

Kapitalmarktbericht USA

Nr. 2: Trump bringt Märkte, aber noch nicht Konjunktur aus dem Takt



7. März 2025

Konjunktur und Geldpolitik: Die Zollpolitik von Donald Trump erwies sich in den letzten Wochen mindestens so erratisch, wie dies von seinen Kritikern befürchtet worden war. Hiervon geht eine gewisse Unsicherheit für die weitere Entwicklung aus, auch wenn sich die Konjunktur bis jetzt solide präsentierte und manche umfragebasierten Indikatoren, die an den Börsen als Indiz für eine Eintrübung angesehen wurden, wenig verlässlich erscheinen. Am geldpolitischen Kurs hat sich indes nichts verändert. Die US-Notenbank wird voraussichtlich auch auf der kommenden Zinssitzung übernächste Woche eine abwartende Rolle einnehmen und die Leitzinsen unverändert belassen.

Rentenmarkt: Die Erzählung von einem ausufernden Budgetdefizit aufgrund von Steuersenkungen bei gleichzeitig steigenden Ausgaben und einem daraus folgenden, dauerhaft höheren Renditeniveau waren bis kurz vor Trumps Amtseinführung derart strapaziert worden, dass in den letzten Wochen eine Gegenbewegung einsetzte. Das gegenwärtig eher niedrig erscheinende Renditeniveau im langfristigen Laufzeitenbereich spricht nun für einen leichten Wiederanstieg in den kommenden Monaten.

Aktienmarkt: An den Aktienmärkten spielt sich momentan eine Korrektur ab, und der vielleicht wichtigste Leitindex, der S&P 500, steht kurz davor, die charttechnisch wichtige 200-Tage-Linie entweder zu unterschreiten oder von ihr abzuprallen. Angesichts der Verbilligung der Kurse in den vergangenen Wochen und dem wieder etwas stärkeren Euro haben Aktien vor allem bei langfristigen Anlagehorizonten von europäischen Anlegern an Attraktivität gewonnen.

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

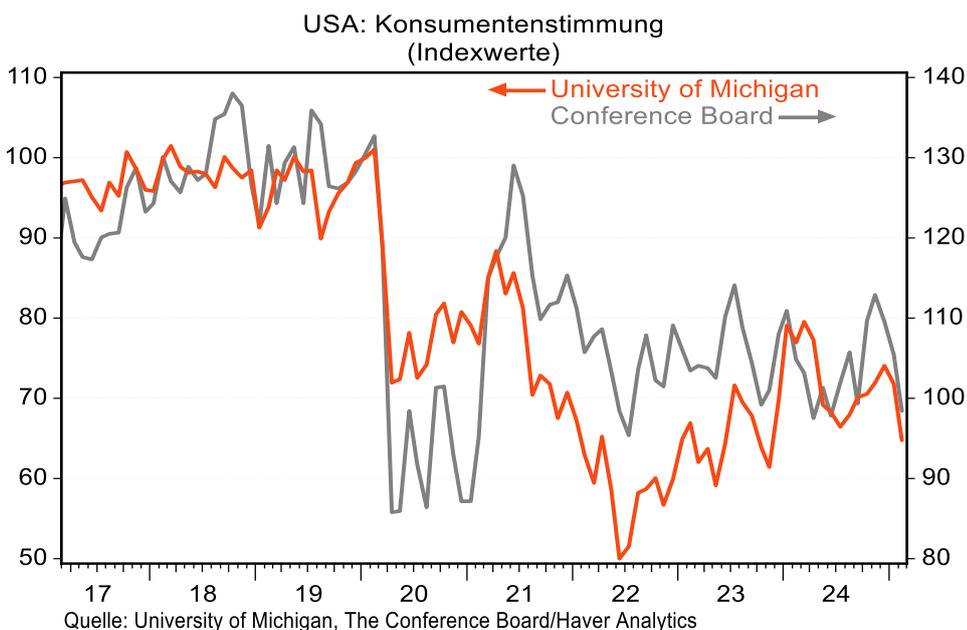
Konjunktur und Geldpolitik

Die Entwicklung an den Kapitalmärkten gleicht momentan dem klassischen Paartanz. Dabei nehmen die Börsen die Damenrolle ein, während Donald Trump nicht nur führt, sondern gleichzeitig auch noch am Musikpult zwischen Rumba, Discofox und Salsa hin- und herschaltet. Seine Kommandos bestehen darin, Zölle anzudrohen, die Drohungen aufzuweichen oder zu modifizieren, dann die Zölle doch einzuführen, um sie schließlich zu verschieben oder Wirklichkeit werden zu lassen. Die vielen Richtungsänderungen bezüglich der an diesem Dienstag in Kraft getretenen und ein paar Stunden später wieder teilweise verschobenen Zölle auf Importe aus Kanada und Mexiko in Höhe von 25 % beziehungsweise der Zusatzzölle über 10 Prozentpunkte auf Einfuhren aus China sind jedenfalls selbst für volkswirtschaftliche Beobachter nicht mehr vollständig nachvollziehbar. Vermutlich hat der Versuch, den aktuellen Stand der Dinge in einer Publikation wie dem vorliegenden Kapitalmarktbericht zu beschreiben, ohnehin jeglichen Sinn verloren, da sich die Lage bis zum Versand oder spätestens beim Lesen durch die Empfänger wieder verändert haben kann.

Es bleibt einfürend lediglich festzuhalten, dass eine volatile Zollpolitik eine Verhandlungsstrategie des neuen US-Präsidenten und zu seinem Lebensgefühl zu gehören scheint, wie Drehbewegungen beim Wiener Walzer. Den Kapitalmärkten wurde dabei in den letzten Tagen durchaus schwindelig, und eine Konsequenz ist ein deutlicher Rückgang der Aktienkurse, auf den später noch näher einzugehen ist. Möglicherweise waren auch insbesondere die sinkenden Aktien ein Beweggrund für Herrn Trump, sich zur Wochenmitte gegenüber Mexiko und Kanada wieder versöhnlicher zu zeigen. Schließlich hatte er in der Vergangenheit die positive Entwicklung der Aktienindizes als Maßstab für seine Leistungen als Regierungschef herangezogen.

