

H. Terrence Riley III, CFA

3. April 2025

Kontakt: Karin Müller-Paris

+1-561-208-1081 kmm@fvcm.us

S&P 500 (SP50-USA) \$5427.65 ↓ -243.32 (-4.29%) 2:24:55 PM USD

May 5, 2022 - Apr 3, 2025, Daily



Trumps Zollpolitik fiel schlimmer aus als erwartet

Am 3. April kündigte Trump einen allgemeinen Zollsatz von 10% auf alle Importe in die USA, sowie höhere "Vergeltungszölle" für bestimmte Länder an. Es ist dabei aber noch nicht ganz klar, wie sich die verschiedenen Zölle aufsummieren werden. Die zusätzlichen reziproken Zölle betreffen 60 Länder, darunter ein Zoll von 34% auf China, 32% auf Taiwan, 46% auf Vietnam und 20% auf die EU. Für Kanada und Mexiko wird ebenfalls ein Zoll von 25% erhoben, wobei jedoch Importe, die dem USMCA-Handelsabkommen mit diesen beiden Ländern unterliegen, davon ausgenommen sind. Trump sagte, seine Zoll-Maßnahmen seien die Antwort auf angebliche Handelshemmnisse wie Währungsmanipulationen, Mehrwertsteuern und Umweltschutzgesetzen. Tage zuvor wurde ein fast 400-seitiger Bericht veröffentlicht, in dem die Außenhandelshemmnisse detailliert beschrieben werden. Hier der entsprechende Link [2025NTE.pdf](#).

Diese Maßnahmen sind aktuell beispiellos und stehen im Widerspruch zur klassischen ökonomischen Lehre. Der schottische Philosoph Adam Smith, oft als Vater der Ökonomie bezeichnet, sagte einst: „Nichts kann jedoch absurder sein als diese ganze Doktrin der Handelsbilanz.“ Politiker weltweit haben sich über Jahrzehnte hinweg Wählerstimmen gesichert, indem sie bestimmten Gruppen – wie Landwirten und Autoherstellern – Handelsbarrieren zum Schutz ihrer Branchen gewährten. Smith hingegen argumentierte, dass Freihandel die größte Effizienz und den höchsten Wohlstand für die Menschheit bringt. Entscheidend dabei: Nicht die Exporte sind der eigentliche Gewinn für ein Land, sondern die Importe. Ein Blick in die Geschichte verdeutlicht diesen Punkt.

Der Kolonialismus wurde stets dafür kritisiert, dass Kolonialmächte fremde Gebiete eroberten, um Rohstoffe und Waren zu gewinnen und diese ins Mutterland zu transportieren. Doch niemand kritisierte sie dafür, dass sie die gesamte eigene Produktion ins Ausland verlagerten. Ihr Ziel war es vielmehr, die eigene Wirtschaft zu stärken, indem sie wertvolle Güter importierten. Die Vorstellung, dass ein Land durch den Export seiner eigenen Produktion wohlhabender wird, ist daher irreführend. Tatsächlich exportiert eine Nation nur, um im Gegenzug Waren aus anderen Ländern zu importieren. Ein Handelsdefizit bedeutet letztlich nur, dass ein Land seine Exporterlöse vorübergehend im Ausland investiert, anstatt sofort importierte Waren zu beziehen. Stellen wir uns eine einfache Situation vor: Es gibt nur zwei Länder – die USA und Japan. Japan liefert riesige Schiffe voller in Japan gebauter Toyotas in die USA. Nehmen wir an, die USA schicken über Jahrhunderte hinweg keine physischen Waren zurück, sondern lediglich bedruckte Papierstücke mit Bildern von US-Präsidenten darauf (also Geld). Wer hat in diesem Szenario wohl den größeren Vorteil aus dem Handel gezogen?

