

Weit sicht

Vol. 02

3	Editorial	12	Marktmeinung Einschätzung des Wirtschaftswachstums (BIP, Inflation)
4	Konjunktur Handelskonflikt 2.0 – „lessons learned“	13	Marktmeinung Einschätzung der Konjunkturdynamik
6	Aktien Aufholjagd an Europas Börsen	14	Marktmeinung Zins- und Währungsausblick
8	Anleihen US-Regierung will Zinsen senken	15	Marktmeinung Einschätzung der Aktien- und Rohstoff- segmente
10	Rohstoffe Gold nimmt 3.000 USD/Unze ins Visier	17	Strategien Kapitalmarktview – Positionierung
11	Basisszenario Entwicklung des wirtschaftlichen Umfelds in den nächsten drei bis sechs Monaten	19	Erläuterungen
		21	Rechtliche Hinweise
		22	Impressum

Hinweis

Die in dieser Publikation verwendeten Fach- und Finanzbegriffe werden in den Erläuterungen ab Seite 19 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,

Zölle bleiben eine wichtige Agenda in der US-Außenhandelspolitik. Dabei scheint sich Trumps Fokus aber etwas verändert zu haben. Zwar ist es ihm weiterhin ein wichtiges Anliegen, das US-Handelsbilanzdefizit zu verringern, er spricht in seinen Reden aber vermehrt davon, dass die USA ihre Einnahmen erhöhen und die nationale Sicherheit gewährleisten müssen. Für beide Agenden scheinen ihm Zölle der richtige Ansatz zu sein.

Auf den ersten Blick scheint es auch, als würde die protektionistische US-Handelspolitik den USA lediglich Vorteile bringen, wohingegen ihre Handelspartner Zugeständnisse machen müssen. Langfristig können Zölle aber die Inflation und das Zinsniveau erhöhen und gehen damit auch mit einem erheblichen Risiko für die US-Wirtschaft einher. Welche Maßnahmen die Regierung nun plant, um die langfristigen Zinsen tief zu halten, und warum wir dies in der BTV als schwer machbar beurteilen, lesen Sie im Kapitel Anleihen.

Von der Zollthematik relativ unbeeindruckt zeigten sich bisher hingegen die europäischen Aktienmärkte. Nach der Underperformance im vergangenen Jahr haben diese seit Jahresanfang gegenüber den US-Märkten deutlich aufgeholt. Woran das liegt und ob diese Rallye unserer Einschätzung nach von Dauer ist, lesen Sie im Kapitel Aktien.

Außerdem finden Sie im BTV ANLAGEKOMPASS 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

Handelskonflikt 2.0 – „lessons learned“

Auch in der zweiten Amtszeit von US-Präsident Donald Trump steht die Handelspolitik im Fokus und bedeutet eine hohe Unsicherheit für zahlreiche Handelspartner der USA. Trumps Vorgehen scheint sich im Vergleich zu seiner ersten Amtszeit allerdings verändert zu haben. Unsere Schlüsse daraus lesen Sie im folgenden Artikel.

Veränderter Fokus in US-Handelspolitik

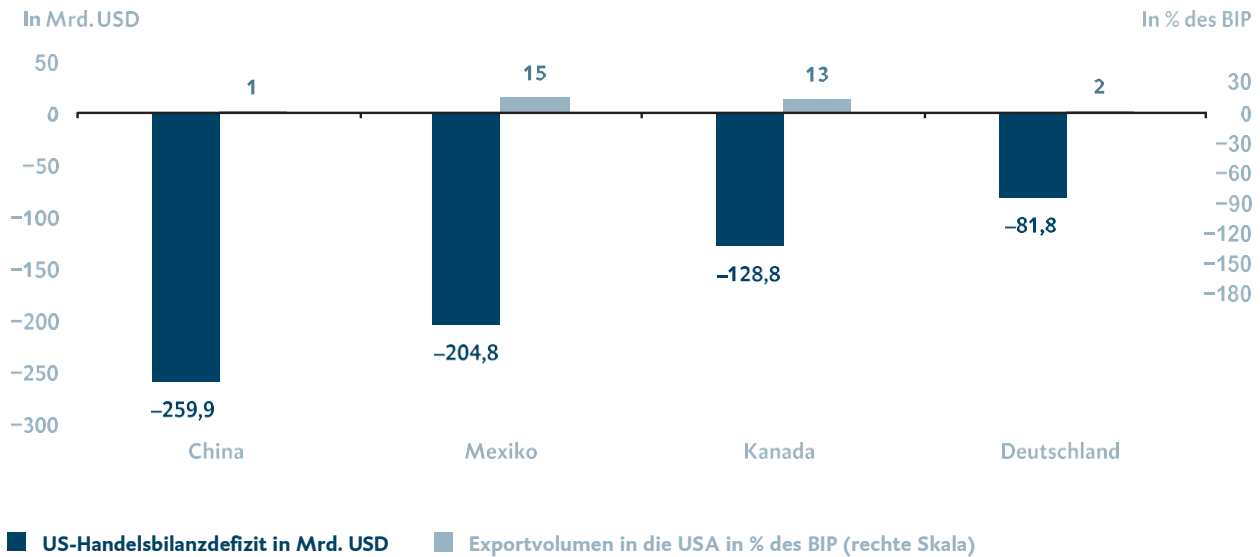
US-Präsident Donald Trump scheint in seiner zweiten Amtszeit in Sachen Handelspolitik nicht nur schneller, sondern auch aggressiver und strukturierter vorzugehen als während seiner ersten von 2017 bis 2021. Bereits nach seinen ersten 30 Tagen im Amt wurden US-Importzölle beschlossen, zahlreiche weitere angekündigt und schon erste „Deals“ ausverhandelt. Dabei scheinen sich Trumps Schwerpunkte in Sachen Handelspolitik verändert zu haben.