*Donald Trumps
Zollpolitik ist nicht zu
prognostizieren,...*

*...doch Trump könnte
sich von den Märkten
beeinflussen lassen.*



Abgesehen hiervon ist die Konjunkturlage in den USA grundsätzlich weiterhin solide, jedoch mit einer Tendenz zur Stimmungsverschlechterung. Besonders deutlich wurde diese in den letzten Monaten zumindest auf den ersten Blick bei den

Das Verbrauchervertrauen sank ab,...

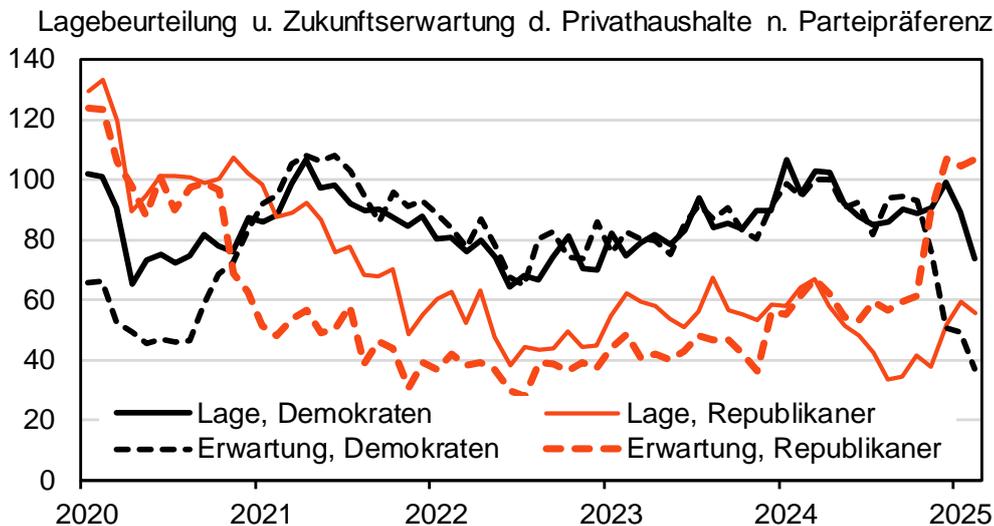
Umfragen zum Verbrauchervertrauen (siehe Grafik vorige Seite). Sie geben Einsichten in das Konsumverhalten der Privathaushalte, dem wichtigsten Motor der Wirtschaftsentwicklung. Nach der Präsidentschaftswahl Anfang November verzeichnete sowohl der Index der Universität Michigan wie auch sein Pendant vom Conference Board deutliche Ausschläge nach oben, doch bereits im Januar sanken die Werte wieder, und für Februar musste ein spürbarer Einbruch verzeichnet werden. In Zahlen ausgedrückt sank der Index aus Michigan von 74,0 Punkten im Dezember auf nur noch 64,7 Punkten im Februar und das Verbrauchervertrauen des Conference Board sank im gleichen Zeitraum von 109,5 auf 98,3 Punkte, womit es sich am unteren Rand der Spanne der letzten drei Jahre bewegt.

Die allgemeine Interpretation an den Kapitalmärkten lautet, dass nach einer kleinen Euphoriewelle im Zuge der Deregulierungs- und Wachstumsversprechen des neuen Präsidenten innerhalb kurzer Zeit eine Ernüchterung folgte. Dabei belasten insbesondere die Sorgen über die materiellen Auswirkungen des Zollstreits.

...was dem Zollstreit geschuldet ist...

Grundsätzlich ist dieses Stimmungsbild nicht unbedingt falsch, aber wie wir bereits vor zwei Monaten im Kapitalmarktbericht für Januar geschildert haben, ist die Entwicklung der Verbraucherstimmung in einem extremen Ausmaß von der Parteipräferenz der befragten Haushalte abhängig. Die Indexentwicklung wird deshalb vermutlich durch eine unzureichende Berücksichtigung der politischen Einstellungen bei der statistischen Aufbereitung der Umfrageergebnisse verzerrt: Zweitens sind die Ergebnisse aktuell in einem stärkeren Maße als sonst ein Spiegelbild der Emotionen.

...und darüber hinaus der Politisierung der Privathaushalte,...



Quelle: Universität Michigan, eigene Darstellung

Als Ergänzung zu der Grafik über die Entwicklung des Verbrauchervertrauens nach Parteipräferenz vor zwei Monaten (siehe Kapitalmarktbericht USA, Januar, Seite 4) stellen wir die Situation aufgrund der zuletzt zugespitzten Entwicklung in der Grafik oben noch einmal detaillierter dar. Abgebildet sind die beiden Unterkomponenten des Verbrauchervertrauens, also die aktuelle Lageeinschätzung sowie die Zukunftserwartungen, einerseits für Umfrageteilnehmer, die den Demokraten nahestehen, andererseits für Haushalte mit Präferenz für die Republikaner.

...wie auch die Details der Umfragen zeigen.

Im Zuge des Wahlsiegs von Herrn Trump haben sich in erster Linie die Erwartungen (jeweils gestrichelte Linien) extrem verschoben. Die republikanischen Haushalte erwarten mit einem Indexstand von über 100 zugespitzt formuliert auf einmal das Herannahen von paradiesischen Zuständen, wohingegen sich die Demokraten mit einem auf unter 40 Punkte abgestürzten Wert der Hölle entgegenschreiten sehen. Der damit vorgenommene drastische Richtungswechsel ist bereits für sich genommen ein Anzeichen für gewisse Übertreibungen in die jeweils entgegengesetzte Richtung, aber er kann vielleicht als typische Reaktion eingeordnet werden, denn 2020/21 nach dem Wahlsieg von Joe Biden war es unter umgekehrten Vorzeichen exakt ebenso.