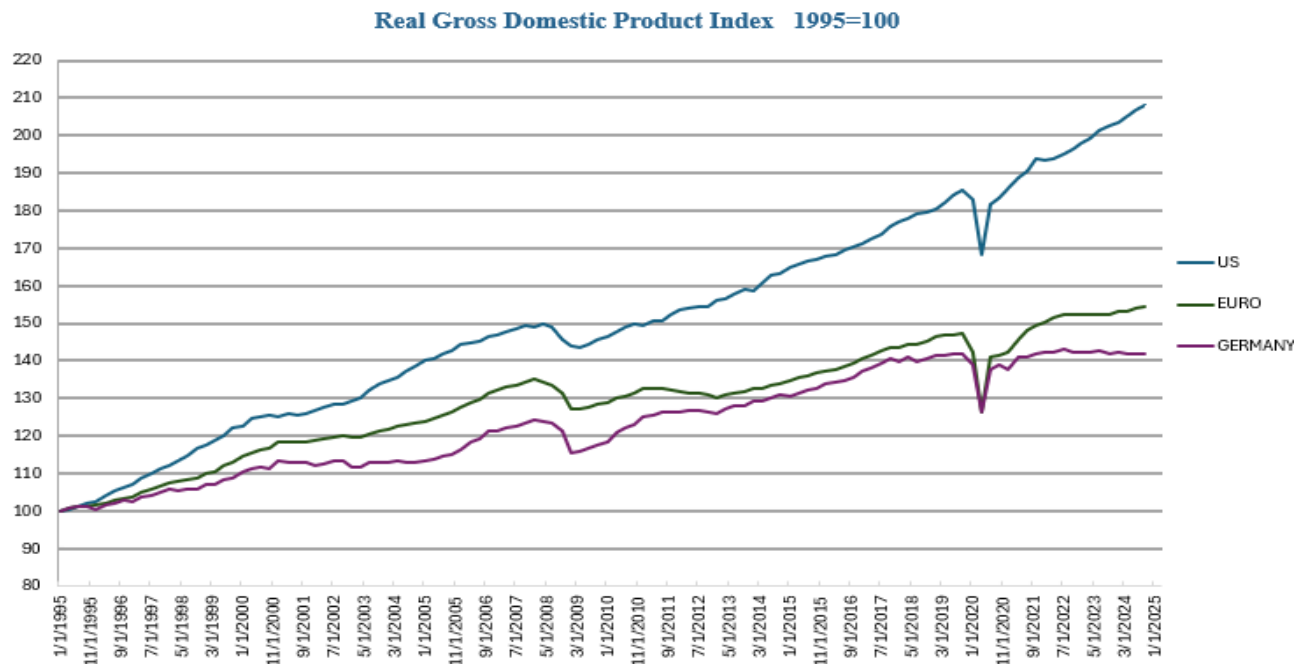
Die Aussichten für das US-Wirtschaftswachstum im Jahr 2025 wurden nun nach unten korrigiert. Bisher sind die durchschnittlichen BIP-Wachstumsprognosen um 0,4% auf 1,7% korrigiert worden (das Wachstum lag bei 2,8% im Jahr 2024), und die Schätzungen dürften weiter sinken. Auch die Erwartungen für die Unternehmensgewinne werden von den Marktstrategen der Wall Street gesenkt. Immerhin stammen rund 40% des Umsatzes des S&P 500 aus dem Geschäft in Übersee, und Unternehmen wie Apple, das fast seine gesamte Produktion in Asien hat, werden voraussichtlich durch die Zölle große Einschnitte bei den Gewinnspannen hinnehmen müssen. Die Analysten der Bank of America schätzten, dass die Gewinne des S&P 500 negative Auswirkungen von minus 5% bis minus 35% erfahren könnten. Die Ökonomen von JP Morgan vermuten, dass die Zölle die Inflation in diesem Jahr um 1% bis 1,5% ansteigen lassen und zu einem Rückgang des real verfügbaren Einkommens führen könnten. Aus mathematischen Gründen gab es Spekulationen, dass Zölle zu einer Aufwertung des Dollars führen würden, aber tatsächlich war die Reaktion auf die Zölle, dass aufgrund des Wachstumsrisikos, das mit den Zöllen einhergeht, der Dollar schwächer wurde.