Für mich ist das schönste Wort im Wörterbuch der Zoll, und es ist mein Lieblingswort.

Donald Trump

1. Erhöhung der Zolleinnahmen: Trump hat es vor allem auf die Erhöhung der Zolleinnahmen abgesehen, mit denen er die steigenden Staatsausgaben finanzieren möchte. Aus diesem Grund hat sich Trump zuerst Handelspartnern gewidmet, deren Exportvolumen in die USA besonders groß ist, gegenüber denen die USA aber nicht unbedingt das höchste Handelsbilanzdefizit aufweisen. Wie in der Grafik ersichtlich, trifft dies auf Mexiko und Kanada zu. Zusätzlich dazu zeigen sich sowohl Mexiko mit 16 % des BIP als auch Kanada mit 14 % des BIP stark abhängig von US-Güterexporten. Bedingt durch diese hohe Abhängigkeit konnten in bilateralen Verhandlungen bereits erste Zugeständnisse erzielt werden, was der US-Bevölkerung als Erfolg der US-Regierung präsentiert werden kann.
2. Nationale Sicherheit im Vordergrund: Die nationale Sicherheit steht mehr denn je im Mittelpunkt. Eine strengere Immigrationspolitik sowie das Bekämpfen der Drogenproblematik standen in den Verhandlungen mit Mexiko, Kanada und Kolumbien im Fokus. Eine hohe Abhängigkeit vom Ausland ist durch die Importe aus China (Elektronik, Arzneimittel) oder der EU (Autos) gegeben.
3. Reduktion des Handelsbilanzdefizits: Seit 2018 hat sich das US-Handelsbilanzdefizit sogar vergrößert. Gegenüber China hat sich zwar kaum verändert, dafür ist es gegenüber Südostasien, Korea, der EU und Mexiko angestiegen. Das hohe Defizit in gewissen Sektoren wie beispielsweise dem Technologiesektor oder dem Pharmabereich, aber auch in der Automobilbranche ist Trump ebenfalls ein Dorn im Auge.
4. Reindustrialisierung der USA: Die Reindustrialisierung der USA scheint zuletzt an Priorität eingebüßt zu haben und wird eher über das Argument der Stärkung der nationalen Sicherheit gespielt.

Mexiko und Kanada mit der größten Abhängigkeit von US-Exporten



Quelle: Bloomberg; Stand 25.02.2025

Daher ist davon auszugehen, dass Trump in Sachen Handelspolitik hartnäckig bleiben und seine Handelspartner durch das Androhen von Zöllen auch weiterhin an den Verhandlungstisch zwingen wird. Damit schlägt er zwei Fliegen mit einer Klappe: Wenn Importzölle verhängt werden, erhöhen sich damit auch die US-Staatseinnahmen. Werden Importzölle zurückgezogen, konnten US-Interessen durchgesetzt werden.

Längerfristige Auswirkungen auch für USA negativ

Auf den ersten Blick sieht es damit so aus, als würde die protektionistische US-Handelspolitik den USA lediglich Vorteile bringen, wohingegen ihre Handelspartner Zugeständnisse

machen sowie Wachstumseinbußen hinnehmen müssen. Ganz so rosig sieht es allerdings auch für die USA nicht aus. Das Einführen von Importzöllen lässt vor allem im Jahr des Beschlusses die US-Inflationsrisiken ansteigen, was wiederum ein höheres US-Leitzinsniveau nach sich zieht, worunter die Wirtschaftsaktivität leidet. Die generelle Unsicherheit hinsichtlich der US-Handelspolitik lässt die Investitionstätigkeit internationaler Konzerne zurückgehen und drückt auf das Geschäftsklima. Wirtschaftliche Verflechtungen mit den USA werden folglich stärker abgebaut, was zu einer Veränderung der aktuellen Handelsstränge und des internationalen Machtgefüges führen kann.

Aufholjagd an Europas Börsen

In den ersten zwei Monaten des Jahres legten europäische Aktien mit einem Plus von über 10 % eine starke Performance aufs Parkett. Nach der Underperformance gegenüber den USA im vergangenen Jahr stellt sich nun die Frage, ob die Aufholjagd Europas von Dauer ist und wie sie begründet wird.