*Euphorie und Sorgen
scheinen über-
trieben,...*

Wirklich merkwürdig sind dagegen die Veränderungen der Lageeinschätzungen aufgrund der Wahlen. Zwar muss hier eingeschränkt werden, dass die mit der großen Sense ausgeführten Sparmaßnahmen der neuen Regierung und insbesondere von Sparkommissar Elon Musk durchaus das Verbrauchervertrauen einiger Haushalte haben erodieren lassen. Hierzu gehören alle jene Beamte bei Bundesbehörden, denen eine Kündigung nahelegt wurde, oder Personen, die bei sogenannten Non Governmental Organizations (NGO) arbeiten, welchen nun der staatliche Geldhahn abgedreht wird. Vermutlich ist die Annahme nicht falsch, dass hierunter ganz überwiegend Haushalte sind, welche der demokratischen Partei nahestehen. Diese Stimmungseintrübung dürfte aber kaum für das ganze Land exemplarisch sein. Tatsache ist jedoch, dass die Lageeinschätzung der demokratischen Privathaushalte auf den tiefsten Stand der letzten Jahre fiel, während sich die Lageeinschätzung der Republikaner seit der Wahl nur am oberen Rand der Spanne bewegt. Dass die Frage nach der Lage bei den Demokraten offenbar mit einem gehörigen Schuss Emotionalität beantwortet wird, zeigt auch die Entwicklung 2020/21. Obwohl die Biden-Administration noch nicht im Amt war und obwohl auch in den USA im zweiten Corona-Winter Einschränkungen galten, stieg die Lageeinschätzung in den Bereich der Werte vor der Pandemie Anfang 2020. Dieser Befund deckt sich jedenfalls mit den unzähligen anekdotischen Berichten über Film-, Musik- und andere Stars, die den Demokraten nahestehen, und die für den Fall eines Wahlsiegs von Trump ihre Auswanderung aus den USA ankündigten, da man es dort dann nicht mehr werde aushalten können. Unstrittig ist natürlich, dass ein neuer Handelskrieg mit entsprechenden Retorsionszöllen viele Haushalte unabhängig von ihrer Parteinähe treffen würde.

*...wobei die Sparmaß-
nahmen von Elon
Musk durchaus
manche Familien hart
treffen.*

Die harten Daten zeigen eine Konjunkturuntrübung bislang jedenfalls noch nicht an. Der heute Nachmittag veröffentlichte offizielle Arbeitsmarktbericht fiel im Großen und Ganzen solide aus. Außerhalb der Landwirtschaft wurden demnach 151.000 neue Stellen geschaffen. Das ist zwar etwas weniger als erwartet (160.000 neue Stellen), aber mehr als im Februar, dessen Wert auf 125.000 nach unten korrigiert wurde. Der Wert liegt auch nur leicht unter dem Durchschnitt der letzten zwölf Monate (168.000 neue Stellen). Die Arbeitslosenquote stieg um einen Zehntel Prozentpunkt auf 4,1 % an, bleibt damit aber immer noch unter den 4,2 %, die letztes Jahr im Juli, im August und im November festgestellt wurden. Nachrichtlich sei auch der Blick in den Rückspiegel erwähnt: Im 4. Quartal 2024 wuchs die US-Wirtschaft um annualisiert 2,3 % gegenüber dem Vorquartal. Dies ist ein Wert, von dem manche Staaten in Europa nur träumen können.

*Der Arbeitsmarkt blieb
bislang robust, könnte
aber bald unter dem
Zollstreit leiden.*

Die Konjunktur verläuft in den USA bislang weiterhin solide, aber das hohe Tempo, in dem der neue Präsident Trump versucht, das Land in eine Präsidialdemokratie umzubauen und die Programme seines Vorgängers zu torpedieren, dürfte zur allgemeinen Stimmungsverschlechterung bei einem

großen Teil der Privathaushalte beitragen. Angesichts der erratischen Zollpolitik besteht zudem die Gefahr, dass sich die Unternehmen aus dem Vorsichtsprinzip mit Neueinstellungen zurückhalten. Es wäre somit durchaus keine Überraschung, wenn die nächsten Arbeitsmarktberichte etwas schwächer ausfallen werden und die Konjunktur einen Dämpfer erfährt.

Die US-Notenbank beließ auf ihrer letzten Sitzung am 29. Januar das Zielband für den Geldmarktsatz erwartungsgemäß unverändert bei 4,25 % bis 4,50 %. Damit wurde die an dieser Stelle vor zwei Monaten erläuterte Pause im 2024 begonnenen Zinssenkungspfad zur Realität, wobei sich die Frage stellt, ob überhaupt noch von trendmäßig sinkenden Leitzinsen gesprochen werden kann. Fed-Chef Powell betonte nämlich auf der Pressekonferenz nach der Sitzung, dass keine Eile für eine Fortsetzung der Absenkungen bestehe. Eine ähnliche Formulierung wiederholte er bei seiner turnusmäßigen Anhörung vor dem Kongress Mitte Februar.

Die Ende Januar von Powell erläuterte und bislang unveränderte Taktik der Notenbank besteht darin, zunächst die unklaren Effekte der Zoll-, Haushalts-, Migrations- und Deregulierungspolitik der neuen Regierung abzuwarten und erst dann zu handeln. Und daneben gilt offenbar unverändert die Devise, angesichts der Drohungen von Trump, die Freiheiten der Fed zu beschneiden, möglichst in Deckung zu bleiben und nicht mit Zinsänderungen zu viel Aufmerksamkeit zu erzeugen. Insofern sind die drei Leitzinssenkungen um insgesamt 100 Basispunkte von September bis Dezember 2024 ein realpolitischer Vorteil, den Powell bei seinen öffentlichen Auftritten ausspielte. Da die Fed die Zinsen bereits massiv gesenkt habe, sei sie bereits weniger restriktiv als zuvor. Nun müsse erst die Wirkung des aktuellen Zinsniveaus abgewartet werden. Aufgrund dieser vorteilhaften Deutung der Lage lassen sich aus Fed-Sicht vielleicht auch potenziell vorhandene Selbstzweifel über die anfängliche Absenkung um 50 Basispunkte verschmerzen, die bereits im September übertrieben erschien und die angesichts der seitdem guten konjunkturellen Entwicklung und der wieder steigenden Inflationsraten zumindest aus dem Blickwinkel der geldpolitischen Theorie ein Fehler war.

