

Kapitalmarktbericht USA

Nr. 6: Trump gibt den Märkten neue Impulse



Konjunktur und Geldpolitik: Die US-Präsidentenwahl von diesem Dienstag wurde klar und eindeutig von Donald Trump gewonnen, der nach seiner Amtseinführung im Januar 2025 versuchen wird, seine wirtschaftspolitischen Vorstellungen mit Hilfe des nun republikanisch dominierten Kongresses umzusetzen. Seine Pläne sind überwiegend inflationstreibend, weshalb sich der Spielraum für die Notenbank für weitere Leitzinssenkungen verringert. Im Dezember ist aber zunächst ein erneuter Zinsschritt nach unten um 25 Basispunkte wahrscheinlich.

Rentenmarkt: Die vermutlich noch stärker als bislang steigenden Staatsschulden sowie der inflationäre Aspekt von Trumps Politik sorgten in den letzten Wochen für einen Wiederanstieg der Renditen. Kurzfristig ist eine Gegenbewegung nach unten wahrscheinlich, zumal der Zinssenkungszyklus der Fed noch nicht abgeschlossen ist.

Aktienmarkt: Der Wahlausgang sorgte für Euphorie an den Aktienmärkten. Alle Indizes erreichten neue Allzeithöchststände, womit gleichzeitig der Beginn einer Jahresendrallye eingeläutet worden sein dürfte. Am Markt wird jedoch selektiv vorgegangen, denn die ohnehin schon teuren Technologieaktien legten ebenso wie prozyklische Unternehmen weiter zu, während eher defensive Titel, beispielsweise aus der Konsumgüterbranche, weniger gefragt waren.

8. September 2024

- Dr. Torsten Gruber
- Dr. Thorsten Proettel
- Bernhard Spitz

Konjunktur und Geldpolitik

Entgegen den sehr knappen Umfragewerten zur US-amerikanischen Präsidentschaftswahl fiel das Ergebnis überraschend eindeutig aus, und es stand auch schnell zur Verfügung. Aufgrund von Donald Trumps hervorragendem Abschneiden in den sogenannten Swing States an der Ostküste der USA war bereits am Mittwochvormittag nach der Wahl klar, dass der 45. Präsident auch der 47. Präsident werden wird. Trump kann demnach nicht nur über die Mehrheit der Wähler für sich verbuchen, sondern im Gegensatz zum Wahlkampf von 2016 gegen Hillary Clinton auch die absolute Mehrheit der landesweit abgegebenen Wählerstimmen. Darüber hinaus gewann seine republikanische Partei die Mehrheit im 100-köpfigen Senat, denn dort kommt sie zukünftig auf 52 Mitglieder, und außerdem zeichnet sich auch eine Mehrheit im Repräsentantenhaus ab, für das noch nicht alle Stimmen ausgezählt wurden. Die politische Wechselstimmung nach der gut dreieinhalb Jahre währenden Amtszeit von Joe Biden ist demnach tief ausgeprägt. Trump wird vor diesem Hintergrund weitgehende Handlungsfreiheit haben, um seine wirtschaftspolitischen Vorstellungen umsetzen zu können.

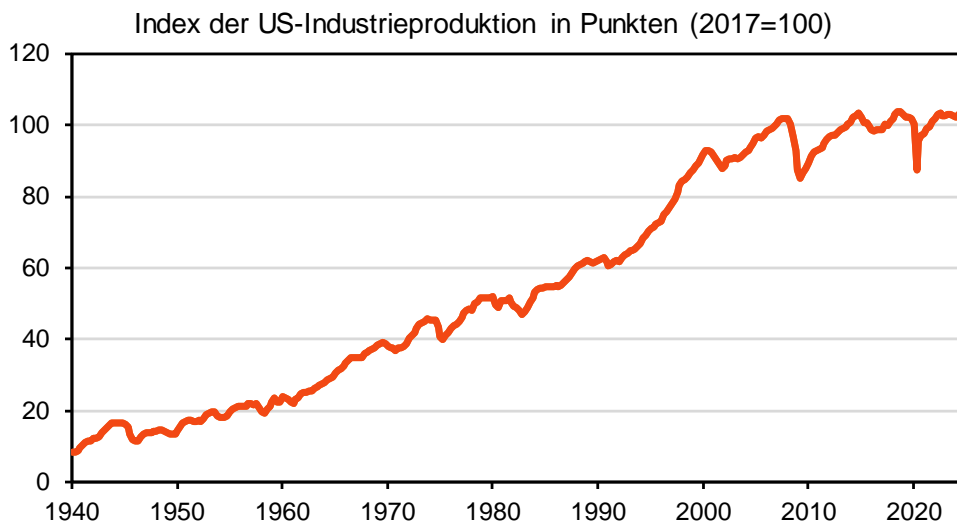
Der oberste Leitsatz von Donald Trump lautet wie bereits in seiner ersten Amtszeit „MAGA - Make America Great Again“, womit sinngemäß eine Renaissance der USA als Wirtschaftsstandort gemeint ist, der Unternehmern gute Investitionsmöglichkeiten bietet und fleißigen Arbeitnehmern die Aussicht auf angemessenen Wohlstand. Dass auch der rückblickend beste Zeitabschnitt in der Geschichte des Landes, nämlich die zweite Hälfte des 20. Jahrhunderts vor der großen Arbeitsplatzverlagerung in Richtung China, mit Problemen wie Arbeitslosigkeit, Strukturwandel und Inflation beladen war, wird dabei gerne ausgeblendet. Hinzu kommt, dass sich die US-Konjunktur weiterhin sehr robust präsentiert. Der im Spätsommer zunächst schwächere Arbeitsmarkt wartete jüngst mit sehr soliden Zahlen auf (siehe hierzu den nächsten Abschnitt zur Geldpolitik) und der Anstieg der durchschnittlichen Stundenlöhne um 0,3 % gegenüber dem Vormonat im September und um 0,4 % im Oktober deutet darauf hin, dass die Realeinkommen deutlich zunehmen. Gemäß der Vorausschätzung betrug das Wirtschaftswachstum im 3. Quartal annualisiert 2,8 %, wobei der Zuwachs vor allem vom Konsum und den Staatsausgaben getragen wurde. Der leichte Rückgang von 3,0 % im 2. Quartal sollte dabei nicht überbewertet werden, da der jüngste Datenpunkt im Verlauf der späteren und deshalb genaueren Berechnungen erfahrungsgemäß noch mehrmals revidiert werden wird.

