölle auch negativ auf die US-Inflation aus. Wir hatten zunächst einen Höhepunkt gegen Jahresende erwartet, aber das scheint jetzt viel weniger wahrscheinlich.

Die Auswirkungen des neuen Zollpakets (2)

Wir erwarten, dass das Wirtschaftswachstum im Euroraum J-förmig verlaufen wird. Die negativen Auswirkungen höherer Zölle und bleibende Unsicherheiten werden nicht durch die positiven Auswirkungen der kürzlich angekündigten umfangreichen Infrastruktur- und Verteidigungsprogramme aufgewogen.

Stimmung und Wirtschaftswachstum dürften sich daher erst einmal weiter eintrüben, bevor es wieder aufwärts geht. Unter dem Strich dürften sich die höheren Zölle zumindest in den kommenden Monaten negativ auf die Inflationserwartungen auswirken. Wir haben bereits eine moderate Beschleunigung der Inflation in den nächsten Jahren in Folge der Konjunkturprogramme berücksichtigt. Die negativen Auswirkungen höherer Zölle würden diesen Effekt zumindest in den kommenden Monaten mehr als wettmachen (wir erwarten nicht, dass Europa mit umfassenden Gegenzöllen reagieren wird).

Zinsen, Anleihen und der US-Dollar: Wir ändern unseren Ausblick für die Fed nicht und erwarten nach wie vor zwei Zinssenkungen und eine Terminal Rate von 4%. Der Inflationsdruck wird steigen, aber nur vorübergehend. Die Risiken im Zusammenhang mit einer unerwarteten Verlangsamung des Wirtschaftswachstums dürften die US-Zentralbank zu weiteren Zinssenkungen bewegen, obwohl die Inflation weiterhin über 2% liegt.

Es wird weiterhin mit zwei Zinssenkungen der EZB gerechnet, wodurch der Einlagensatz auf 2% sinken wird. Kurzfristig bleibt die Unsicherheit erhöht, und der Trend zu niedrigeren Renditen in den USA dürfte anhalten. Anleger werden sich in sichere Häfen flüchten.

Vor diesem Hintergrund **positionieren wir uns taktisch positiv auf US-Treasuries und haben unser 3-Monats-Ziel für die Rendite 10-jähriger US-Treasuries auf 4% korrigiert.**

Wir sehen keinen Grund, unseren Ausblick für die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen zu ändern. Unsere Renditeprognose auf 12-Monatssicht liegt bei 4,25% für US-Staatsanleihen und 2,50% für deutsche Bundesanleihen. Wir bleiben bei unserer positiven Haltung gegenüber Staatsanleihen aus Kernländern der Eurozone und erstklassige Unternehmensanleihen aus der Eurozone.

Der USD-Dollar dürfte sich nach der jüngsten Schwäche aus zwei Gründen erholen: i) Die höhere US-Inflation aufgrund der Extra-Zölle wird wahrscheinlich die Erwartungen auf Zinssenkungen in den USA dämpfen, gleichzeitig könnten Erwartungen auf eine J-Kurve in der Eurozone Erwartungen auf mehr Zinssenkungen schüren und ii) anhaltende Unsicherheit und Risikoaversion haben den US-Dollar in der Vergangenheit gestützt. Wir gehen davon aus, dass der EUR/USD-Kurs auf 1,05 sinken und sich auf 12-Monats-Sicht auf diesem Niveau bewegen wird.

Aktien: Wie bereits erwähnt, wirkt sich das gestern angekündigte Zollpaket eindeutig negativ auf das weltweite Wachstum aus und birgt sogar das Risiko einer Stagflation für die US-Wirtschaft.

Daher **korrigieren wir unser unsere seit Langem bestehende positive Einstufung von Aktien und stufen unsere Gesamteinschätzung von Übergewichtet auf Neutral**herab.

Außerdem stufen wir **unsere Einschätzung des US-Aktienmarktes von neutral auf untergewichtet**herab. Die Ankündigung der Zölle dürften den Konsum bremsen und die Inputkosten der Unternehmen nach oben treiben. Die Gewinne könnten somit von zwei Seiten unter Druck geraten, was sich offenbar nicht in den Schätzungen der Analysten widerspiegelt.

Auch die nach wie vor hohe Konzentration auf US-Mega-Caps ist bedenklich. Die Bewertungen liegen immer noch deutlich über den historischen Wendepunkten, und die Unternehmen könnten in den USA unter Regulierungsdruck kommen und gleichzeitig die Gegenzölle aus Europa zu spüren bekommen. In den USA bevorzugen wir weiterhin den gleichmäßig gewichteten S&P. Außerhalb der USA bleiben wir bei unseren regionalen Favoriten, empfehlen jedoch, das hohe Risiko im Welthandel und die Abhängigkeit von US-Zöllen zu prüfen.