Angesichts dieser Feststellung war es durchaus richtig, dass die Fed in ihrer Pressemitteilung nach der letzten Leitzinssitzung die Formulierung tilgte, wonach es bei der Inflationsreduktion weiterhin Fortschritte gebe. Exakt das Gegenteil ist der Fall, denn die Inflationsraten steigen wieder an und im Januar wurde eine Jahresrate von 3,0 % erreicht, also ein Wert, der deutlich über dem Notenbankziel liegt. Die nächste Veröffentlichung ist für kommenden Mittwoch geplant. Zwar fiel der Deflator der persönlichen Konsumausgaben als das von der Fed bevorzugte und strukturell niedrigere Inflationsmaß zuletzt von 2,6 % auf 2,5 %, aber auch dieses Niveau ist noch zu hoch, zumal der Kern-Deflator ohne Energie und Lebensmitteln bei 2,6 % lag.

Allgemein gesprochen nahm die Reihe der aus Fed-Sicht negativen Inflationsdaten im Februar überhaupt kein Ende. Die Jahresrate des Anstiegs der Produzentenpreise auf Endverbraucherebene wurde im Januar mit 3,5 % festgestellt und damit 0,2 Prozentpunkte höher als vom Markt erwartet. Gleichzeitig musste der Dezemberwert von 3,3 % auf 3,5 % nach oben revidiert werden. Ohne Energie und Lebensmittel war für den Dezember eine Aufwärtsrevision von 3,5 % auf 3,7 % notwendig, dem ein minimaler Rückgang auf 3,6 % im Januar folgte. Das Tüpfelchen auf dem i war jedoch die Bekanntgabe der Inflationserwartungen als Teil der monatlichen Verbraucherumfrage durch die Universität Michigan. Auf Sicht von einem Jahr stiegen die Erwartungen um einen vollen Prozentpunkt auf 4,3 %

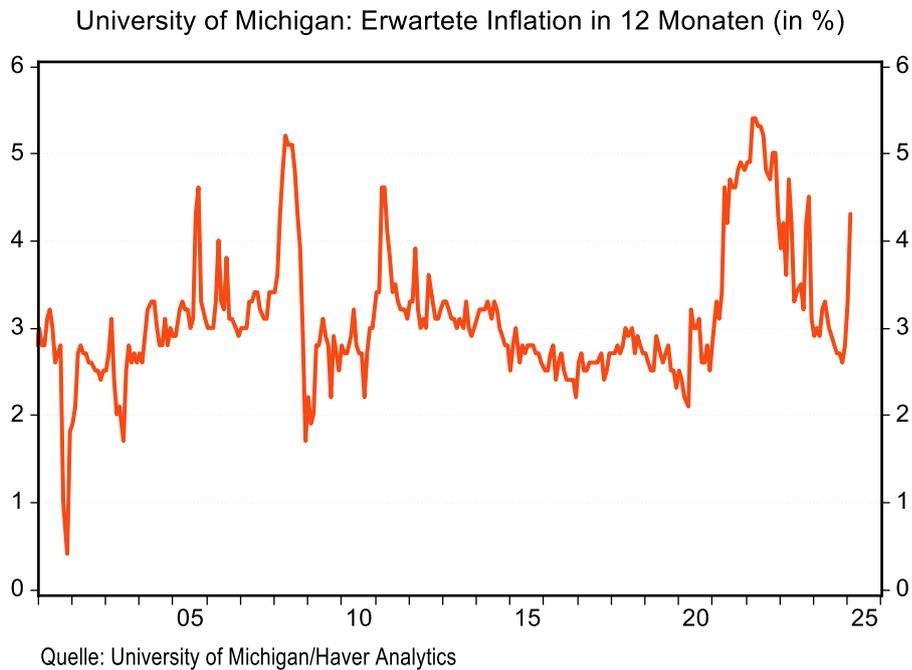
Die Fed hat keine Eile mit weiteren Zinssenkungen...

...und möchte offiziell die Wirkungen der bisherigen Zinssenkungen abwarten,...

...wobei die Inflationsdaten zuletzt wieder höher ausfielen...

...und die Inflationserwartungen explodierten.

(siehe Grafik), auf Sicht von fünf bis zehn Jahren ergab sich ein Anstieg von 3,2 % im Januar auf 3,5 % im Februar.



Der Grund für die gestiegenen Inflationserwartungen der Privathaushalte ist eindeutig in der Nachrichtenlage und hier insbesondere in der Sorge vor den Auswirkungen der Trump'schen Zollpolitik zu suchen. Auch wenn das Ausmaß des Anstiegs übertrieben erscheint, da sich die Verbraucherpreise selbst bei sehr hohen Zollsätzen zunächst vermutlich nur im Nachkommabereich erhöhen werden, muss die Fed außerordentlich wachsam sein. Nichts führt so sehr zu einer hartnäckigen Inflation wie die Erwartung der Wirtschaftsakteure, dass die Inflation hartnäckig hoch bleiben wird. Auf der anderen Seite bestehen durchaus Gründe, von einem zukünftig weiterhin sinkenden Leitzinsniveau auszugehen, nämlich dann, wenn sich die Unsicherheiten über die Wirtschaftspolitik Trumps zu einer nachhaltigen Vertrauenskrise ausweiten und in einem Abschwung münden werden. Die oben ausgeführte negative Deutung der konjunkturellen Entwicklung sorgte jedenfalls dafür, dass die Markterwartungen nun bei drei Leitzinssenkungen um jeweils 25 Basispunkte bis zum Jahresende liegen, während noch Mitte Februar lediglich eine Zinssenkung im Jahresverlauf angenommen wurde.