Natürlich muss auch festgehalten werden, dass das Verbrauchervertrauen trotz Verbesserungen in jüngerer Zeit deutlich unterhalb früherer Niveaus rangiert und dass die US-Industrie in der Vergangenheit ebenfalls bessere Zeiten gesehen hat. Der Index der Industrieproduktion, der jahrzehntelang aufwärtsgerichtet war, befindet sich aktuell auf dem gleichen Stand wie im Januar 2008 vor dem Ausbruch der großen Finanzkrise (siehe Chart nächste Seite). Eine Zunahme fand trotz zwischenzeitlich deutlich gewachsener Bevölkerung nicht mehr statt, sondern es waren nur noch konjunkturelle Einbrüche und Erholungen auf das Ausgangsniveau zu verzeichnen. Insofern liegt reichlich Arbeit vor Donald Trump, wobei auch der bisherige Amtsinhaber, Joe Biden, mit seinem Inflation Reduction Act eine sehr stark auf Reindustrialisierung abzielende Politik betrieb, wie wir mehrmals an dieser Stelle schrieben.

Donald Trump geht als Sieger aus dem Wahlkampf hervor,...

...und er möchte die USA wieder auf die Gewinnerseite stellen,...

...denn insbesondere die Industrie gehört seit Jahren zu den Verlierern.



Quelle: Haver Analytics

Die von Donald Trump angedachten Maßnahmen werden in der Regel danach untersucht, wie sie sich erstens auf die Inflation und damit auf die Zinsentwicklung und zweitens auf das Wirtschaftswachstum und somit auf die Gewinnaussichten der Unternehmen auswirken dürften.

Von den Wahlversprechen Trumps...

Die von Trump gewünschte Ausweisung illegaler Migranten sowie die Beendigung ihres Zustroms durch eine verstärkte Abschottung der Südgrenze wäre demnach eindeutig inflationstreibend, da dem Arbeitsmarkt zukünftig die leicht auszubeutenden Hände fehlen würden. In den letzten Jahren wurde deshalb wiederholt von Ökonomen, die der demokratischen Partei nahestehen, vor Trump gewarnt.

...dürfte seine Migrationspolitik inflationstreibend wirken...

Eine viel größere Bedeutung muss der Trump'schen Zollpolitik beigemessen werden, zumal die Weltwirtschaft bekanntlich bereits während der ersten Amtszeit von einem Handelskonflikt beeinträchtigt wurde. Herr Trump versprach, alle Einfuhren aus der Volksrepublik China mit einem pauschalen Zoll von 60 % belegen zu wollen, was bei vielen Gütern einer deutlichen Erhöhung gemessen am aktuellen Stand entspricht. Darüber hinaus wünscht er sich einen generellen Einfuhrzoll in Höhe von 10 %, wobei im Wahlkampf auch schon die Hausnummer 20 % gefallen war. Die Implementierung eines allgemeinen Zolls kann der Präsident allerdings nicht einfach anordnen wie dies im Fall Chinas mit einem Verweis auf die nationale Sicherheit und die seit Jahren unfairen Handelspraktiken der Volksrepublik möglich wäre. Hierfür wäre eine Zustimmung des Kongresses notwendig, die angesichts der Wahlresultate jedoch keine allzu große Hürde darstellen dürfte.

...ebenso wie seine Pläne für Zollerhöhungen,...

Ob diese Zölle kommen ist auch vielmehr aus einem anderen Grund fraglich: Möglicherweise handelt es sich vor allem um Wahlkampfgetöse das darüber hinaus im Ausland für Verunsicherung führt und es Trump somit ermöglichen könnte, einen vorteilhaften „Deal“ abzuschließen. Generell würden erhöhte Zölle jedenfalls einen Inflationsimpuls mit sich bringen, aber sie würden mittelfristig das Wachstum durch die verstärkte Binnenproduktion erhöhen und zu überschaubaren Mehreinnahmen des Staates führen. Langfristig betrachtet bedeuten Zölle jedoch einen Wohlstandsverlust aufgrund der Hemmung der internationalen Arbeitsteilung.

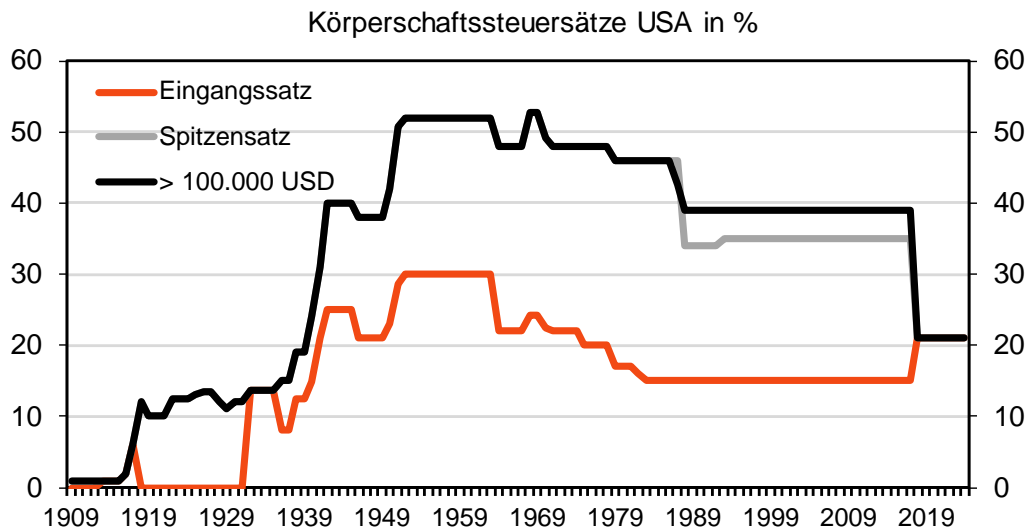
...welche die internationale Arbeitsteilung erschweren.