Je länger die Unsicherheiten im Handel und die hohen Zölle bleiben, desto gravierender werden die Folgen insgesamt sein. Wir müssen die Rezessionswahrscheinlichkeit im Auge behalten. Unsere bevorzugten Indikatoren sind die Erstanträge auf Arbeitslosenhilfe auf makroökonomischer Ebene und die Spreads von US-Hochzinsanleihen (über Credit Default Swaps) auf Marktebene. Bei größeren Veränderungen könnte eine erneute Überprüfung der Aktienallokation insgesamt angemessen erscheinen.

Bericht über die Finanzmärkte im 1. Quartal 2025

Aktienmärkte: Anleger wenden sich von US-Aktien ab

Die Rotation aus US-Aktien in andere Teile der Welt setzte sich im März fort. Aktien aus der Eurozone legten im Quartal +10% zu, während der S&P 500 durch sein Engagement in Technologieriesen um 3% zurückging (Magnificent 7 büßten im 1. Quartal um 12% ein). Der gleichgewichtete S&P 500 Index schnitt aufgrund der fehlenden Tech-Lastigkeit besser ab und blieb unverändert zum 1. Quartal.

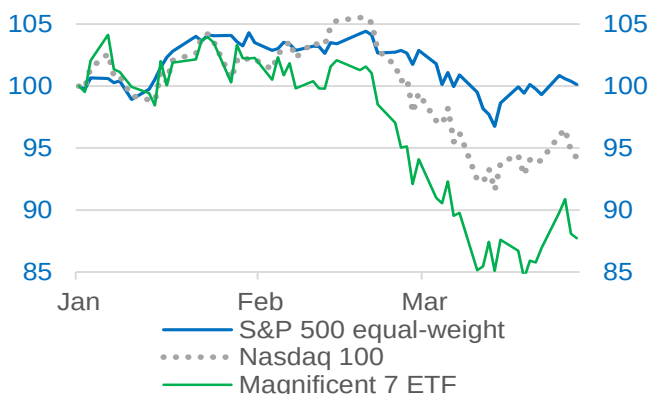
Banken aus der Eurozone setzten sich mit einer Rendite von 30% im 1. Quartal an die Spitze, während europäische Versicherer ebenfalls mit +17% beeindruckten. Polen verzeichnete im Berichtsquartal mit +31% in Euro die beste Wertentwicklung unter europäischen Ländern, da die Hoffnung auf einen möglichen Waffenstillstand in der Ukraine stieg.

Technologieaktien in China bleiben im Höhenflug, wobei der Hang Seng Technology Index (+25% im 1. Quartal) dem Hong Kong China Enterprises Index ein Plus von 20% pro Quartal einbrachte. Insgesamt erzielte der MSCI Emerging Markets Index gegenüber dem Jahresbeginn 2025 ein Plus von 6% in US-Dollar.

Anleihen schwach nach Renditeanstieg bei deutschen Papieren

Die Folgen des in Deutschland beschlossenen Finanzpakets, das im Bundestag verabschiedet wurde, hat im März Staats- und Unternehmensanleihen aus der Eurozone belastet. Die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen stieg um 0,3% auf 2,7%. Insgesamt entwickelten sich Euro-Unternehmensanleihen im Jahresverlauf seitwärts, Staatsanleihen gaben dagegen im bisherigen Jahresverlauf um -1% nach. Nur Euro-Hochzinsanleihen (+1%) und Schwellenländer-Staatsanleihen (+2% in US-Dollar) erzielten 2025 bisher positive Renditen.

SEITWÄRTSTREND BEIM S&P 500 EQUAL WEIGHT IN Q1, KORREKTUR KONZENTRIERTE SICH AUF MAG 7



Quelle: BNP Paribas Markets 360

Gold, Silber und Kupfer steigen unaufhaltsam

Performance-Spitzenreiter waren im 1. Quartal 2025 zweifellos Gold, Silber und Kupfer. Gold und Silber setzten ihren langen kräftigen Aufwärtstrend fort, wobei Gold mit 3073 USD je Feinunze am 28. März ein neues Allzeithoch erreichte. Im 1. Quartal erzielte Gold eine Rendite von +17% in USD und Silber +21%.

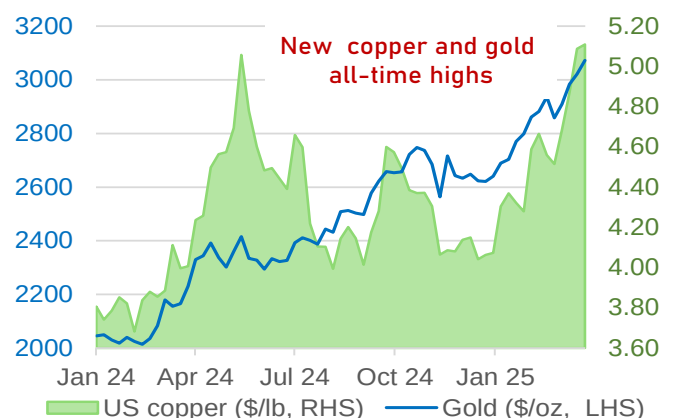
In den USA (an der COMEX) notiertes Kupfer erzielte im Berichtsquartal noch beeindruckendere +27%, denn in den USA wurden angesichts drohender Zölle auf Kupferimporte die Lagerbestände aufgebaut. US-Kupfer wurde dementsprechend mit einem Aufschlag von knapp 15% gegenüber dem Preis in London gehandelt.