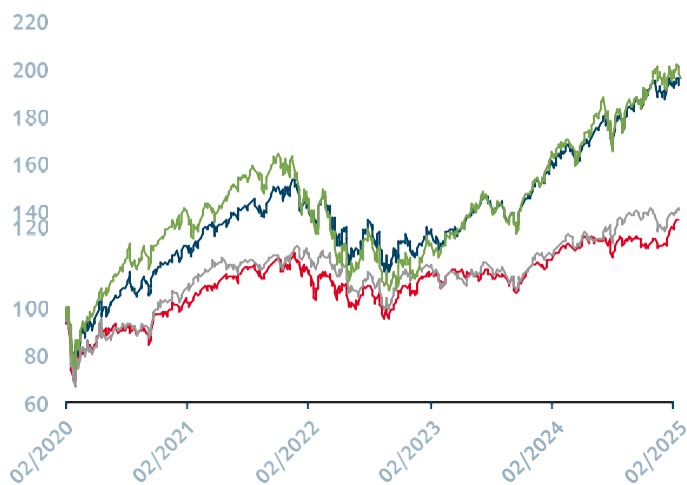
Die Karten werden neu gemischt in 2025

Die Rallye, die US-Titel und insbesondere der Tech-Sektor im vergangenen Jahr hingelegt haben, bleibt den Investor*innen in Erinnerung. Im neuen Jahr scheint sich der Wind allerdings gedreht zu haben. Wie in der Grafik ersichtlich, hat der breite europäische Markt (STOXX 600) den US-Markt (S&P 500) in diesem Jahr bereits überholt. Außerdem zeigt sich bei der

Betrachtung des globalen Aktienmarktes (MSCI World), dass sich das Value-Segment 2025 besser entwickeln konnte als Growth-Titel. Das wirft Fragen auf, bedenkt man, dass die Wachstumsaussichten der Eurozone deutlich unterhalb der USA liegen und für den US-Tech-Sektor 2025 weiterhin zweistellige Gewinnwachstumsraten erwartet werden. Was hat die jüngste Entwicklung demnach zu bedeuten?

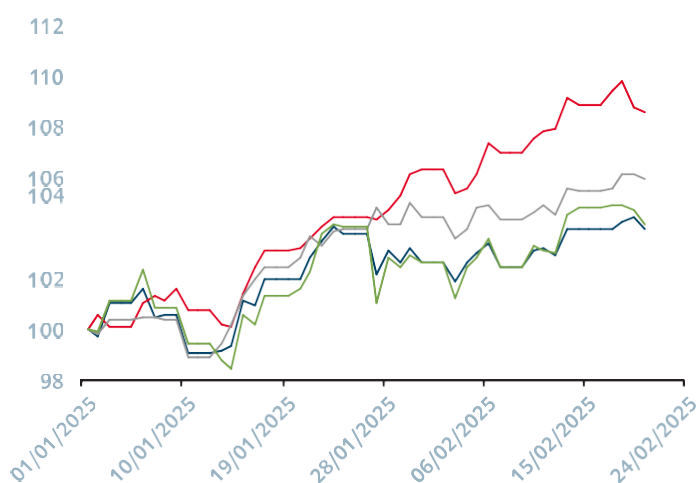
Europa und Value-Titel holen 2025 auf

Indexiert



— S&P 500 Index in USD — STOXX 600 Index — MSCI World Value Index in USD — MSCI World Growth Index in USD

Indexiert



Quelle: Bloomberg; Stand 25.02.2025

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.

Allgemein gesprochen denke ich, dass effizienz- steigernde Innovationen etwas Gutes sind.

Tim Cook, CEO von Apple

1. Extreme Erwartungen werden zurückgenommen: Sehr positive Erwartungen an den US-Markt sowie negative Erwartungen an den europäischen Markt haben sich relativiert. Die Gewinnwachstumserwartungen an die beiden Regionen haben sich angenähert, auch wenn die USA weiterhin die Nase vorn haben.
2. EZB-Zinssenkungen erwartet: Auch wenn sich die Konjunkturerwartungen in der Eurozone zuletzt nicht verbessert haben, dürften die anstehenden Zinssenkungen durch die EZB unterstützen. Aktuell werden am Markt drei weitere Zinsschritte im Umfang von 25 Basispunkten eingepreist. Ein tieferes Zinsniveau senkt die Finanzierungskosten und erhöht den aktuellen Wert zukünftiger Unternehmensgewinne, wodurch der prognostizierte faire Aktienkurs ansteigt.
3. Außerordentliches Wachstum im US-Technologiesektor geht zurück: Das Gewinnwachstum im US-Technologiesektor wird in Relation zum US-Gesamtmarkt weiterhin höher ausfallen, der Vorsprung dürfte aber deutlich abnehmen. Da der europäische Markt prozentuell mehr Value-Titel beinhaltet als der US-Markt, profitiert Europa von der Aufholbewegung des Value-Segments.
4. KI-Hype in den USA angekratzt: Das chinesische KI-Start-up DeepSeek hat durch seinen Überraschungserfolg Ende Januar einen Rücksetzer bei US-Tech-Aktien ausgelöst. Die in kürzester Zeit von DeepSeek entwickelten kostengünstigen KI-Modelle mit einer enormen Leistung sorgten für Aufsehen und stellten die hohen Investitionssummen der großen US-Tech-Konzerne infrage. Erwähnt werden muss allerdings, dass die Voraussetzungen, unter denen DeepSeek diesen Erfolg erzielen konnte, noch nicht vollständig geklärt sind (z. B. Gesamtkosten für Entwicklung des Modells und Verbesserung der Leistungsstärke). Allgemein gesprochen sollten ein stärkerer Wettbewerb und vermehrte Innovationen die Technologie aber vorantreiben und sind positiv zu bewerten.
5. Hoffnung auf Waffenstillstand zwischen Russland und der Ukraine: Die Hoffnung auf einen Waffenstillstand führt zu einer verbesserten Stimmung für den europäischen Markt. Ein mögliches Aufweichen der Sanktionen gegen Russland könnte auch den Energiesektor betreffen, wodurch Öl- und Gaspreise für Europas Industrie wieder sinken und damit die Wettbewerbsfähigkeit verbessern würden. Durch einen möglichen Wiederaufbau der Ukraine würden außerdem Unternehmen mit einer hohen Abhängigkeit von Osteuropa profitieren. Die tatsächliche Entwicklung im Konflikt bleibt jedoch weiterhin unklar.