Viel wichtiger – auch für das Ausland – könnten die Vorhaben Trumps in der Steuerpolitik werden. Er möchte die temporären Steuererleichterungen aus seiner ersten Amtszeit, die demnächst auslaufen würden, dauerhaft einrichten und zudem die Körperschaftssteuer für Unternehmen, die er von 38 % auf 21 % absenkte, auf nur noch 15 % reduzieren.

Eine Absenkung der Körperschaftssteuer...

Die nachfolgende Grafik zeigt die Entwicklung der Körperschaftssteuersätze in den USA seit der Einführung im Jahr 1909 mit 1 %. Die beiden Weltkriege und später der Koreakrieg führten jeweils zu so starken Erhöhungen, dass selbst moderate Absenkungen in der Folgezeit das Niveau nicht wieder auf die Ausgangsbasis zurückführten. Erst Ende der 1980er Jahre setzte ein nennenswerter Rückgang ein, wobei der Steuersatz für höhere Unternehmensgewinne aufgrund des für die USA damals typischen Staffelsystems unter dem in der Grafik abgebildeten Steuersatz für Einkommen über 100.000 US-Dollar lag. Donald Trump vereinfachte die Besteuerung insofern radikal, da seit 2018 pauschal ein Wert von 21 % für alle zu versteuernden Einkommen gilt.

...nach der bereits in der ersten Amtszeit erfolgten Reduktion...



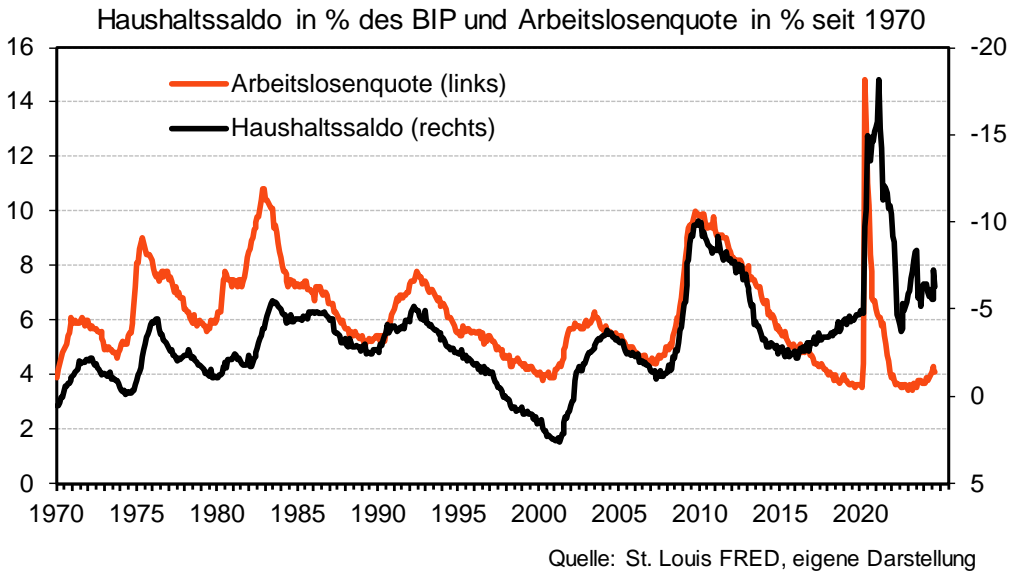
Quelle: Tax Foundation, eigene Darstellung

Eine Absenkung der Körperschaftssteuer auf 15 % würde ungefähr einer Rückkehr auf das Niveau der 1930er Jahre bedeuten, was angesichts der zwischenzeitlich explodierten Staatsquote, unter anderem aufgrund gestiegener Sozialausgaben und einer hohen Zinslast auf die bestehenden Schulden, ambitioniert wirkt. Der Rückgang der Steuereinnahmen wird sehr wahrscheinlich von eventuell höheren Zolleinnahmen nicht ausgeglichen werden können. Die Schätzungen hierüber liegen naturgemäß weit auseinander, was auch daran liegt, dass bislang unklar bleibt, welche Wahlversprechen letztendlich Realität werden. Allerdings liegen die meisten Kalkulationen in einer Größenordnung, die einem Anstieg des Haushaltsdefizits um ungefähr 2 % pro Jahr entsprechen. Zuletzt lag das Defizit bei über 6 %, und die Biden-Administration wird dafür in die Geschichte eingehen, die größten Lücken außerhalb von Kriegs- und Krisenzeiten verursacht zu haben (siehe Grafik nächste Seite). Donald Trump scheint Biden nun übertreffen zu wollen. Die Konsequenz ist ein noch schnellerer Anstieg der Staatsverschuldung. Zuletzt betrug die Staatsschuldenquote der USA 123 %, ein Wert, der selbst von Griechenland und Italien zu Beginn von deren Schuldenkrisen vor rund 15 Jahren unterschritten wurde. Selbstverständlich sind diese Staaten untereinander aufgrund

...bringt den Steuersatz wieder auf das Niveau der 1930er Jahre...