Auch diversifizierte Rohstofffonds entwickelten sich vor diesem Hintergrund gut: So erzielte der BNP Paribas Energy & Metals Enhanced Roll Index im 1. Quartal eine Rendite von knapp 10% in Euro und das trotz des schwächeren Dollars.

Kontinuierliche Aufhellung bei Gewerbeimmobilien

Der Markt für Gewerbeimmobilien setzt seine langsame und stetige Erholung von der Korrektur fort, die durch den Anstieg der langfristigen Zinsen 2022-23 ausgelöst wurde. Nach Angaben des europäischen Verbands für Investoren nicht-börsennotierter Immobilienfonds INREV verzeichneten nicht-börsennotierte europäische Immobilienfonds im Kalenderjahr 2024 eine Gesamtrendite von +3%, wobei allein im 4. Quartal 2024 eine Rendite von 1,2% zu Buche stand. Fonds mit Anlageschwerpunkt auf Wohnimmobilien entwickelten sich mit einer Rendite von +2,3% im 4. Quartal am besten.

KEIN HALTEN FÜR GOLD UND KUPFER BISHER



Quelle: BNP Paribas, Bloomberg

Risikobeurteilung: Worauf ist zu achten

Spreads von US-Hochzinsanleihen signalisieren steigendes Risiko

Einer unserer bevorzugten Risikoindikatoren für die Finanzmärkte, der Spread von US-Hochzinsanleihen, hat sich seit Mitte Februar um mehr als 0,8% auf 3,4% geweitet. Diese Spreadweitung kann auf zweierlei Weise gedeutet werden.

Für die Pessimisten bedeutet es, dass der Spread nun auf seinem höchsten Stand seit Mitte 2024 liegt und das finanzielle Risiko damit höher ist. Das deckt sich mit dem US Economic Policy Uncertainty Index, der auf seinen höchsten Stand seit 2020 gestiegen ist.

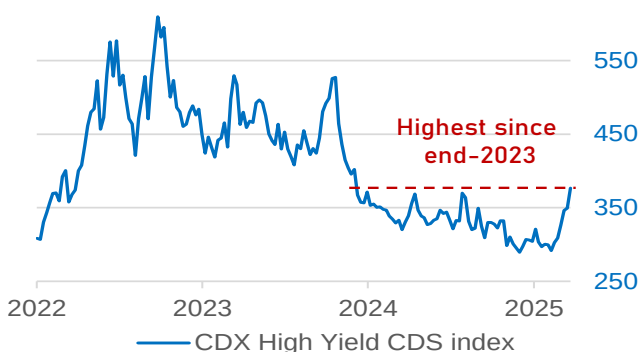
Im historischen Vergleich liegt er allerdings nicht so hoch

Für die Optimisten ist der Spread selbst bei 3,4% historisch gesehen noch sehr niedrig, wenn man das heutige Niveau mit den letzten 25 Jahren vergleicht, in denen der Spread bei Unternehmensanleihen durchschnittlich über 5% betragen hat. In angespannten Wirtschaftsphasen wie Mitte 2022 lag der Spread von US-Hochzinsanleihen häufig über 5%. Im Vergleich dazu ist der aktuelle Spread keineswegs extrem, sondern liegt immer noch deutlich unter dem langfristigen Durchschnitt.

Auch andere Stressbarometer wie der Citi Macro Risk Index sind seit Februar gestiegen, bleiben aber deutlich unter den Niveaus, die uns alarmieren würden.

Wenn wir unseren zusammengesetzten Risiko-Radar betrachten, der 9 verschiedene Finanz- und Wirtschaftsindikatoren umfasst, ist derzeit keine beunruhigende Kombination von Warnsignalen zu sehen. Wir werden diese Entwicklungen aufmerksam verfolgen, halten es aber noch nicht für notwendig, das Engagement in riskanten Vermögenswerten wie Aktien und Unternehmensanleihen zu reduzieren.

DER SPREAD BEI HOCHZINSANLEIHEN DEUTET AUF ZUNEHMENDEN FINANZSTRESS HIN



Quelle: BNP Paribas, Bloomberg

Die US-Verbraucherstimmung ist besorgniserregend...

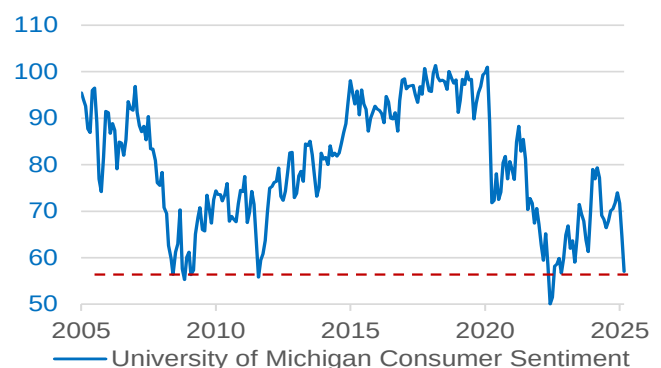
Die von der University of Michigan erhobene Verbraucherstimmung war im März beunruhigend und war insgesamt so schlecht wie während der Finanzkrise 2008 und unmittelbar nach Ausbruch des Ukrainekrieges 2022. Darin spiegelt sich der pessimistische Ausblick der meisten US-Haushalte wider. Sie befürchten, dass die Zoll-Lawine die Preise nach oben treiben und die Kaufkraft im Inland schwächen wird.