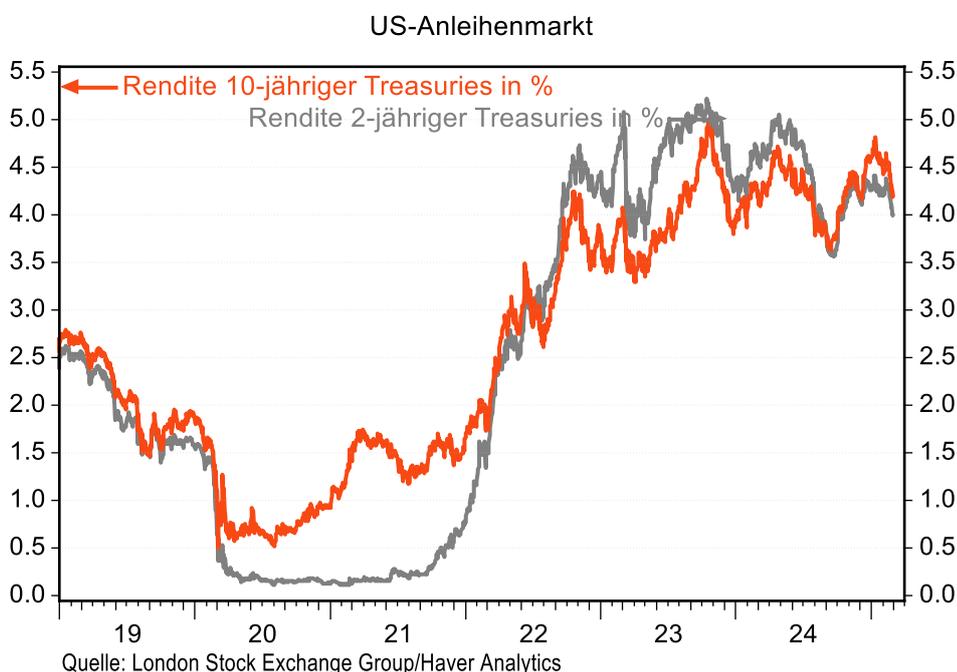
Am Markt werden aktuell wieder drei Leitzinssenkungen eingepreist.

Bildlich gesprochen fährt Notenbankchef Powell seinen geldpolitischen Wagen derzeit im Leerlauf und mit den Füßen weit entfernt vom Gas- und Bremspedal, um möglichst leise am neuen Sheriff in der Stadt vorbeizurollen. Dementsprechend erwartet der Markt sowohl für die kommenden Zinssitzung in der übernächsten Woche wie auch für die Zusammenkunft des geldpolitischen Entscheidungsgremiums Anfang Mai eher keine Leitzinssenkung. Jüngst äußerte sich Donald Trump sogar andeutungsweise positiv über den Fed-Chef, doch dieser muss weiterhin mit der Sorge leben, dass seine Institution zur Seite gewunken und einer harschen Kontrolle unterzogen werden könnte.

Rentenmarkt

Der Jahresauftakt am US-Rentenmarkt lässt sich grob gesprochen in zwei Phasen einteilen. Zunächst setzte sich in den ersten Januartagen der Renditeanstieg fort, der im Grunde genommen bereits Mitte September 2024 begann. Er war das Ergebnis des sich abzeichnenden Wahlsiegs von Donald Trump bei der Präsidentschaftswahl und nach einer kurzen Pause Ende November beziehungsweise Anfang Dezember setzten die Märkte die Einpreisung eines steigenden Budgetdefizits unter dem neuen Präsidenten fort. Angesichts der umfassenden Steuersenkungspläne von Trump droht bekanntlich ein hohes Budgetdefizit und folglich ein höheres Angebot von Staatsanleihen, das unter sonst gleichen Umständen zu höheren Renditen führen sollte.

Die Erzählung von scheinbar ewig steigenden Renditen...