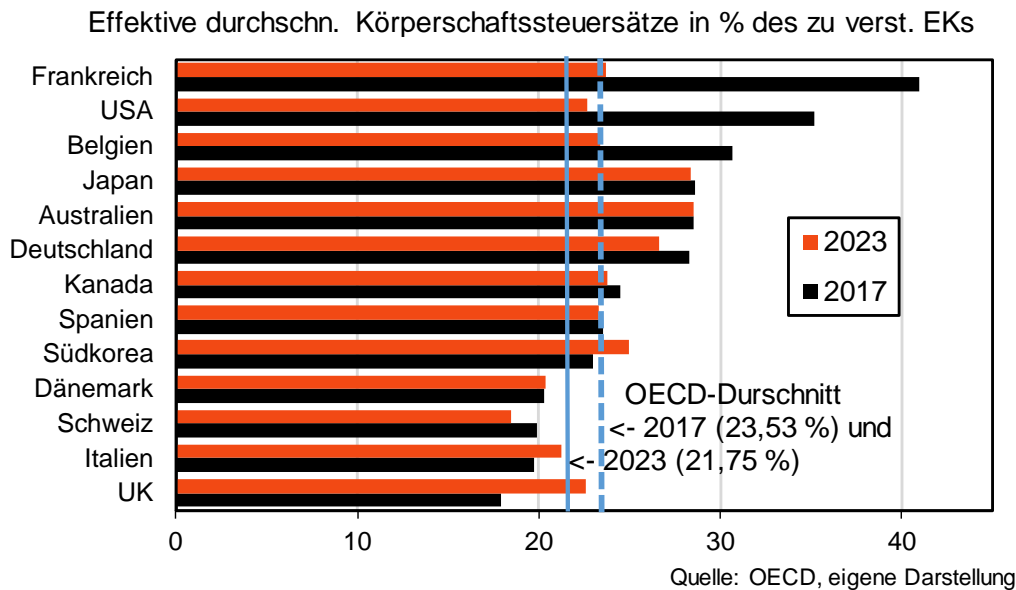
...und sorgt für einen Anstieg der Staatsschulden.

der abweichenden Gegebenheiten, insbesondere in Währungsfragen, nicht vorbehaltlos vergleichbar.



Auch die oben erwähnten Sätze der Körperschaftssteuer sind für sich betrachtet wenig aussagekräftig. Darüber hinaus sind die Steuern der Bundesstaaten zu berücksichtigen sowie die vielfältigen technischen Details wie Möglichkeiten für Sonderabschreibungen usw. Für Vergleiche ist deshalb die Betrachtung der wirklich gezahlten Steuern wichtig. Und in diesem Sinne wird oft unterschlagen, dass die USA vor der Trump'schen Steuersenkung während dessen ersten Amtszeit mit einem durchschnittlichen effektiven Steuersatz von 35,2 % eine der höchsten Besteuerungen unter den Mitgliedsstaaten der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) aufwies (siehe Grafik unten). Mit zuletzt 22,7 % im Jahr 2023 liegen die USA außerdem immer noch leicht über dem zwischenzeitlich etwas gesunkenen OECD-Durchschnitt.

Aktuell ist die Steuerbelastung in den USA leicht über dem Durchschnitt,...



Würde Herr Trump den Steuersatz nun auf 15 % reduzieren, dann lägen die USA gleichauf mit Polen und würden nur von Ungarn mit knapp 11 % unterschritten werden. Hieraus ergibt sich neben den Problemen für den Staatshaushalt somit auch die Feststellung, dass US-Unternehmen über einen extremen Steuervorteil verfügen würden, der ihre Wettbewerbsfähigkeit enorm stärken dürfte. Für ausländische Unternehmen mit Absatz in den USA dürfte angesichts dieser Perspektiven und der drohenden Zölle eine Produktionsverlagerung noch mehr lohnen als ohnehin schon. Die Folge könnte eine vermehrte Investitionstätigkeit in den USA sein, welche das Wirtschaftswachstum über einen längeren Zeitraum positiv beeinflusst. Gedämpft werden könnten die Investitionen allerdings durch höhere Zinsen.

Donald Trump wird die Regierung über ein Land übernehmen, dessen Konjunktur sich trotz verschiedener Probleme zuletzt immer noch robust präsentierte. Seine Wahlversprechen sind sehr ambivalent, doch aus konjunktureller Sicht überwiegt die Aussicht auf eine Steigerung des Wachstums, welches zu Teilen durch höhere Schulden und eine höhere Inflation erkaufte werden wird. Daneben könnte sich die von ihm versprochene Deregulierung positiv auswirken. Die Stimmungsindikatoren der nächsten Wochen werden einen näheren Aufschluss darüber geben, wie die Konsumenten, Einkaufsmanager und Firmenlenker über die Wahl denken.

Auf ihrer vorletzten Sitzung am 18. September vollzog die US-Notenbank die bis dahin lange erwartete erste Leitzinssenkung seit der Corona-Krise. Das Zielband für den Geldmarktsatz wurde dabei zur Überraschung der überwältigenden Mehrheit der Volkswirte gleich um einen „großen“ Zinsschritt in Höhe von 50 Basispunkten auf 4,75 % bis 5,00 % reduziert. Der Zinssatz für Überschussreserven der Geschäftsbanken betrug danach 4,90 %. Auf der anschließenden Pressekonferenz präsentierte sich Chairman Powell bei Fragen nach den Gründen für die massive Leitzinssenkung, die sonst fast nur in Krisenzeiten vollzogen wird, eher wortkarg. Er bemühte sich, den Eindruck einer normalen Entscheidung zu erwecken und stritt auch die Mutmaßung ab, mit der Lockerung der Geldpolitik die US-Präsidentenwahl zugunsten der noch regierenden demokratischen Partei beeinflussen zu wollen. Daneben war dem Notenbankchef anzumerken, dass ihn der damals jüngste Arbeitsmarktbericht für August mit einem Aufbau von lediglich 78.000 neuen Stellen außerhalb der Agrarwirtschaft durchaus negativ beeindruckte. Die von der Fed angestrebte Abkühlung auf dem Jobmarkt ging damit mutmaßlich erstmals spürbar über den angestrebten Umfang hinaus und wie wir bereits in der Vergangenheit an dieser Stelle betonten, verschob sich der Fokus der Notenbank bis zuletzt von der Inflationsbekämpfung in Richtung der Vermeidung eines „hard landings“ der Konjunktur. Powell erklärte den Zinsschritt um 50 Basispunkte in diesem Sinne auch damit, dass jener verhindern würde, dass die Fed „hinter die Kurve fallen“ könnte.