... wird aber durch andere US-Konjunkturindikatoren nicht bestätigt

Zusammengesetzte Kennzahlen zur US-Konjunkturdynamik wie der Citi-US Economic Surprise-Index signalisieren bei Weitem keine Rezession, sondern schlimmstenfalls eine leichte Verlangsamung des US-BIP-Wachstums, die sich in einer Bandbreite von 1% - 2% bewegt. Der von S&P Global berechnete aktuelle zusammengesetzte US-Einkaufsmanagerindex (der Daten für das verarbeitende Gewerbe und den Dienstleistungssektor kombiniert), liegt mit 53,5 Zählern deutlich über der Breakeven-Schwelle von 50 und signalisiert ganz klar eine Expansion.

Vor allem ist zwischen „weichen“ Umfragedaten und „harten“ Wirtschaftsdaten zu unterscheiden, die die tatsächliche Wirtschaftsleistung etwa durch Einzelhandelsumsätze messen. Im Zweifelsfall sollte man sich stets an den harten Daten orientieren. Hier stiegen die US-Einzelhandelsumsätze ohne Benzin im März um satte +3,1% jährliche, was keine beunruhigende Abschwächung des Binnenkonsums signalisiert. Sollte die Verbraucherstimmung über einen längeren Zeitraum gedämpft bleiben, könnte dies durchaus zu einer wirtschaftlichen Abkühlung führen. Bisher kann davon aber keine Rede sein.

DIE STIMMUNG DER US-VERBRAUCHER LEIDET STARK UNTER DER ZOLL-UNSICHERHEIT



Quelle: BNP Paribas, Bloomberg

Trump'sche Zeitenwende?

Trump sollte man beim Wort nehmen

Anleger, vor allem in Europa, sollten genau zuhören, was Trump-Anhängern auf die Frage antworten, warum sie den Präsidenten gut finden:

„Er nennt die Dinge beim Namen und sagt, was er denkt.“

Auch wenn dies für internationale Anleger unangenehm ist, hilft diese Mantra vielleicht, die jüngsten geopolitischen Aktionen des Präsidenten zu verstehen.

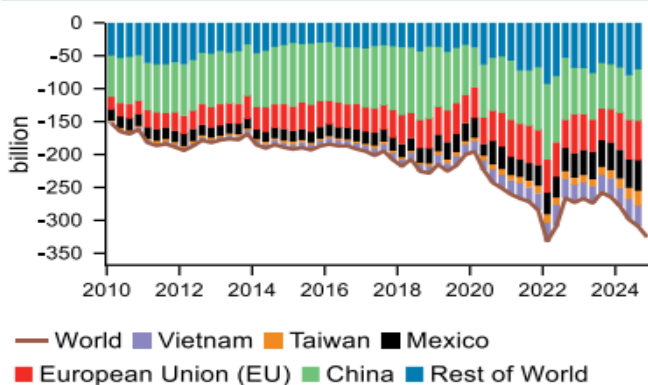
Wenn Trump also von der Übernahme Grönlands und des Panamakanals und von der Annexion Kanadas spricht, meint er vermutlich, was er sagt. Das bedeutet natürlich nicht, dass er auch bekommt, was er will. Dennoch denke ich, dass Anleger Präsident Trump beim Wort nehmen sollten, statt nach tiefergehenden Gründen für seine täglichen Verlautbarungen zu suchen.

Warum Trump besonders auf Zölle setzt

Die simple Wahrheit ist, dass in den USA seit 2023 niedrigere globale Importzölle gelten als fast in jedem anderen G20-Land. Darüber hinaus ist die Beschäftigung im verarbeitenden Gewerbe in den USA seit 2001 (als China der Welthandelsorganisation beitrug) von 17,3 Millionen auf heute 12,8 Millionen zurückgegangen. Gleichzeitig ist die gesamte Industrieproduktion in den USA seit 2014 nicht mehr gewachsen.

Da das US-Leistungsbilanzdefizit (Wert der importierten Güter und Dienstleistungen abzüglich der exportierten) von null im Jahr 1991 auf 4,2% des BIP im 3. Quartal 2024 gestiegen ist, ist Präsident Trump der Meinung, dass andere Exportnationen wie China in den letzten Jahren die US-Nachfrage „ausgenutzt“ haben. Er möchte also die Handelsbilanz wieder ins Lot bringen und setzt dabei Zölle als wichtigste Waffe ein.