In der BTV gehen wir davon aus, dass die Kurszuwächse am globalen Aktienmarkt 2025 auf breiterer Basis erfolgen werden und die Konzentration auf einzelne Regionen bzw. Sektoren zurückgeht. Die Aufholbewegung europäischer Aktien sowie von Value-Titeln sollte sich damit noch etwas fortsetzen können. Dennoch bleibt unser Ausblick sowohl für US-Aktien als auch für den Tech-Sektor positiv. Unabhängig von Region oder Segment ist es wichtig, die Qualität der Unternehmen im Auge zu behalten, also auf ein solides Businessmodell, stabile Margen und Cashflows sowie eine geringe Verschuldung zu achten.

US-Regierung will Zinsen senken

Die US-Notenbank kann mit Zinssenkungen nur die kurzfristigen Zinsen beeinflussen. Die US-Regierung hat nun einen Plan vorgestellt, wie auch die langfristigen Zinsen gesenkt werden können. Doch ist dies mit der angestrebten Zollpolitik vereinbar?

Trump doch zufrieden mit Fed-Politik?

US-Präsident Trump ist dafür bekannt, mit der Geldpolitik der US-Notenbank Fed nicht immer einverstanden zu sein. Zu hoch sei der Leitzins und zu gerne würde er Druck auf die unabhängige Fed und deren Präsidenten Powell ausüben, diesen zu senken. Der neue US-Finanzminister Scott Bessent ließ allerdings in seiner Rede Anfang Februar ganz andere Töne verlauten. Demnach sei die Regierung unter Präsident Donald Trump zufrieden mit der Entscheidung der Fed, die Zinsen im Januar nicht weiter zu senken. Vielmehr konzentrierte man sich in der Regierung nun darauf, die langfristigen Zinsen zu drücken. Darauf hat die Fed mit der Veränderung ihres Leitzinses kaum Einfluss, steuern kann sie nur die kurzfristigen Zinsen. Was also ist der Plan des Finanzministeriums?

Die Drei-Pfeile-Strategie

Finanzminister Bessent erklärte, das Ziel niedrigerer langfristiger Zinsen mit der sogenannten Drei-Pfeile-Strategie erreichen zu wollen. Diese umfasst die folgenden drei Maßnahmen:

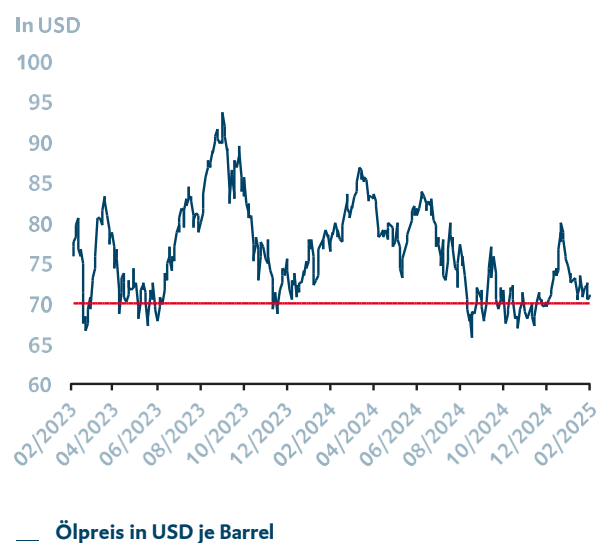
1. Nichtinflationäres Wirtschaftswachstum von 3 %
2. Erhöhung der inländischen Energieproduktion
3. Senkung des Haushaltsdefizits auf 3 % des BIP

Mit Punkt 2 soll durch eine höhere Produktion erreicht werden, dass die Energiepreise sinken, was sich deflationär auswirken und damit niedrigere Zinsen zur Folge haben sollte. Das Problem dabei ist, dass bei einem zu niedrigen Preis die Motivation der produzierenden Energieunternehmen sinkt, ihre Absatzmengen zu erhöhen. Vor allem dann, wenn für eine höhere Produktion neue Ölfelder erschlossen werden müssen. Der Break-even-Preis, bei dem zumindest kostendeckend produziert werden kann, dürfte in diesem Fall bei knapp 70 US-Dollar pro Barrel liegen.