Es soll allerdings nicht unerwähnt bleiben, dass die Inflationsentwicklung keineswegs so positiv verläuft, wie es die Fed gerne hätte. Zwar reduzierte sich die Jahresrate der Inflation von 3,0 % im Juni auf nur noch 2,4 % im September als letzten verfügbaren Datenpunkt. Gleichzeitig sank der Deflator der persönlichen Konsumausgaben von 2,9 % auf 2,5 %. Aber die Kernrate der Inflation bzw. der Kerndeflator verharrten nahezu unverändert bei hohen 3,2 % beziehungsweise 3,3 % (siehe Chart). Und da der Anstieg der durchschnittlichen Stundenverdienste im Gegensatz zum Stellenaufbau in jüngerer Zeit auch nicht absank, ist weiterhin mit einem gewissen Inflationsdruck zu rechnen. Wie zur scheinbaren Bestätigung

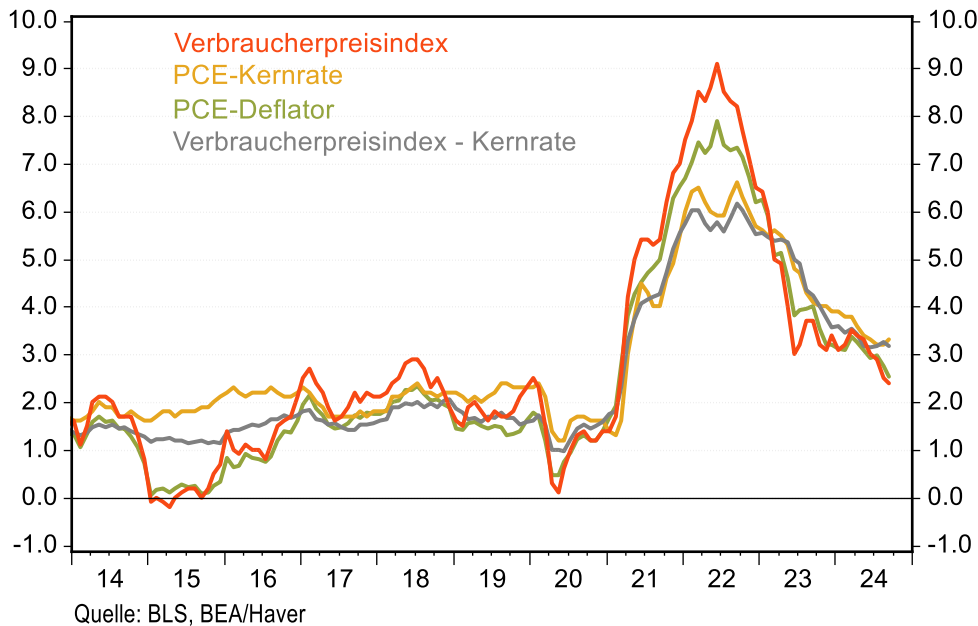
...aber Trumps Pläne würden den Unternehmen einen massiven Vorteil bescheren.

Die Fed vollzog im September die Leitzinssenkung,...

...wobei die Kerninflation weiterhin hoch ist.

über eine zu aktivistische beziehungsweise taubenhafte US-Notenbank fiel dann auch der erste Arbeitsmarktbericht gleich nach der großen Leitzinssenkung erstaunlich gut aus. Für September wurde ein Stellenaufbau außerhalb der Landwirtschaft in Höhe von 254.000 Jobs gemeldet, der höchste Wert seit März, der zwischenzeitlich etwas auf 223.000 Jobs nach unten revidiert werden musste. Der Absturz auf nur noch 12.000 neue Stellen im Oktober wurde dagegen in erster Linie durch verheerende Wirbelstürme verursacht, weshalb der jüngste Arbeitsmarktbericht von den Märkten weitgehend ignoriert wurde.

USA: Inflationsmaße (Jahresveränderungsraten in %)



Im Vorfeld der Präsidentschaftswahl an diesem Dienstag nahmen die Markterwartungen hinsichtlich des Umfangs der insgesamt wahrscheinlichen Leitzinssenkungen in diesem Zyklus bereits ab. Während an den Terminmärkten noch Ende September ein Tiefstand der Leitzinsen bei rund 3,0 % bis Sommer 2025 eingepreist wurde, sahen die Börsen in der letzten Woche die Talsohle nur noch bei 3,6 % und zudem zeitlich später im Frühjahr 2026. Dieser Trend zu weniger und späteren Zinssenkungen vollzog sich parallel mit einem Anstieg der Renditen, und beide Bewegungen können als Folge der bis dahin gestiegenen Chancen für einen Wiedereinzug von Herrn Trump in das Weiße Haus interpretiert werden. Zwischenzeitlich wird an den Terminmärkten nur noch ein Rückgang der Leitzinsen auf ein Niveau von ungefähr 3,7 % gerechnet.

Auf der jüngsten Sitzung gestern Abend hielt der Offenmarktausschuss jedoch seinen Kurs bei und reduzierte die Leitzinsen erwartungsgemäß um 25 Basispunkte. Der Zielkorridor für die Fed Funds liegt nun bei 4,50 % Bis 4,75 %. Auf der anschließenden Pressekonferenz erklärte Fed-Chef Powell zwar, dass die Wiederwahl von Trump die kurzfristigen Entscheidungen der Notenbank nicht beeinflussen würde. Zudem sei es zu früh, die Auswirkungen seiner Politik zu deuten. Allerdings dürfte der oben erläuterte inflationäre Impuls der Zölle und von möglicherweise höheren Investitionen den Spielraum der Fed für Zinssenkungen perspektivisch schmälern. Wie gerade gezeigt, wurde dieser Effekt aber bereits am Terminmarkt eingepreist.