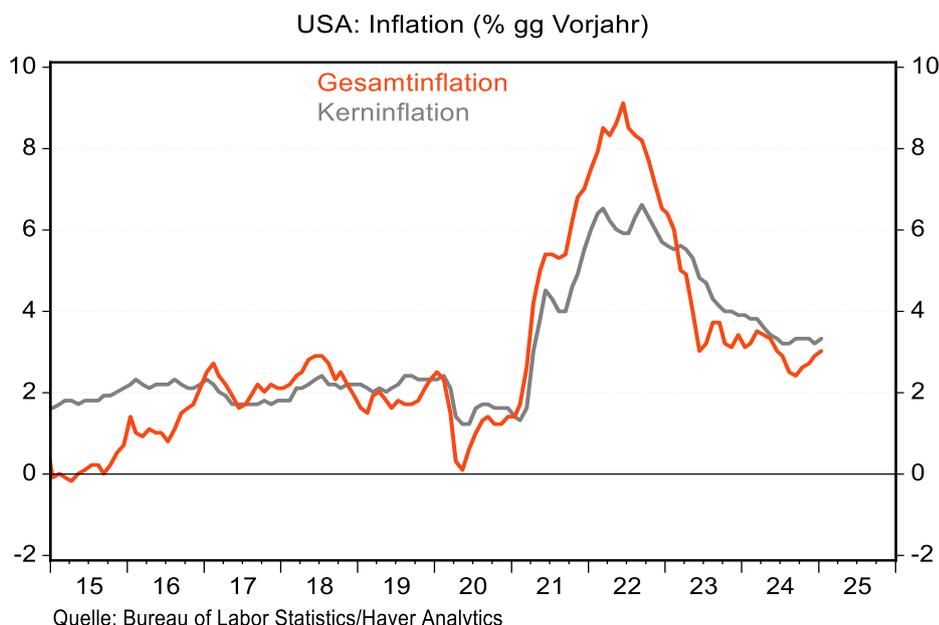


Erst bei einem Stand der Rendite von Staatsanleihen mit 10-jähriger Restlaufzeit in Höhe von rund 4,8 % setzte Mitte Januar ein Umschwung ein. Der Auslöser hierfür war die Veröffentlichung von Inflationsdaten für den Dezember, die leicht besser als von den Märkten erwartet ausfielen. So stieg die Jahresrate zwar von 2,7 % auf 2,9 % an, aber diese Bewegung war erwartet worden. Dagegen stagnierte die Jahresrate ohne Energie und Lebensmittel nicht wie vom Markt erwartet bei 3,3 %, sondern sie fiel um einen Zehntel Prozentpunkt auf 3,2 %. Letztlich ist der Nachrichtenwert von solchen minimalen Abweichungen gering, doch der eigentliche Grund für den einsetzenden Renditerückgang dürfte die damals starke Short-Positionierung von Spekulanten auf dem Rentenmarkt gewesen sein. Offenbar wurde der kurze Zeit später erfolgte Amtsantritt von Herrn Trump als sichere Wette auf einen fortgesetzten Renditeanstieg betrachtet, doch mit den aus dieser Perspektive ungünstig ausgefallenen Inflationsdaten wurden die Spekulanten auf dem falschen Fuss erwischt, und sie mussten ihre Positionen nach und nach glattstellen. Hierbei spielte vermutlich auch eine Rolle, dass angesichts des scheinbar nachlassenden Inflationsdrucks eine Leitzinssenkung der Notenbank wieder realistischer erschien als zuvor.

...wurde durch vorteilhafte Inflationsdaten gestoppt.

Der somit begonnene Renditerückgang setzte sich dann unter Schwankungen bis diese Woche fort, und am Dienstag rentierten 10-jährige US-Staatspapiere bei 4,12 %, bevor die umfassenden Ausgabenpläne der nächsten deutschen Bundesregierung zu einem europäischen Renditesprung führte, der ausnahmsweise auch Schockwellen an die Wall Street aussandte und zu einem Anstieg auf aktuell 4,25 % beitrug. Die Nachrichtenlage zur Inflation spielte bei der mehrwöchigen Abwärtsbewegung der Renditen allerdings keine wesentliche Rolle mehr. Am 12. Februar wurde für den Januar immerhin ein überraschender Wiederanstieg der Kernrate ohne Energie und Lebensmittel von 3,2 % auf 3,3 % gemeldet und die Jahresrate der Inflation stieg ebenfalls entgegen den Erwartungen um einen Zehntel Prozentpunkt von 2,9 % auf 3,0 % an. Immerhin ist dies bereits der vierte Anstieg in Folge (siehe Grafik unten). Der Grund hierfür lag auch nicht in statistischen Basiseffekten, die häufig einen verzerrten Eindruck hinterlassen, sondern in einer unerwartet deutlich gestiegenen Teuerung gegenüber dem Vormonat. Ein deutlich größeres Unbehagen dürfte der Notenbank dazu der oben angesprochene Anstieg der umfragebasierten Inflationserwartungen beschert haben.

Zuletzt stieg die Inflationsrate aber wieder an.



Der dennoch fortgesetzte Renditerückgang lässt sich einerseits mit den bereits thematisierten Konjunktursorgen erklären und in einem noch viel stärkeren Ausmaß mit den ersten politischen Entscheidungen der neuen Administration. Entgegen den Erwartungen zeichnet sich bislang nämlich keine erhöhte Emissionstätigkeit ab. Dies stellt für die Märkte durchaus eine Überraschung dar, denn der neue Finanzminister der USA, Scott Bessent, griff seine Vorgängerin Janet Yellen in den Wochen zuvor stark an. Demnach habe Yellen die Emission von langlaufenden Anleihen künstlich niedrig gehalten, um die Renditen für Immobilienkredite nicht zusätzlich zu erhöhen, was die Stimmung im Wahlkampf von Kamala Harris hätte belasten können. Außerdem äußerte das US-Schatzamt unter Yellen in einer Art „forward guidance“, dass es „zumindest für die nächsten paar Quartale“ keinen Anstieg der Emissionstätigkeit am langen Ende der Zinsstrukturkurve erwarte, was wiederum von Bessent als ungerechtfertigte Vorfestlegung für die neue Regierung kritisiert wurde. Der bisherige Hedgefondsmanager versuchte deshalb, die

Der Renditerückgang geht auf politischen Streit im Schatzamt zurück,...

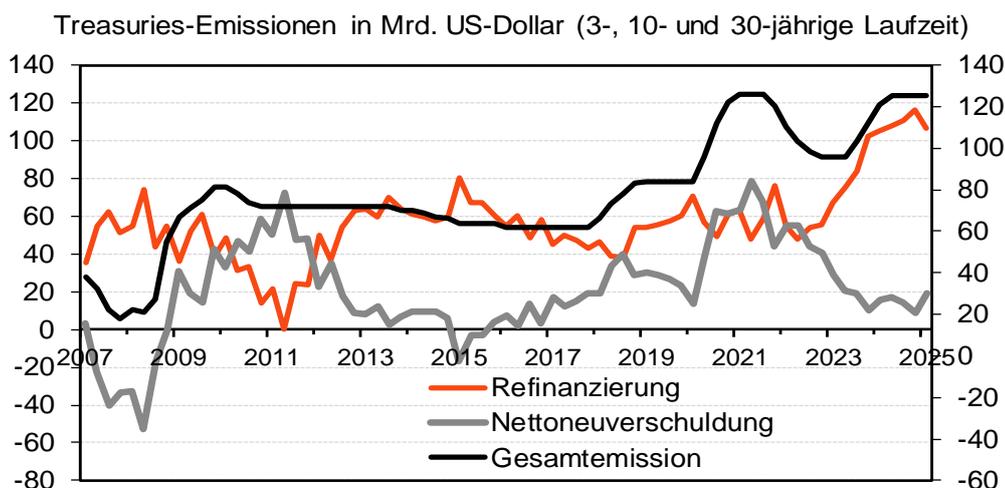
Einschätzung des Schatzamtes zu verwässern, indem er von „wenigen“ Quartalen sprach, für welche die Festlegung gelte.