Wie sich dieser "Zollkrieg" abspielen wird und welche Auswirkungen er letztlich auf die Wirtschaft und die Unternehmen hat, bleibt ungewiss. Einige Länder wie Australien und Mexiko haben angedeutet, dass sie keine Vergeltungsmaßnahmen ergreifen werden – zumindest vorerst. Die Franzosen, die gerne kritisch über Kriege reden – sogar über Handelskriege –, scheinen, die EU zu sofortigen Vergeltungsmaßnahmen gegen die Trump-Zölle zu drängen. Der Schaden, der der US- und der Weltwirtschaft zugefügt wird, hängt letztendlich von der Reaktion des Auslands auf Trumps Zölle ab. Trumps Bereitschaft, sich im Laufe der Handelsgespräche vom Rand der Klippe zurückzuziehen, wird ebenfalls eine bedeutende Rolle spielen. Niemand kennt die Antwort, aber wir sind optimistisch, denn die Reaktion des Marktes war eindeutig und sollte selbst für diejenigen in der Regierung, welche die Zölle unterstützen, abschreckend sein.

Ein von den USA begonnener Handelskrieg, sofern es einen geben wird, erscheint dubios. Es gibt Daten, welche die Idee des amerikanischen Exzeptionalismus unterstützen. Wie in Chart 2 zu sehen, ist die US-Wirtschaft in den letzten dreißig Jahren weit stärker gewachsen als Europa und Deutschland. Es gibt viele Gründe für diese Divergenz. Hier sind einige:

1. Die USA verfügen über hoch entwickelte Kapitalmärkte, gepaart mit Unternehmergeist. "Innovative Unternehmen, die in Europa expandieren wollen, werden in jeder Phase durch das Fehlen eines Binnenmarkts und eines integrierten Kapitalmarktes behindert. Hierdurch kommt der Innovationszyklus zum Stillstand. Daher ziehen es viele europäische Unternehmer vor, sich bei US-Venture Capitalists zu finanzieren und auf dem US-Markt zu expandieren." - Mario Draghi 2024.
2. Die USA haben niedrigere Energiekosten. Der europäische Industriestrom (das Lebenselixier einer Volkswirtschaft) kostet fast dreimal mehr als in den Vereinigten Staaten. Diese Divergenz begann in den späten 1990er Jahren und hat sich seitdem ausgeweitet.
3. Die USA haben eine unternehmensfreundlichere Steuer-, Arbeits- und Regulierungspolitik. Das europäische regulatorische Umfeld rund um Big Tech und KI ist nur die jüngste in einer Reihe von unternehmensfeindlichen Maßnahmen, die Europa in den letzten Jahrzehnten ergriffen hat.