Am Markt werden weniger Leitzinssenkungen eingepreist,...

...aber gestern erfüllte die Fed die in sie gesteckten Erwartungen.

Gelegentlich wird am Markt die Frage diskutiert, inwieweit Herr Trump versuchen wird, als Präsident in die Geldpolitik einzugreifen. Seine verbalen Angriffe gegen Fed-Chef Powell während der ersten Amtszeit und darüber hinaus sind Legende. Dabei sollte aber nicht übersehen werden, dass auch Joe Biden der Notenbank mit seiner inflationären Fiskalpolitik massiv ins Handwerk pfuschte. Darüber hinaus versuchte Biden, entgegen der Gepflogenheiten eine Ablösung von Powell nach dessen ersten Amtszeit zu betreiben und die für eine sehr lockere Geldpolitik stehende Lael Brainard an der Spitze zu installieren. Die einflussreiche demokratische Abgeordnete Alexandria Ocasio-Cortez, Anhängerin der Modern Monetary Policy, kritisierte Powell in dieser Phase für dessen zu geringes Engagement für den Klimaschutz in der Geldpolitik und die demokratische Senatorin Elizabeth Warren bezeichnete Powell als einen „gefährlichen Mann“. Erst der starke Inflationsanstieg im Herbst 2021 führte zu einem allmählichen Umdenken, und Powell startete die geldpolitische Wende sofort nach seiner doch noch erfolgten Ernennung für eine zweite Amtszeit, wobei Joe Biden später der erste Präsident seit Richard Nixon wurde, der die Fed darum bat, gegen die zu hohe Inflation vorzugehen, da diese seine Beliebtheitswerte massiv verschlechterte.

Trump möchte gerne die Fed an die kurze Leine nehmen,...

Insofern ist die Notenbank eine Einflussnahme aus jeglicher Richtung gewöhnt, die einmal laut polternd kommt und ein andermal eher hinter den Kulissen stattfindet. Dass Trump die Fed mit der Brechstange auf seinen Kurs einschwört, beispielsweise mit einer Änderung des Gesetzes über die Notenbank, ist indes unwahrscheinlich, da der Immobilienguru als Mann aus der Wirtschaft durchaus die verheerende Reaktion der Märkte einschätzen kann und fürchten dürfte.

...aber die Märkte dürften dies verhindern.

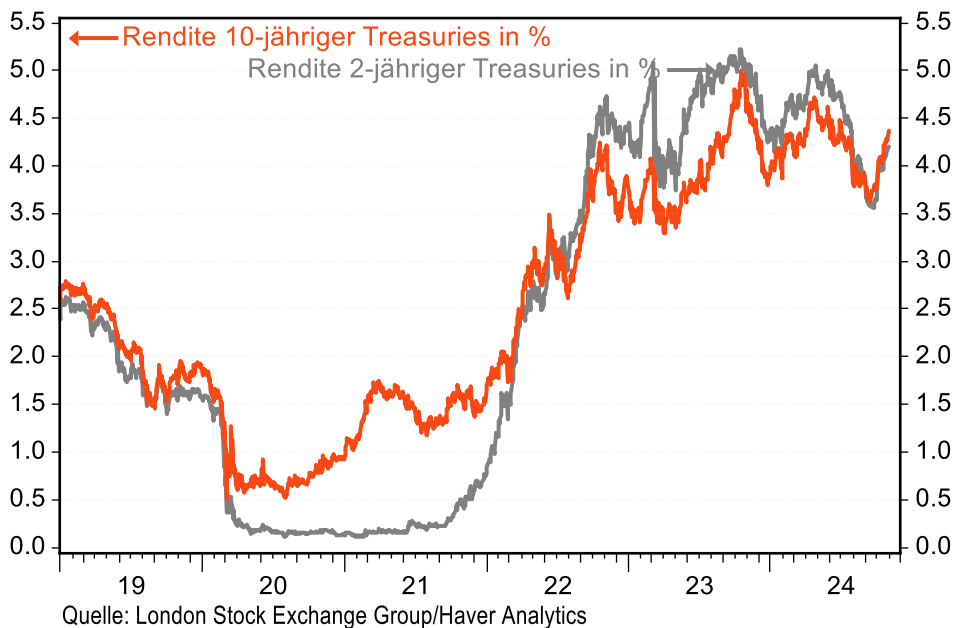
Der Wahlsieg von Donald Trump verändert die Kalkulationsgrundlage für die Fed. Seine möglicherweise inflationssteigernde Regierungspolitik schränkt den Spielraum für Leitzinssenkungen ein. Die Notenbank dürfte deshalb ab Anfang 2025 noch stärker als bisher ihrer Flexibilität betonen und die Formulierung, dass nach Datenlage entschieden wird, dürfte dann tatsächlich zutreffen. Abgesehen hiervon sind große Zinssenkungen angesichts der hohen Kerninflation ohnehin nicht angebracht. Die Absenkung von September um 50 Basispunkte erscheint mehr denn je als fragwürdige Aktion.