Seit Jahresbeginn liegt der Preis aber ohnehin nur knapp darüber (siehe Grafik), womit nicht viel Spielraum für eine Ausweitung der Produktion bei einem gleichzeitig niedrigeren Ölpreis gegeben sein dürfte.

Und Punkt 3 dürfte angesichts des aktuellen Defizits von 7 % des BIP noch schwerer zu erreichen sein. Vor allem vor dem Hintergrund, dass durch die geplanten Steuersenkungen die Einnahmen sinken werden. Will man dem entgegenwirken und auch die Ausgaben senken, geht dies zulasten des Wirtschaftswachstums – womit Punkt 1 wiederum schwer zu erreichen sein wird.

Amerikanisches Öl: Preis unter 70 USD nicht kostendeckend



Quelle: BTV; Stand 25.02.2025

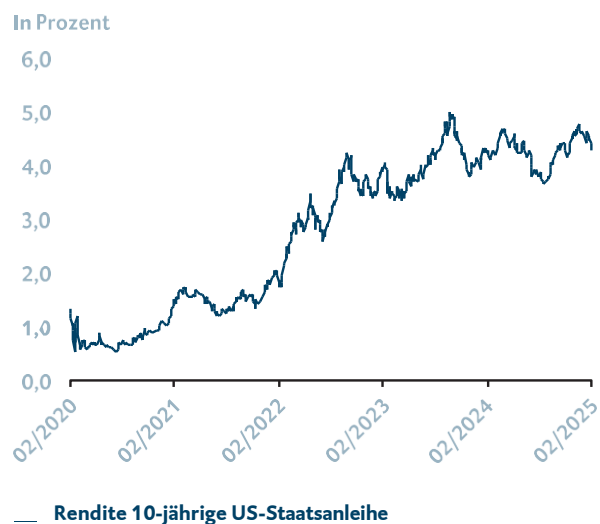
Niedrigere Zinsen trotz höherer Zölle?

Neben fehlender Details zur Drei-Pfeile-Strategie scheint aber ein wesentlicher Punkt noch völlig unverständlich: nämlich wie sich Trumps Zollpolitik mit dem Ziel, die Zinsen zu senken, vereinbaren lassen soll. Zölle erhöhen die Importkosten, was – selbst wenn die Unternehmen diese nicht vollständig an die Verbraucher*innen weitergeben – sich in höheren Preisen niederschlagen wird. Damit dürfte zwangsläufig die Inflation ansteigen, was zu höheren Zinsen führt. Allerdings hat eine Analyse der Investmentbank Goldman Sachs gezeigt, dass dies nicht unbedingt der Fall sein muss. Im Zuge dieser wurden sieben Zollmaßnahmen bzw. -ankündigungen zwischen Mai und Dezember 2019 während des letzten Handelskonflikts zwischen den USA und China untersucht, und man ist zu einem doch recht erstaunlichen Ergebnis gekommen:

Die Auswirkungen des letzten Handelskonflikts

Dass sich die Risikoaufschläge bei US-Unternehmensanleihen konstant erhöhten, wann immer Zölle in diesem Zeitraum erhöht oder angekündigt wurden, lässt sich mit der generellen Unsicherheit am Markt erklären. Allerdings verlief die Bewegung der Rendite für zehnjährige US-Staatsanleihen in Verbindung mit Änderungen der Zollpolitik in die entgegengesetzte Richtung. Die Renditen scheinen also zu sinken, wenn Zölle verhängt werden, und zu steigen, wenn diese wieder zurückgenommen oder verschoben werden. In Zeiten wirtschaftlicher Unsicherheit bzw. eines potenziell schwächeren Wirtschaftswachstums – selbst wenn die Quelle dieser Risiken die USA selbst sind – scheinen Zölle also die Nachfrage nach US-Staatsanleihen als „sicherem Hafen“ zu erhöhen. Und diese höhere Nachfrage senkt die Renditen.

Rendite zehnjährige US-Staatsanleihe



Quelle: Bloomberg; Stand 26.02.2025

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.

Aktuelles Wirtschaftsumfeld unterscheidet sich

Kritisch zu hinterfragen ist jedoch die Menge an Beobachtungen, anhand derer diese Erkenntnisse gewonnen wurden. Zwar lässt sich der Handelskonflikt 2019 durchaus mit dem aktuellen vergleichen, dennoch gibt es einen gravierenden Unterschied: Die Inflation war in den USA 2019 deutlich niedriger, was der Fed Spielraum für Zinssenkungen verschafft hat. Insgesamt drei Mal wurde der Leitzins damals gesenkt, während bis Ende dieses Jahres nur ein Schritt erwartet wird. Zu robust ist die Wirtschaft und zu hoch sind die Inflationsrisiken. Außerdem wurde die Reaktion der Rendite von Goldman Sachs nur in einem kurzen Zeitraum nach den jeweiligen Zollmaßnahmen/-ankündigungen beobachtet. Mittel- bis langfristig dürften sich Zölle in einem Anstieg der Inflation und damit in einem höheren Zinsniveau niederschlagen.