Chart 2



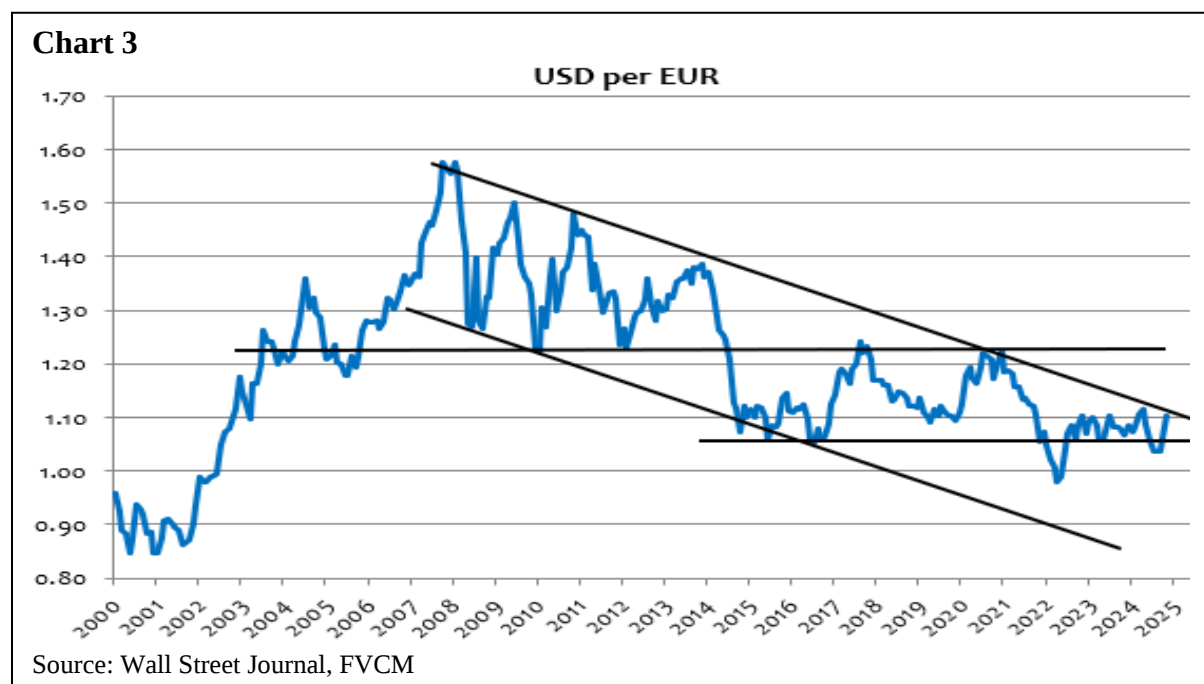
Source: Federal Reserve, The European Commission, The European Central Bank, FVCM

Der Aktienmarkt befindet sich in einer Korrekturphase, aber es scheint, dass es zu diesem Zeitpunkt strategisch falsch wäre, breit gefächert Aktien zu verkaufen. Die Aktienkurse erreichten Mitte Februar ihren Höchststand. Der Nasdaq 100, in dem die sogenannten Magnificent Seven und anderen großen Tech-Aktien stark gewichtet sind, befand sich am 10. März bereits im Korrekturbereich (d.h. er war um mehr als 10% gefallen). Mit Trumps Zollankündigung ist dieser Index nun um rund 16% gefallen. Der S&P 500 hat langsamer korrigiert und liegt etwa 11% unter dem Höchststand vom Februar. Es gibt leider keine wissenschaftlichen Grundlagen, die uns zeigen, wann die Aktienkurse den Boden erreicht haben und drehen werden, aber viele technische Indikatoren deuten darauf hin, dass ein Aufschwung bevorstehen könnte.

Die Stimmungsindikatoren sind sehr negativ geworden, was bedeutet, dass die Emotionen des Marktes übertrieben sind. Wenn man sich den Chart auf Seite 1 ansieht, nähern sich Momentum-Indikatoren wie der 14-Tage-RSI, der jetzt bei 33 liegt, einem Niveau von überzogenen Verkäufen (der Markt scheint also überverkauft).

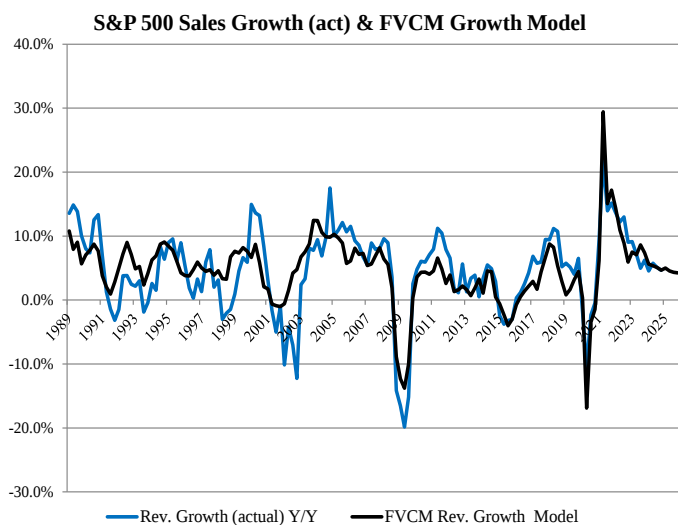
Noch wichtiger ist aber, dass es einige grundlegende positive Aspekte zu berücksichtigen gibt:

1. Trumps rasches Handeln zur Reduzierung der Staatsausgaben und Deregulierung wird erhebliche positive Auswirkungen auf den Bundeshaushalt und die Privatwirtschaft haben. Diese Faktoren dürften einen Teil des durch die Zölle verursachten Schadens abmildern.
2. Der Euro bei 1,11 erreicht in seinem langfristigen Abwärtstrend ein Widerstandsniveau und der Dollar könnte wieder an Stärke gewinnen (siehe Chart 3). Aus technischen und mathematischen Gründen war man sich einig, dass Trumps Zölle den Dollar aufwerten würden. Dies war in den letzten Tagen nicht der Fall, die Sorge bestand, dass die Zölle zu einer Verlangsamung des Wachstums führen könnten.



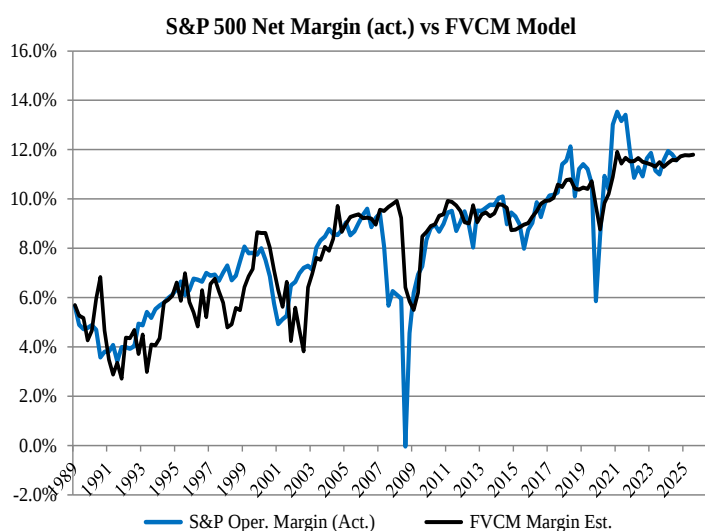
3. Die Konsensprognose für das reale BIP-Wachstum liegt immer noch nahe 2%. Allerdings sollte das reale BIP-Wachstum im Jahr 2025 nicht mehr als 1,5 %betragen (nach 2,8% im Jahr 2024). Hinweis: Unsere Modelle gehen von einem nominalen BIP-Wachstum von 4,7% für 2025 aus - im Vergleich zu 5,3% für 2024.
4. Wie in der folgenden Grafik dargestellt, wird auf der Grundlage unserer Erwartungen für das nominale BIP-Wachstum und eines relativ stabilen Wechselkurses für den S&P 500 ein moderater Umsatzanstieg von 4,5% im Jahr 2025 prognostiziert.
5. Der Anstieg der Nettogewinnspannen wird flacher. Unsere Modelle deuten darauf hin, dass 2025 die operativen Gewinne des S&P 500 um 4,9% bzw. die GAAP-Gewinne um 5,5% steigen werden. In unserem Prognose-Modell sind die neuen Zölle jedoch nicht berücksichtigt. Deshalb sehen wir das Risiko, dass die Gewinne im Jahr 2025 tatsächlich zwischen Stagnation und -5% liegen könnten.
6. Der S&P 500, der in etwa mit dem 23-fachen der erwarteten Gewinne für 2025 gehandelt wird, ist hoch bewertet. Allerdings sollte man nicht vergessen, dass die USA sich in einem epochalen Wandel und steigender Produktivität befinden. Das Wachstum könnte sich 2026 wieder beschleunigen, nachdem der Übergang zur Trump Administration abgeschlossen ist. Wir konzentrieren uns auf Aktien, die angemessen bewertet sind und halten an diesen fest. Die etwas höheren Cash-Reserven werden wir aber voraussichtlich noch nicht sofort investieren, aber wir sehen die günstigeren Kurse als Chance manche Aktien zu kaufen, die bisher zu teuer waren.