Rentenmarkt

Die Rentenmärkte haben den Wahlsieg von Donald Trump bereits vor einigen Wochen vorweggenommen und der oben besprochene inflationäre Impuls sowie die voraussichtlich noch schneller steigende Staatsschuld der USA verursachten einen massiven Renditeanstieg. Die Rendite von Treasuries mit 10-jähriger Restlaufzeit kletterte von 3,6 % im Tief Mitte September auf in der Spitze 4,47 % am Tag nach der Wahl. Trotz der Gegenbewegung der letzten beiden Tage und einer aktuellen Rendite von 4,28 % bedeutet dies immerhin noch einen Anstieg um 68 Basispunkte innerhalb kürzester Zeit und trotz der erfolgten Leitzinssenkung. In diesem Zusammenhang sei das Urteil gestattet, dass der Renditeanstieg wahrscheinlich nicht allein auf das Konto von Trump geht, sondern zu seinem gewissen Teil auch der typischen Marktreaktion „Buy the rumour, sell the fact“ geschuldet sein dürfte. Die Rendite von Papieren mit 2-jähriger Restlaufzeit bewegte sich übrigens in einer ähnlichen Größenordnung, nur leicht nach unten versetzt. Sie beträgt aktuell 4,21 % (siehe Grafik nächste Seite).

Trump steht für steigende Renditen.

US-Anleihenmarkt



Die Rentenmärkte reagieren auf die voraussichtliche Ausweitung der Emission von US-Staatsanleihen, wobei der Renditeanstieg auch die absehbar weniger lockere Geldpolitik der kommenden Quartale vorwegnimmt. Angesichts des starken Anstiegs der Renditen in den letzten Wochen würde eine erneute Gegenbewegung zum Jahresende nicht überraschen. Allerdings bekräftigen die politischen Ereignisse der letzten Tage immer mehr die schon häufig gemachte Aussage, dass eine Rückkehr zur Niedrigzinspolitik der Ära vor und während der Corona-Zeit auf absehbare Zeit nicht ansteht, sofern nicht unvorhergesehene Ereignisse die Fed zur Konjunkturstützung zwingen sollten. Das hohe Wirtschaftswachstum belegt unterdessen, dass die Unternehmen und Privathaushalte in der Summe durchaus mit den Zinsniveau der letzten Jahre umgehen können und der sogenannte neutrale Zins, der weder bremsend noch stimulierend wirkt, deutlich höher liegen dürfte als früher angenommen.

Aktienmarkt

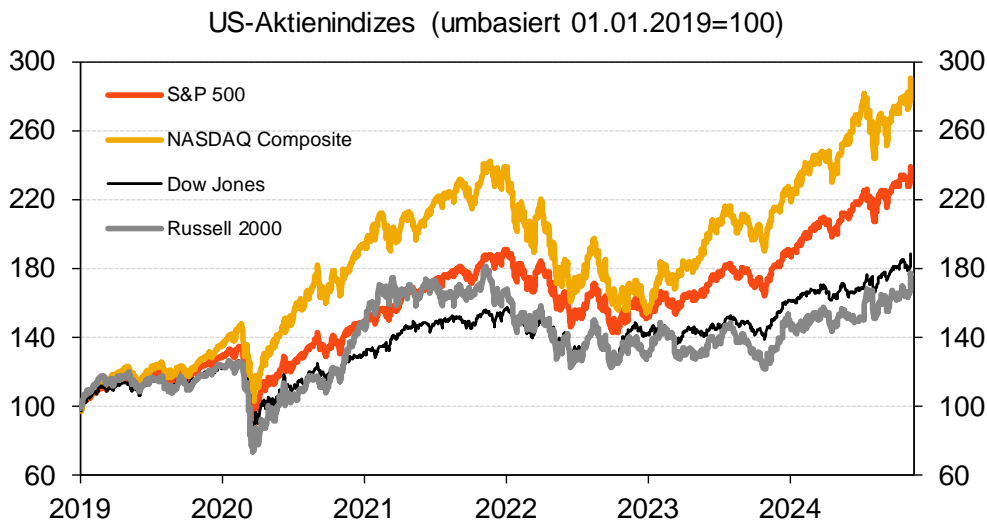
Die in diesem Jahre bislang freundlichen Aktienmärkte reagierten mit Freudensprüngen auf die Wahl von Donald Trump. Alle wichtigen Indizes erreichten nach Bekanntgabe der Wahlergebnisse neue Allzeithochs und bis zuletzt setzte sich die freundliche Tendenz fort. Die Zuwächse sind dabei durchaus schwindelerregend, denn seit Jahresanfang verteuerte sich der Dow Jones um knapp 17 %, der Nebenwerteindex Russell 2000 um 18 %, der S&P 500 um knapp 26 % und der NASDAQ Composite um stolze 28 % (siehe Chart nächste Seite).

Auf der Detailebene springen allerdings durchaus Abweichungen ins Auge. Gefragt waren nach Trumps Wahlsieg vor allem Technologieaktien sowie konjunktursensible Werte. Eher defensive Titel, beispielsweise aus dem Konsumgüterbereich, bewegten sich dagegen kaum nach oben, beziehungsweise

Die Börsen jubelten nach dem Wahlsieg,...

...wobei defensive Titel zu den Verlierern gehörten.

die Kurse waren sogar rückläufig. Der Erfolg des Republikaners und seiner Partei im Kongress erhöht demnach eindeutig die Risk-on-Stimmung.



Quelle: Haver Analytics, eigene Darstellung

Angesichts der Klettertour der Tech-Werte erscheint die hohe Bewertung dieser Aktien gemessen an gängigen Kennzahlen noch problematischer als ohnehin schon. Es darf nämlich nicht vergessen werden, dass die jetzigen Kursanstiege zunächst eine Wette auf tatsächliche Gewinnsteigerungen während der kommenden Präsidentschaft darstellen. Dies bedeutet umgekehrt, dass die höheren Kurse aktuell nur auf einer Ausweitung der Kennzahlen gründen, sofern die Gewinnveränderungen in der laufenden, gemischt ausfallenden Berichtssaison ausgeklammert werden. Hierzu kommt noch, dass viele Tech-Aktien aufgrund der ebenfalls gestiegenen Renditen an den Rentenmärkten zumindest gemessen an den üblichen Modellen eigentlich eher niedriger bewertet werden müssten.