Gold nimmt 3.000 USD/Unze ins Visier

Auch in diesem Jahr kennt die Goldpreisentwicklung nur eine Richtung, und zwar nach oben. Mit einem neuen Allzeithoch von über 2.900 US-Dollar pro Unze nimmt Gold nun Kurs auf die 3.000-US-Dollar-Marke. Warum unser Goldausblick in der BTV weiterhin positiv bleibt, lesen Sie nachfolgend.

Hohe physische Goldnachfrage treibt Preis

Nach einem beeindruckenden Vorjahr hält die Goldpreisrallye auch im neuen Jahr an und ein Allzeithoch reiht sich an das nächste (siehe Grafik). In den letzten Wochen hat insbesondere die Sorge vor universellen US-Importzöllen den Preisanstieg weiter befeuert. Vor allem US-Börsenhändler wollen sichergehen, indem sie noch vor Einführung möglicher US-Importzölle große Mengen physisches Gold aus Großbritannien in die USA importieren. Die Auswirkung dieser Dynamik lässt sich an den Märkten gut beobachten. So sind der Kassakurs für Gold an der Londoner LME-Börse (London Metall Exchange) ebenso wie die Kosten für dessen Transport, Lagerung und Versicherung spürbar angestiegen. Aufgrund der hohen Nachfrage aus den USA sank die Verfügbarkeit physischen Goldes in London, weshalb sich die Lieferzeiten auf mehrere Wochen ausdehnten.

Auch wenn es sich bei den physischen US-Goldkäufen um vorgezogene Käufe in Anbetracht möglicher US-Importzölle handelt, sehen wir in der BTV das Rückschlagspotenzial für Gold als begrenzt an. Aktuell gibt es keine Anzeichen dafür, dass sich die Nachfrage nach physischem Gold abschwächen wird. Im Allgemeinen sollten die Konjunkturschwäche in Europa und China, Inflationsrisiken in den USA, geopolitische Turbulenzen sowie Unsicherheiten rund um die US-Handelspolitik die Investoren- und die Zentralbanknachfrage hoch halten. Es hat sich bereits im vergangenen Jahr herausgestellt, dass sich asiatische Käufer*innen sowie die globalen Zentralbanken (v. a. die chinesische Zentralbank und osteuropäische Zentralbanken) relativ wenig preissensitiv zeigen und ihre Goldbestände trotz des hohen Preisniveaus weiter aufstocken.

Nach BTV Einschätzung werden sich die Bestrebungen globaler Zentralbanken, sich stärker vom US-Dollar zu entkoppeln und Goldreserven aufzubauen, in den nächsten Jahren fortsetzen. Dafür sprechen der US-Protektionismus, die verstärkte Divergenz zwischen demokratischen Staaten und autokratischen Regimen sowie Sorgen vor einer weiter steigenden US-Staatsverschuldung.

In der BTV bleiben wir daher unserem positiven Goldausblick treu und in den BTV Asset-Management-Mandaten bleibt das Goldinvestment unverändert bestehen.

Gold: Ein Allzeithoch jagt das nächste



Quelle: Bloomberg; Stand 25.02.2025

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

- USA mit höherem Wachstum im Vergleich zur Eurozone aufgrund der deutschen Industriekrise deutlich schwächer
- 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

Einschätzung des Wirtschaftswachstums (BIP, Inflation)

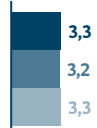


Die Wachstumsdynamik der Weltwirtschaft hat zuletzt an Schwung verloren. Als großer Unsicherheitsfaktor gilt die US-Politik, vor allem die Handelspolitik, unter Donald Trump. Konjunkturrisiken bleiben vorhanden, expansive fiskalpolitische Maßnahmen könnten in den kommenden Monaten aber für Unterstützung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

2023

2024 (E)¹

2025 (E)

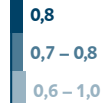


Die Wirtschaftsleistung der Eurozone pendelt sich auf niedrigem Niveau ein. Ein stärkerer Zusammenhalt in der EU durch aggressive US-Politik als Chance.

2023

2024 (E)

2025 (E)

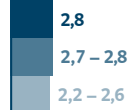


Eine unklare Richtung in der US-Politik führt zu Verunsicherung der Unternehmen und Konsument*innen. Es wird eine abnehmende Wirtschaftsdynamik erwartet.

2023

2024 (E)

2025 (E)

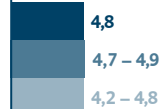


Chinas Wirtschaftswachstum dürfte sich weiterhin abkühlen. Das Reich der Mitte leidet unter den Problemen am Immobilienmarkt, einem schwachen Konsum und der US-Handelspolitik.

2023

2024 (E)

2025 (E)



Quellen: Bloomberg (vergangenheitsbezogene Daten), BTV (Schätzung); Stand 05.03.2025. Die BIP-Prognosen werden in den Grafiken in Prozent angegeben.

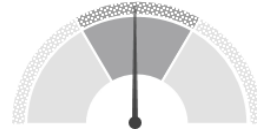
¹ Die Prognosen wurden unter Berücksichtigung des Basisszenarios und der dazugehörigen Positiv- und Negativszenarien erstellt (siehe Seite 11).

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.