Chart 4



Source: S&P Global, FVCM

Chart 5



Source: S&P Global, FVCM

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass Trumps Zollpolitik, so wie wir sie jetzt verstehen, schlimmer als erwartet und ein erheblicher negativer Faktor sowohl für das US-amerikanische als auch für das globale Wachstum ist. Es besteht aber die Möglichkeit, dass die meisten US-Handelspartner konstruktiv reagieren, und der impulsive Herr Trump einige dieser Maßnahmen bald rückgängig machen könnte. Aktieninvestitionen sind nie einfach, da Anleger dazu tendieren, zu verkaufen, nachdem negative Faktoren bekannt geworden sind, und dann kann es leicht sein, dass man von einem sich erholenden Markt überrascht wird. Wie es momentan aussieht, macht es Sinn etwas zu warten, bis sich der Rauch verzogen hat. Und man sollte auch nicht vergessen, dass die USA ein großer und attraktiver Markt für langfristige Aktieninvestoren sind. Niedrigere Aktienkurse machen Aktienkäufe attraktiver. Das Timing ist nie perfekt, aber es liegen durchaus Chancen vor uns.

Unsere Einschätzungen basieren auf öffentlichen Informationen, die wir als zuverlässig erachten, für deren Vollständigkeit und Genauigkeit wir jedoch keine Garantie und Verantwortung übernehmen. Wir behalten uns vor, unsere hier geäußerte Meinung jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Die hier dargestellten Anlagemöglichkeiten können Preis- und Wertschwankungen unterliegen, und Investoren erhalten gegebenenfalls weniger zurück, als sie investiert haben. Wechselkursschwankungen können sich negativ auf den Wert der Anlage auswirken. Die Kurs- und Wertentwicklung in der Vergangenheit sollte nicht als Maßstab oder Garantie für die zukünftige Wertentwicklung genommen werden, und eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt. Insbesondere sind die Risiken, die mit einer Anlage in das in diesem Report behandelte Finanzinstrument oder Wertpapier verbunden sind, nicht vollumfänglich dargestellt. Da dieser Report ohne Gewähr ist und es sich um eine Momentaufnahme handelt, stellt dieser keine Anlageberatung dar. Investoren müssen selbst entscheiden, ob eine Anlage in den erwähnten Finanzinstrumenten aufgrund der involvierten Chancen und Risiken für sie sinnvoll ist. Anleger sollten ebenfalls ihre eigene Anlagestrategie, die finanzielle, rechtliche und steuerliche Situation mitberücksichtigen. Investoren werden aufgefordert, ihren Anlageberater für eine individuelle Beratung und weitere individuelle Erklärungen zu kontaktieren. Die hier enthaltenen Informationen können in die Zukunft gerichtete Aussagen im Sinne der US-Bundeswertpapiergesetze („forward-looking statements“) enthalten, die signifikanten Risiken und Unsicherheiten unterliegen. Alle in die Zukunft gerichteten Aussagen, die in diesem Bericht enthalten sind, unterliegen vollumfänglich diesem Vorbehalt. F&V Capital Management, LLC oder einer ihrer Geschäftsführer, Partner oder Angestellten können bezüglich der hier erörterten Wertpapiere Positionen halten und die betreffenden Wertpapiere kaufen oder verkaufen.