Die Kritik Bessents wurden vom berühmten Wirtschaftsprofessor und Fondsmanger Nouriel Roubini geteilt. Zumindest auf den ersten Blick erscheinen die Vorwürfe jedoch insofern etwas luftig, da die Emissionstätigkeit des US-Schatzamtes in den Monaten vor der Präsidentschaftswahl im mittel- bis langfristigen Laufzeitenbereich vollkommen unverändert geblieben ist, während sich die Liquiditätssituation für den Staat nicht verschlechterte. Das sogenannte Treasury Account bei der Notenbank bewegte sich unter den üblichen Schwankungen im Bereich von etwa 800 Mrd. US-Dollar und erst nach der Präsidentschaftswahl ergab sich ein Rückgang auf zuletzt knapp 560 Mrd. US-Dollar.

Richtig ist allerdings, dass die Auktionen von 3-, 10- und 30-jährigen Papieren, die im „Quarterly Refunding Statement“ des Schatzamtes stets besonders hervorgehoben werden, zuletzt fast ausschließlich der Refinanzierung von alten Schulden diene. Dies liegt nicht zuletzt an der Welle von kurzfristigen Papieren, die ganz besonders während der Corona-Zeit und noch bis in das Jahr 2023 bei bereits deutlich gestiegenen Leitzinsen begeben wurden und die nun auslaufen und refinanziert werden müssen. Yellen hatte sich überdurchschnittlich stark auf kurzfristige Geldmarktpapiere, die Treasury-Bills, konzentriert. Aufgrund der fortlaufenden Fälligkeiten blieb die verfügbare Liquidität an den Märkten somit während Frau Yellens Amtszeit weiterhin hoch, was gemäß Bessent und Roubini den Kampf der Fed gegen die Inflation untergraben und außerdem die Zinssensibilität der ausstehenden Staatsschuld erhöht hätte. Angesichts der nun notwendigen Refinanzierungen beläuft sich die Emissionstätigkeit von Papieren mit 3-, 10- und 30-jähriger Restlaufzeit mit zuletzt 125 Mrd. US-Dollar pro Monat übrigens nur minimal unter dem bisherigen Höchstwert in der Corona-Zeit (siehe Grafik unten) und das Gleiche gilt mit Blick auf die anderen Laufzeiten ab 2 Jahren bis hin zu den „Floating Rate Notes“ mit veränderlichem Kupon. Der Bedarf des Staates an mittel- bis langfristigen Finanzmitteln bewegt sich also aktuell auch ohne die Trump'sche Politik auf dem krisenhaft hohen Niveau.

...der auf den ersten Blick kaum nachvollziehbar ist,...

...und der mit der Refinanzierung des Corona-Schuldenbergs zurückgeht.



Quelle: U.S. Treasury, eigene Darstellung

Zur Überraschung der Märkte wurden im jüngsten „Quarterly Refunding Statement“ vom 5. Februar aber nur die Zahlen der vergangenen Monate fortgeschrieben. Außerdem enthielt die Pressemitteilung erneut die Formulierung, wonach das

Finanzminister Scott Bessent ändert nichts.

Schatzamt erwartet, dass der Umfang der Auktionen „zumindest für die nächsten paar Quartale“ beibehalten werden wird.

Hierzu ist allerdings anzumerken, dass es Finanzminister Bessent kurz nach Aufnahme der Amtsgeschäfte noch nicht geschafft haben könnte, das Schatzamt nach seinen Vorstellungen auszurichten und insbesondere sein Team für übergeordnete Führungsaufgaben zusammenzustellen. Es könnte also noch ein bisschen dauern, bis Bessent seine Vorstellungen von einer eher langfristigen Schuldenfinanzierung durchsetzen könnte. Aus seiner Sicht würde die Festschreibung des gegenwärtigen Zinsniveaus jedenfalls für eine verstärkte Hinwendung zu längeren Laufzeiten sprechen. Sollte sich die Zollpolitik Trumps tatsächlich als inflationär erweisen und die Fed zu Leitzinsanhebungen bewegen, dann wäre eine Konzentration auf Langläufer sicherlich mit einem kleineren Zinsänderungsrisiko verbunden. Immerhin sorgte die Kombination aus steigenden Leitzinsen und Renditen bei dem gleichzeitig hohen und kurzfristig finanzierten Finanzbedarf des Staates für einen Anstieg des Anteils der Zinsausgaben an den Steuer- und sonstigen Einnahmen des Schatzamtes von rund 8 % 2022 auf zuletzt etwa 17 %. Zweitens sind die langfristigen Renditen wie beschrieben zuletzt deutlich gesunken, weshalb die Ausgabe von langlaufenden Papieren für den Staat aktuell deutlich günstiger ist als noch vor einem Monat.

Bessent könnte sich zukünftig durchaus vermehrt auf längere Laufzeiten konzentrieren.

Die Rentenmärkte spiegeln die Sorge vor einer Konjunkturverschlechterung in Form sinkender Renditen wider. Außerdem scheint es ausgehend von dem ohnehin schon hohen Niveau des Umfangs der Treasuries-Auktionen zumindest unmittelbar keinen weiteren Anstieg zu geben, weshalb die Wetten mancher Spekulanten auf einen vermeintlich sicheren Renditeanstieg nicht aufgegangen waren. Da größere Auktionen vermutlich aber nicht aufgehoben, sondern nur aufgeschoben wurden, ist im weiteren Verlauf ein leichter Renditeanstieg durchaus wahrscheinlich.