WACHSENDES US-HANDELSDEFIZIT



Quelle: BNP Paribas Markets 360

Potenzielle Untergrabung der Sonderstellung der USA

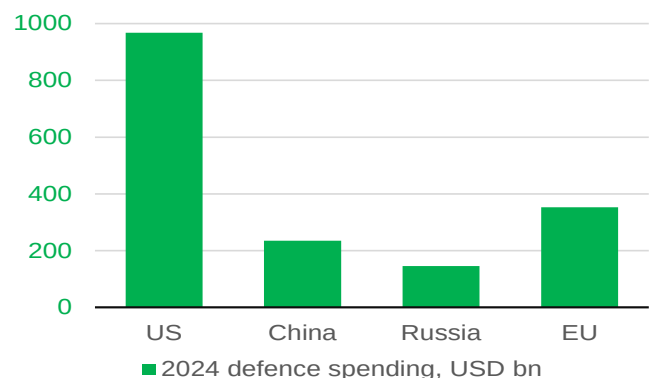
Wenn wir die fundamentalen Gründe für den amerikanischen Exzeptionalismus untersuchen, sind einige wichtige Fakten zu beachten:

1. Die USA sind die größte Volkswirtschaft der Welt und führend in den Bereichen Technologie/Internet, Konsumgüter, Gesundheit und Energie.
2. Ihre Währung, der US-Dollar, ist *de facto* die Leitwährung für die Weltwirtschaft. Dadurch profitiert das Land von einem niedrigeren Zins auf Staatsanleihen, da Zentralbanken den Großteil ihrer Devisenreserven in US-Dollar halten.
3. Die USA verfügen zudem durch ihre militärische Stärke, für die sie wesentlich mehr als jedes andere Land ausgeben, über eine beispiellose „harte Macht“. 2024 gaben die USA mit einem Verteidigungsetat von fast 1 Billion USD 6,6 Mal mehr als Russland und 3 Mal mehr als China für Verteidigungszwecke aus.
4. Hinzu kommt die unvergleichliche „weiche Macht“ der USA durch globale Konsum- und Technologiemarken, kulturelle Exporte (Filme, Musik) und Auslandshilfen.

Donald Trump wird natürlich nicht all diese unvergleichlichen Vorteile für die USA über Nacht abwickeln. Dennoch sollten wir uns fragen, ob die USA in Bezug auf das Narrativ vom amerikanischen Exzeptionalismus ihren Zenit überschritten haben. Dieser hat dem US-Aktienmarkt und dem US-Dollar in den letzten Jahren zu einem Höhenflug verholfen, der zu überzogenen Bewertungen führte.

Was den militärischen Beitrag zur NATO betrifft, so hat Trump die europäischen NATO-Mitglieder bereits deutlich ermahnt und sie verpflichtet, ihre Verteidigungsausgaben auf über 2% des BIP zu erhöhen. Das untergräbt die harte Macht der USA.

USA = RUND 37% DER WELTWEITEN VERTEIDIGUNGS-AUSGABEN IM JAHR 2024



Quelle: BNP Paribas, Wikipedia

Gründe für eine globale Neugewichtung

Trump will niedrigere Zinsen und einen schwächeren Dollar

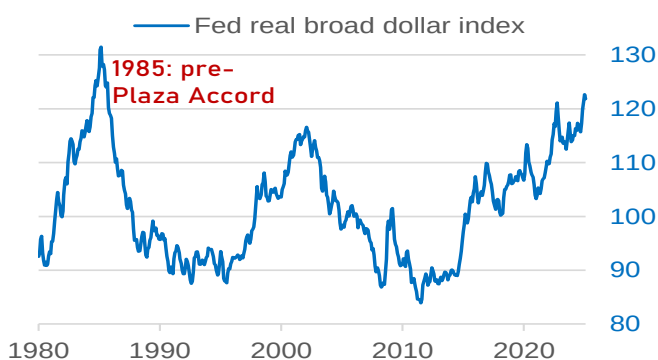
Sowohl Präsident Trump als auch Finanzminister Scott Bessent haben ihren Wunsch nach niedrigeren Zinsen unterstrichen, um die Kosten für die Finanzierung der ständig wachsenden Schuldenlast der US-Regierung und die Kreditkosten für den Privatsektor zu senken und so Anreize für Investitionen und Wachstum zu schaffen.

Dies ist ihnen in gewisser Hinsicht bereits gelungen, denn die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen ist von 4,8% Mitte Januar auf aktuell 4,0% gesunken. Damit die Finanzierungskosten aber noch weiter zurückgehen, müsste die US-Notenbank den Leitzins von derzeit 4,25-4,50% senken. Unserer Ansicht nach dürfte die Fed den Leitzins im 2. Halbjahr 2025 vor dem Hintergrund eines nachlassenden Wirtschaftswachstums 2 Mal senken.

Präsident Trump betonte auch, dass er sich einen schwächeren US-Dollar wünscht. Dieser würde helfen, das US-Handelsdefizit zu verbessern und das verarbeitende Gewerbe wieder stärker in die USA zurückzuholen - eines der Hauptziele von Trump. Seit Mitte 2011 legte der Broad US Dollar Index um 39% zu. Das bremst US-Exporte zunehmend und macht die Einfuhr von Waren aus Billigländern wie China, Vietnam und Mexiko billiger.