Abgesehen von solchen Überlegungen gilt jedoch, dass die Politik einzelner Präsidenten bislang nie die Entwicklung der Aktienkurse langfristig und nachhaltig beeinflusste. Die Wahl von Donald Trump sollte deshalb im negativen wie im positiven Sinne nicht überbewertet werden.

Die Wahl von Trump führte zu einem Kursfeuerwerk an den Börsen und sie kann gleichzeitig als Startschuss für eine Jahresendrallye angesehen werden, die angesichts des positiven Umfeldes durchaus wahrscheinlich ist. Angesichts der schon hohen Bewertungen lohnt es sich aber mehr denn je, den Markt selektiv zu betrachten. Günstige Einstiegskurse sind im Tech-Bereich aktuell kaum zu finden.

Die gestiegenen Renditen sprechen eigentlich gegen höhere Tech-Kurse,...

...aber der Politik-einfluss sollte nicht überbewertet werden.

Prognoseübersicht

G3 (+UK) Konjunkturindikatoren und Wechselkurse

	Reales BIP Wachstum (%)					Inflation (CPI) ¹					Arbeitslosenquote (%) ¹				
	2020	2021	2022	2023	2024e	2020	2021	2022	2023	2024e	2020	2021	2022	2023	2024e
EWU	-6,5	5,3	3,5	0,5	0,4	0,3	2,6	8,4	5,5	2,7	8,0	7,7	6,7	6,5	6,7
- DE	-3,8	3,2	1,8	-0,3	0,0	0,5	3,1	6,9	6,0	2,8	5,9	5,7	5,3	5,7	6,1
UK	-9,7	7,4	4,1	0,1	0,2	0,9	2,6	9,0	7,4	3,0	4,5	4,6	3,7	4,0	4,3
USA	-3,4	5,7	2,1	2,5	2,2	1,2	4,7	8,0	4,1	3,3	8,1	5,4	3,6	3,6	4,1
Japan	-4,7	1,7	1,0	1,9	1,0	0,0	-0,2	2,5	3,3	2,5	2,8	2,8	2,6	2,6	2,6

	Leistungsbilanz (% des BIP)					Budgetsaldo (% des BIP)					Wechselkurs (US\$) ²				
	2020	2021	2022	2023	2024e	2020	2021	2022	2023	2024e	2020	2021	2022	2023	2024e
EWU	1,8	2,8	-0,7	1,9	1,4	-7,1	-5,3	-3,6	-3,5	-2,7	1,22	1,14	1,07	1,10	1,13
- DE	7,1	7,7	4,2	6,8	6,6	-4,3	-3,6	-2,5	-2,9	-1,7	-	-	-	-	-
UK	-3,2	-1,5	-3,8	-2,2	-3,7	-13,0	-8,3	-5,5	-4,5	-3,9	1,37	1,35	1,21	1,27	1,26
USA	-2,8	-3,6	-3,8	-3,0	-2,8	-14,0	-11,6	-3,7	-8,2	-7,4	-	-	-	-	-
Japan	3,0	3,9	2,1	3,4	3,7	-9,1	-6,2	-6,9	-5,6	-3,7	103	115	131	141	135

¹ Jahresdurchschnitt

² US\$ gg. Währung, Japan: JPY gegen US\$, jeweils zum Jahresende

Quelle: Daten für Leistungsbilanz und Budgetsaldo vom IWF (einschließlich der Prognosewerte), bezogen über Haver. Sonstige Prognosen von W&W Asset Management GmbH, historische Daten werden über Haver bezogen.

G3 (+UK) Zinsen

	Leitzinsen ¹					10 Y (Government)				
	2020	2021	2022	2023	2024e	2020	2021	2022	2023	2024e
EWU	0,0	0,0	2,5	4,5	4,0	-0,26	-0,18	3,2	2,02	2,25
UK	0,1	0,25	3,5	5,25	4,5	0,20	0,97	3,67	3,54	3,2
USA	0,0-0,25	0,0-0,25	4,25-4,5	5,25-5,5	4,75-5,0	0,91	1,51	3,87	3,88	3,9
Japan	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,04	0,07	0,422	0,61	0,95

Angaben jeweils zum Jahresende

¹ EWU: Hauptrefinanzierungssatz; UK: Official Bank Rate; USA: Fed Funds Target Rate; Japan: Policy Rate.

Quelle: Für historische Daten Haver und Bloomberg. Prognosen von W&W Asset Management GmbH.

Rohstoffe

	Q2 22	Q3 22	Q4 22	Q1 23	Q2 23	Q3 23	Q4 23	Q1 24	Q2 24	Q3 24	07.11.
CRB-Index**	291,1	268,3	277,7	267,7	262,0	284,5	263,8	290,3	290,5	284,9	286,2
Ölpreis (Brent)*	114,8	88,0	85,9	79,8	74,9	95,3	77,0	87,5	86,4	71,8	73,6

Angaben jeweils zum Periodenende

¹ Oil Brent Physical Del, US\$/Barrel

** Excess Return

Quelle: Bloomberg, Haver

Diese Publikation dient ausschließlich Ihrer Information und stellt keine Anlageempfehlung dar. Sie soll Ihnen lediglich Ihre selbstständige Anlageentscheidung erleichtern. Auch kann sie ein individuelles Beratungsgespräch nicht ersetzen. Die in dieser Veröffentlichung enthaltenen Informationen beruhen auf öffentlich zugänglichen Quellen, die der Herausgeber für vertrauenswürdig erachtet. Die hierin enthaltenen Einschätzungen entsprechen der bestmöglichen Beurteilung zum jeweiligen Zeitpunkt. Auch können sie sich – ohne Mitteilung hierüber – ändern. Für die Richtigkeit, Aktualität und Vollständigkeit der zur Verfügung gestellten Daten/Informationen übernehmen wir keine Haftung oder Garantie. Die W&W Asset Management behält sich auch das Recht vor, Änderungen oder Ergänzungen der bereitgestellten Informationen vorzunehmen.