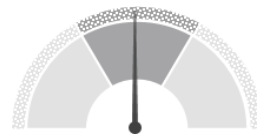
Einschätzung der Konjunkturdynamik¹



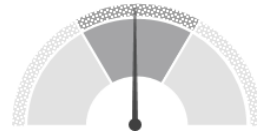
Die Verflechtungen mit Deutschlands Industrie belasten, der Tourismus unterstützt. Ein ausgelasteter Arbeitsmarkt unterstützt Konsum und Investitionen. Mögliche Einsparungen im Staatshaushalt würden belasten.



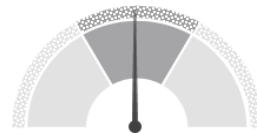
Bei der deutschen Industrietätigkeit zeigt sich eine Bodenbildung. Die Handelszölle zwischen der EU und USA/China gelten als Risikofaktoren. Staatliche Investitionen können positive Impulse liefern.



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 05.03.2025

¹ Die Prognosen wurden unter Berücksichtigung des Basisszenarios und der dazugehörigen Positiv- und Negativszenarien erstellt (siehe Seite 11).

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 von jeweils 25 Basispunkten im Januar und März noch weitere 50 Basispunkte erwartet. Die expansive geldpolitische Ausrichtung zielt darauf ab, die Wirtschaft zu stützen.

Datenpunkt	Zinsen		Schätzung (E) ¹	
	Dez. 2024	06.03.2025	3 Mte.	12 Mte.
3-Monatszinsen	2,71	2,51	2,00	2,00
10-jährige Staatsanleihe	2,37	2,85	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 bis drei 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	06.03.2025	3 Mte.	12 Mte.
3-Monatszinsen	4,31	4,29	4,10	3,85
10-jährige Staatsanleihe	4,57	4,28	4,50	4,50
EUR/USD-Wechselkurs	1,04	1,08	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	06.03.2025	3 Mte.	12 Mte.
3-Monatszinsen	0,84	0,49	0,40	0,25
10-jährige Staatsanleihe	0,33	0,67	0,60	0,60
EUR/CHF-Wechselkurs	0,94	0,96	0,94	0,94

Quellen: Bloomberg (vergangenheitsbezogene Daten), BTV (Schätzung); Stand 06.03.2025

¹ Die Prognosen wurden unter Berücksichtigung des Basisszenarios und der dazugehörigen Positiv- und Negativszenarien erstellt (siehe Seite 11).

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	05.03.2025	3 Monate	12 Monate
MSCI World (USD)	3.708	3.725	↗	↗
MSCI EM (USD)	1.075	1.093	→	→
Euro Stoxx 50 (EUR)	4.896	5.523	↗	↗
DAX (EUR)	19.909	23.116	↗	↗
ATX (EUR)	3.663	4.245	↗	↗
FTSE MIB (EUR)	34.186	38.589	↗	↗
SMI (CHF)	11.601	13.146	↗	↗
FTSE 100 (GBP)	8.173	8.829	↗	↗
S&P 500 (USD)	5.882	5.778	↗	↗
Nasdaq Comp. (USD)	19.311	18.285	↗	↗
Nikkei 225 (JPY)	39.895	37.418	↗	↗
Gold (USD)	2.625	2.917	↗	↗
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 05.03.2025

¹ Die Prognosen wurden unter Berücksichtigung des Basisszenarios und der dazugehörigen Positiv- und Negativszenarien erstellt (siehe Seite 11).

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.

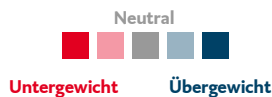
Ausgezeichnete Erfolge

Unser nachhaltiges Engagement wurde ausgezeichnet. Erstmals erhielt die BTV das „GREEN BRANDS“-Gütesiegel. Dieses wird an Unternehmen vergeben, die einen maßgeblichen Beitrag zum Schutz des Klimas, der Umwelt, der Natur, der Artenvielfalt sowie der Ressourcen leisten.



Kapitalmarktview – Positionierung









Aktien		
USA		Persistentes Wachstum, unterstützt durch Trumps „America First“-Politik und Deregulierung
Europa		Konjunkturausblick, erwartete Trump-Außenpolitik und politische Risiken belasten – stabile Kapitalrenditen unterstützen
Japan		Strukturreformen liefern weiterhin Anreize – relativ attraktive Bewertung
Sonstige Industriel.		Investment in Micro-Caps in Australien, Israel und Kanada
Emerging Markets		Auswirkungen der China-Stimulus-Maßnahmen weiterhin unsicher, regional starke Unterschiede in den Schwellenländern
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