Der Wert des handelsgewichteten Dollarindex der US-Notenbank lag Ende Februar 20% über dem 25-Jahres-Durchschnitt. Dieser breite Dollarindex war nur einmal höher als heute. Das war 1985, kurz vor Unterzeichnung des Plaza Accord, um den US-Dollar gegenüber anderen wichtigen Währungen abzuwerten (dieser gab schließlich bis 1992 um 33% nach).

**BREITER, REALER DOLLARINDEX
AUF DEM HÖCHSTEN STAND SEIT 1985**



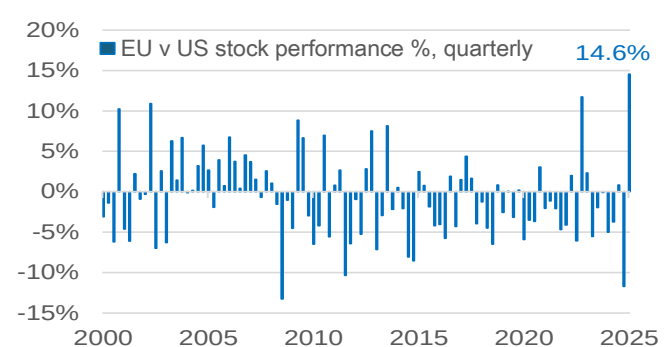
Kapitalzuflüsse verhalfen dem Dollar mit zu seiner Stärke

Neben den üblichen fundamentalen Indikatoren Inflation, Wachstum oder Zinsunterschiede zwischen den USA und der Eurozone für die Richtung des EUR/USD-Wechselkurses sollten wir auch den erheblichen Einfluss der Kapitalflüsse aus Europa in die USA berücksichtigen.

Seit Anfang 2021 investierten europäische Anleger brutto 1,3 Billionen USD in US-Aktien und halten Bloomberg zufolge inzwischen über 8 Billionen USD in US-Aktien, insbesondere von Technologieriesen. Das geht mit einem enormen kontinuierlichen Verkauf von Euro zum Kauf von US-Dollar einher, der den Greenback auf Kosten des Euro stärkt. Während die „Magnificent 7“ die Outperformance des US-Aktienmarktes gegenüber dem Rest der Welt weiter anheizte, förderte dies den Abfluss von noch mehr Kapital aus Europa in Richtung USA und stärkte damit den US-Dollar gegenüber dem Euro.

Diese wechselseitige Dynamik kann weitergehen, bis die Outperformance von Mega Caps endet, was möglicherweise bereits der Fall ist. Seit 2025 büßten der Nasdaq 100 um 17% und die Magnificent Seven um 24% in Euro ein, während der MSCI World ex-US im gleichen Zeitraum um 2% zulegte, angeführt von einer Rendite von 9% beim Euro STOXX 50 Index. Nachdem institutionelle Anleger in Europa in den letzten 4 Jahren US-Aktien in großem Stil gekauft haben, könnte die Trendwende erst begonnen haben und noch lange dauern. Die Investmentbank UBS hat kürzlich davor gewarnt, dass der verblassende US-Exzeptionalismus eine Gefahr für nicht abgesicherte US-Vermögenswerte im Wert von 14 Billionen USD sein könnte, die von Nicht-US-Anlegern gehalten werden.

Q1 25: EUROPÄISCHE AKTIEN LAGEN IN 25 JAHREN MEIST VOR US-AKTIEN



Zusammenfassung unserer wichtigsten Empfehlungen

	Empfehlung		Komponenten	Wir bevorzugen	Wir meiden	Kommentare
	Aktuell	Vorherig				
AKTIEN	=	+	Regionen	Großbritannien, Japan, China, Singapur und Indonesien		Die US-Zollerhöhungen vom 2. April 2025 erhöhen das Risiko einer Rezession oder Stagflation in den USA. Die geopolitische Unsicherheit nimmt derzeit stark zu und mahnt kurzfristig zur Vorsicht. Wir stufen unsere Empfehlung für Aktien auf „Neutral“ herab und warten positivere Signale ab im Hinblick auf Zölle und Liquidität. Ebenso korrigieren wir das Engagement in US-Aktien auf Negativ.
			Sektoren	Gesundheitswesen weltweit, Industriewerte, Grundstoffe, EU-Finanzwerte	Öl und Gas der EU, Basiskonsumgüter; IT-Werte und Nicht-Basiskonsumgüter der USA	Banken und Finanzdienstleister dürften von einer sich verbessernden Kreditnachfrage, höheren Nettozinsmargen und Rückstellungen für Kreditausfälle profitieren. Das Gesundheitswesen hat von einer starken Berichtssaison und einer vielversprechenden Medikamenten-Pipeline profitiert.
			Themen	Quality-Faktor, Megatrend-Themen		Themen der Kreislaufwirtschaft, Elektrifizierung, (Cyber-)Security, Deep-Value-Themen
ANLEIHEN	+	=	Staatsanleihen	Euro-Staatsanleihen mit Laufzeiten oberhalb der Benchmark und US-Treasuries bis 10 Jahre bevorzugt.		Positive Einschätzung für Kernländer der Eurozone, britische Staatsanleihen und US-Treasuries mit Laufzeiten bis zu 10 Jahren. Unsere Renditeziele für 10-jährige US-Anleihen und deutsche Bundesanleihen auf Sicht von 12 Monaten liegen bei 4,25 % und bei 2,50 %.
	+	+	Unternehmensanleihen	Euro und GB-Unternehmensanleihen mit Investment-Grade-Rating		Wir bevorzugen IG-Unternehmensanleihen, wobei wir uns auf EU-Anleihen (besonders Finanzwesen) konzentrieren. Hintergrund hierfür sind die hohen Renditen (ggü. den letzten 10 Jahren) und starken Bilanzen. Wir sind nun positiv für britische IG-Unternehmensanleihen.
	=	=	Schwellenländeranleihen	USD und lokale Währungen		Angesichts bevorstehender Risiken (Handelsbarrieren, stärkerer USD, längerfristig höhere US-Renditen und geringe Risikoaufschläge) sind wir bei Schwellenländeranleihen neutral. Die Fundamentaldaten bleiben jedoch unverändert.
CASH	-	-				Wir erwarten 2 Zinssenkungen der Fed mit einem niedrigeren Leitzins von 4 % Ende 2025 und 2 % für den Einlagensatz der EZB.
ROHSTOFFE	+/-	+/-		Gold (+), Industriemetalle (=) Öl (-)		Öl: (-) Eine schwächere globale Ölnachfrage sowie die Aussicht auf einen schrittweisen Abbau der Förderbeschränkungen der OPEC+ drücken die Preise der Sorte Brent in eine Spanne von 60-70 USD/Barrel. Industriemetalle: (+) Die Aussichten für das verarbeitende Gewerbe werden durch Zollerhöhungen getrübt. Gold: (+) Mittelfristig behalten wir aus geopolitischen Gründen unsere positive Haltung gegenüber Gold bei und erwarten in den nächsten 12 Monaten 3200 USD/Unze.
DEISEN			EUR / USD			Auf Sicht von 12 Monaten liegt unser EUR/USD-Kursziel bei 1,05 USD (für 1 Euro).
IMMOBILIEN	=	=		Immobilien im Gesundheitswesen, Logistik- & Lagerimmobilien		Niedrigere Zinssätze und eine langsame Verbesserung der Nettoinventarwerte dürften nicht börsennotierte Immobilienwerte stützen.
ALTERN. OGAW				Long-Short-Equity-, Kredit- und Relative-Value- sowie Convertible-Arbitrage-Strategien		Alternative UCITS-Fonds mit Relative-Value-Strategien haben seit Anfang 2023 die Anleihen-/Kreditindizes geschlagen und bieten Erträge mit geringerem Risiko und geringer Volatilität.
INFRA-STRUKTUR	+	+		Energie, Transport, Wasser		Angesichts unzureichender vergangener Investitionstätigkeit werden langfristig hohe Erträge für nicht notierte als auch börsennotierte Infrastrukturwerte erwartet.

Quelle: BNP Paribas

Wirtschafts- und Währungstabellen

BNP Paribas Prognosen			
BIP-Wachstum %	2024	2025	2026
USA	2,8	1,8	1,3
Japan	0,1	1,0	0,2
Eurozone	0,7	1,3	1,5
Deutschland	-0,2	0,6	1,3
Frankreich	1,1	0,8	1,2
Italien	0,5	0,9	1,4
Schwellenländer			
China	5,0	4,5	4,3
Indien *	8,2	6,2	6,7
Brasilien	3,2	2,1	1,0

* Geschäftsjahr
Quelle: BNP Paribas, Bloomberg – 02.04.2025

BNP Paribas Prognosen			
VPI-Inflation %	2024	2025	2026
USA	2,9	3,3	3,4
Japan	2,7	3,2	2,1
Eurozone	2,4	2,2	2,0
Deutschland	2,5	2,4	2,1
Frankreich	2,3	1,0	1,2
Italien	1,1	1,9	1,8
Schwellenländer			
China	0,2	0,8	1,0
Indien *	5,4	4,8	4,2
Brasilien	4,4	5,3	4,8

* Geschäftsjahr
Quelle: BNP Paribas, Bloomberg – 02.04.2025

	Land	Spot 03.04.2025	Ziel 3 Monate	Ziel 12 Monate
Ggü. EUR	USA	EUR/USD 1,11	1,05	1,05
	Großbritannien	EUR/GBP 0,84	0,83	0,83
	Schweiz	EUR/CHF 0,95	0,94	0,94
	Japan	EUR/JPY 161,70	158,00	158,00
	Schweden	EUR/SEK 10,78	11,00	11,20
	Norwegen	EUR/NOK 11,43	11,60	11,30
Ggü. USD	Japan	USD/JPY 145,44	150,00	150,00
	Kanada	USD/CAD 1,40	1,45	1,40
	Australien	AUD/USD 0,64	0,66	0,64
	Neuseeland	NZD/USD 0,58	0,60	0,60
	Brasilien	USD/BRL 5,60	5,80	6,00
	Indien	USD/INR 85,45	88,00	88,00
	China	USD/CNY 7,30	7,30	7,30