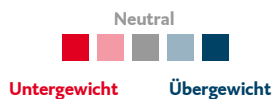


→ < Veränderung der Positionierung

Quelle: BTV; Stand Februar 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

Anleihen		
		Die Notenbanken werden die Leitzinsen datenabhängig weiter senken; wir sehen mehr Potenzial für Senkungen der EZB, die bis Mitte des Jahres die Zinsen in Richtung des neutralen Niveaus senken wird; aufgrund robuster Konjunkturdaten geht die Fed vorsichtiger vor; höhere Zölle durch Trump stellen hier ein Aufwärtsrisiko für die Inflation dar; bei den längerfristigen Zinsen sehen wir aktuell das Potenzial für Zinsrückgänge als begrenzt an; die Portfolioduration liegt derzeit bei knapp unter 6 Jahren
Duration		
Credit		
High Yield / EM		
		Rendite-Risiko-Überlegungen sprechen bei aktuellen Spreadniveaus gegen eine höhere Gewichtung des Segments; Spreadniveaus reflektieren bereits eine sehr positive künftige Erwartung; geringe Emissionstätigkeit bei EM-Unternehmen sorgt für technische Unterstützung; niedrige Spreadifferenz zu DM-Pendants entlohnt nicht für EM-Risiken (Geopolitik & chinesische Wachstumsschwäche)
Alternatives		
Gold		
		Gold bleibt durch (geo-)politische Unsicherheiten sowie die Aussicht auf sinkende Zinsen unterstützt; vor allem die starke Zentralbanknachfrage gilt weiterhin als struktureller Preistreiber
Rohstoffe		
		Zyklische Rohstoffe leiden unter dem schwächeren Nachfrageausblick, vor allem unter der schwächeren chinesischen Nachfrage und möglichen US-Zöllen gegen China; Rohöl kann als geopolitische Absicherung bzw. Inflationsabsicherung gesehen werden; aufgrund der hohen Förderkapazitäten sehen wir das Preispotenzial aber als begrenzt an; Industriemetalle sollten aufgrund des höheren Bedarfs langfristig unterstützt bleiben
Liquid Alternatives		
		Liquid Alternatives liefern konstante Erträge bei geringer Volatilität und fungieren als Portfoliostabilisator; in unseren nachhaltigen Varianten sind wir nicht in Liquid Alternatives investiert



→ < Veränderung der Positionierung

Quelle: BTV; Stand Februar 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.

Aktienpositionierung

Strategische Einordnung und Gewichtung von Aktien innerhalb eines Portfolios. Diese Positionierung kann neutral, untergewichtet oder übergewichtet sein, je nach Markteinschätzung und Anlagezielen.

Alternative Investments

Anlageformen, die nicht zu den Anlageklassen Aktien oder Anleihen gehören. Darunter fallen zum Beispiel Rohstoffe, Immobilien oder komplexe Finanzprodukte.

Asset-Allokation

(engl. Asset Allocation)

Die Verteilung des Vermögens auf verschiedene Anlageklassen (z. B. Anleihen, Aktien, Geldmarkt) und/oder verschiedene geografische Regionen.

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.

Cashflow

Der Cashflow (übersetzt aus dem Englischen: „Geldfluss“ oder „Kapitalfluss“) ist eine wirtschaftliche Messgröße, die den Nettozufluss liquider Mittel (= positiver Cashflow) bzw. den Nettoabfluss (= negativer Cashflow) während eines bestimmten Zeitraums, z. B. eines Geschäftsjahres, darstellt.

Deflation

Ist das Gegenteil von Inflation und beschreibt die Abnahme des Preisniveaus. Deflation wird für die wirtschaftliche Entwicklung als schlecht angesehen, da Deflation theoretisch dazu führt, dass Marktteilnehmer Investitionen und Konsum hinauszögern, da sie auf ein günstigeres Preisniveau warten.

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 eingeschränkter Marktzugang für ausländische Investoren sowie höhere Währungsschwankungen auszeichnet.

Expansive Geldpolitik/Notenbankpolitik

Damit ist die Ausweitung der verfügbaren Geldmenge durch die Zentralbank eines Landes gemeint. Dadurch können Geschäftsbanken leichter Kredite vergeben und die Kreditzinsen sinken aufgrund des höheren Angebots, sodass Unternehmen leichter investieren und Konsumenten leichter konsumieren können. Das heißt die Wirtschaftsleistung steigt tendenziell.

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.

Handelsüberschuss

Ein Handelsüberschuss liegt vor, wenn die Warenausfuhren eines Landes in einem bestimmten Zeitraum höher sind als die Wareneinfuhren.

Hochzinsanleihe (engl. High Yield Bond)

Eine Hochzinsanleihe wird von Emittenten mit schlechter Bonität emittiert, die zum Risikoausgleich 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).

Invertierung der Zinskurve

Umkehrung der Zinskurve. Für langfristige Anlagen werden weniger Zinsen bezahlt als für kurzfristige Anlagen.

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.

Outperformance

Man spricht von einer Outperformance, wenn eine Anlage eine höhere Rendite erzielt als der im Voraus definierte Vergleichsindex (= Benchmark).

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 „Portfeuille“: 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 Ertragseinnahmen 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.

Risikoaufschlag/Risikoprämie/ Spread

Renditedifferenz einer Anleihe mit Kreditrisiko im Vergleich zu einer lauffzeitkonformen risikolosen Anleihe.

Underperformance

(siehe Performance/ Wertentwicklung)

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.

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.

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/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 Schweninger, MSc, CPM
T +43 505 333 – 1134
E verena.schweninger@btv.at

Redaktionsschluss

Diese Ausgabe wurde am 07.03.2025
redaktionell abgeschlossen.

Konzept

Sarah Nawroth
Marketing und Kommunikation

Gestaltung

Sägenvier DesignKommunikation

Ausgabe: Vol. 02, 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