Quelle: BNP Paribas, Refinitiv Datastream. Stand 3. April 2025

HAFTUNGSAUSSCHLUSS

Diese Informationen und die darin gemachten Angaben, Meinungen und Einschätzungen sind ausschließlich für Kunden und ausgewählte Interessenten des BNP Wealth Managements bestimmt. Es gilt deutsches Recht. Die Weitergabe dieser Informationen oder einzelner Elemente daraus an Dritte ist nicht gestattet. Die Informationen, die Sie hier finden, richten sich ausdrücklich nicht an Personen in Ländern, die das Vorhalten der hier dargestellten Inhalte untersagen, insbesondere nicht an US-Personen im Sinne der Regulation S des US Securities Act 1933 sowie Internet-Nutzer in Großbritannien, Nordirland, Kanada und Japan. Jeder Leser ist deshalb selbst verantwortlich, sich über etwaige Beschränkungen zu informieren und diese einzuhalten. Für die Erstellung dieser Informationen, Anlagestrategien etc. bedient sich BNP Wealth Management auch der Expertise Dritter. Die Informationen werden mit großer Sorgfalt recherchiert und zur Verfügung gestellt, eine Garantie für Vollständigkeit und Richtigkeit wird aber nicht gegeben. Soweit es sich um Meinungen und Einschätzungen handelt, bitten wir um Verständnis, dass insoweit jegliche Haftung abgelehnt wird.

Bei diesen Informationen handelt es sich um Marketingmitteilungen. Sie dienen nur Ihrer Information und Unterstützung. Sie stellen deshalb insbesondere keine auf Ihre individuellen Bedürfnisse ausgerichteten Empfehlungen zum Kaufen, Halten oder Verkaufen eines Finanzprodukts dar und begründen auch kein individuelles Beratungs- oder Auskunftsverhältnis. Sie sind ferner nicht als Rechts-, Steuer- oder sonstige Beratung gedacht. Bevor Sie Investmententscheidungen treffen, sollten Sie sich deshalb sorgfältig über die Chancen und Risiken des Marktes und für Sie geeigneter Investments informiert haben oder sich beraten lassen. Dies kann neben den finanziellen auch die steuerlichen und rechtlichen Aspekte betreffen. Bitte beachten Sie auch, dass aus der Wertentwicklung eines Finanzprodukts in der Vergangenheit, einer Entwicklung des betroffenen Marktes oder einer Einschätzung zur Entwicklung der Märkte nicht auf zukünftige Entwicklungen oder Erträge geschlossen werden kann. Bedienen Sie sich bitte auch ergänzend der «Basisinformationen über Vermögensanlagen in Wertpapieren». Diese sind über den Bankverlag, Postfach 450209 in 50877 Köln erhältlich. Die hier preisgegebenen Informationen enthalten nicht alle für ein von Ihnen eventuell angestrebtes Investment erforderlichen bzw. aktuellen Informationen. Neben Informationen zu Produkten und Dienstleistungen, die hier oder auf den Internetseiten des BNP Wealth Managements bereitgestellt sind, gibt es gegebenenfalls auch andere Produkte und Dienstleistungen, die für die von Ihnen verfolgten Anlageziele besser geeignet sind.

BNP Paribas Wealth Management ist ein Geschäftsbereich der BNP Paribas S.A. Niederlassung Deutschland
Standort Frankfurt: Senckenberganlage 19 • 60327 Frankfurt am Main • HRB Frankfurt am Main 40950 • Telefon: + 49 69 560041 - 200

Standort Nürnberg: Bahnhofstraße 55 • 90402 Nürnberg • HRB Nürnberg 31129 • Telefon: + 49 (0) 911 369-2000 • Fax: +49 (0) 911 369-1000, privatebanking@de.bnpparibas.com, www.privatebanking.bnpparibas.de
Sitz der BNP Paribas S.A.: 16, boulevard des Italiens • 75009 Paris • Frankreich • eingetragen am Registergericht Paris unter: R.C.S. 662 042 449

Gesetzliche Vertretungsberechtigte der BNP Paribas S.A.:

Président du Conseil d'Administration (Präsident des Verwaltungsrates): Jean Lemierre • Directeur Général (Generaldirektor): Jean-Laurent Bonnafé

Niederlassungsleitung Deutschland: Lutz Diederichs, Dr. Carsten Esbach, Thorsten Gommel, Rainer Hohenberger, Michel Thebault, Frank Vogel

Zuständige Aufsichtsbehörden: Europäische Zentralbank, Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Banque de France, Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution, Autorité des Marchés Financiers

KONTAKTIEREN SIE UNS



privatebanking.bnpparibas.de



BNP PARIBAS
WEALTH MANAGEMENT

PRIVATE BANKING

Die Bank
für eine Welt
im Wandel