Aktienmarkt

Nach dem überaus positiven Aktienjahr 2024 kann der Jahresauftakt 2025 nur als Enttäuschung bezeichnet werden. In den ersten Januartagen fand per Saldo lediglich eine Seitwärtsbewegung statt, und die großen Indizes wie der S&P 500, der zuletzt in der ersten Dezemberhälfte ein neues Allzeithoch erreicht hatte, schienen sogar kurzfristige Abwärtstrends herauszubilden. Ein Grund hierfür war vermutlich das Verhalten von institutionellen Investoren. Sie wendeten sich mit Beginn des neuen Jahres offenbar eher den zurückgebliebenen europäischen Märkten zu und bescherten den dortigen Indizes innerhalb weniger Wochen zweistellige prozentuale Zuwachsraten. Der hoch bewertete US-Aktienmarkt erschien grundsätzlich weniger attraktiv.

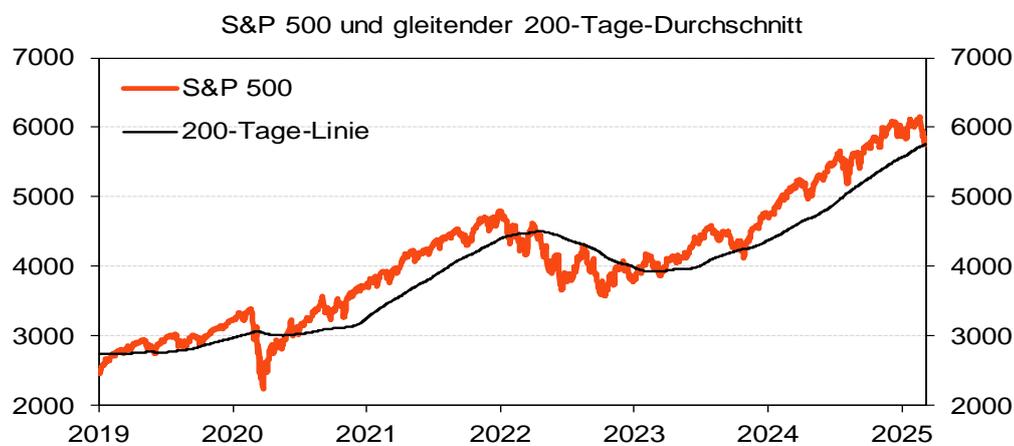
Institutionelle Anleger konzentrierten sich auf europäische Aktien,...

Erneute Kurssteigerungen setzten dann in der zweiten Januarhälfte ein, die unter anderem auf den vollmundigen „KI“-Investitionsplänen von Donald Trump unter dem Arbeitsnamen „Stargate“ beruhten, bevor dann der Schock aufgrund des neuen chinesischen „KI“-Modells DeepSeek R1 Ende Januar die Tech-Werte auf Tauchfahrt schickte. Ein nachhaltiger und bis heute andauernder Rücksetzer des Aktienmarktes setzte in der zweiten Februarhälfte vor dem Hintergrund des eskalierten Zollstreits ein. Gegenwärtig befindet sich die Börsen deshalb in einer charttechnisch und fundamental schwierigen Situation. Der Leitindex S&P 500

...während US-Techwerte durch chinesische Konkurrenz getroffen wurden.

befindet sich nach einem Rückgang um 6,7 % seit dem Allzeithoch vom 19. Februar exakt auf seinem gleitenden 200-Tage-Durchschnitt. Dabei ist der Index gemessen an technischen Indikatoren wie beispielsweise dem Relative-Stärke-Index nahe am oder im überverkauften Bereich. Eine Gegenbewegung erscheint insofern denkbar, und eine Blaupause hierfür stellt der Rücksetzer Anfang August 2024 dar, als der S&P 500 nach einem Niedergang um 9,7 % gemessen am bisherigen Verlaufshoch wieder nach Norden drehte. Die Turbulenzen wurden damals durch die leicht restriktivere japanische Geldpolitik ausgelöst, die Spekulanten zur Glättstellung von Yen-Krediten veranlasste, die wiederum dem Kauf von US-Aktien diente. Seinerzeit drehte der S&P 500 leicht oberhalb der 200-Tage-Linie. Typischerweise kommen solche „Dips“ pro Jahr ein- bis zweimal vor, und da sie in grundsätzlich nach oben gerichteten Trends eine günstige Kaufgelegenheit darstellen, hat sich das Börsen-Bonmot „Buy every dip“ gebildet.

Befindet sich der US-Aktienmarkt aktuell in einer Korrektur...



Quelle: Haver Analytics, eigene Darstellung

Selbstverständlich ist der Rückgang eines Aktienindex nach einem vorherigen Anstieg mit Touchierung der 200-Tage-Linie kein verlässlicher Indikator für einen zeitnahen Wiederanstieg der Kurse. Dies verdeutlichen die nachhaltigen Einbrüche im Zuge der Corona-Krise 2020 und der Leitzinswende 2022, die auch im obigen Chart erkennbar sind. In der gegenwärtigen Situation ist die Lage nicht eindeutig. Einerseits bestehen im Gegensatz zu 2020 und 2022 keine übergeordneten fundamentalen Negativaspekte, die mit hoher Wahrscheinlichkeit für eine Fortsetzung der Talfahrt sprechen. Andererseits sind insbesondere die US-Technologiemärkte mit ihrer hohen Bewertung – der S&P 500 kommt aktuell auf ein KGV von 23,3 – für eine größere Korrektur anfällig. Die unsichere Zollsituation kommt noch hinzu, wobei die Märkte darüber rätseln, ob es so etwas wie einen „Trump-Put“ gibt, also eine Rückabsicherung vor zu stark sinkenden Kursen, an denen der Präsident sein politisches Handeln misst.

...oder am Beginn eines Bärenmarktes?

Angesichts der charttechnisch spannenden Lage sollte das Börsengeschehen in den USA in den kommenden Tagen noch aufmerksamer als sonst verfolgt werden. Die 200-Tage-Linie gilt zu Recht als wichtige Unterstützung, deren Bruch zusätzlichen Verkaufsdruck auslösen kann. Allerdings erscheinen manche Aktien aufgrund der gefallen Kurse durchaus wieder attraktiv, und dies gilt für europäische Anleger nach der Euro-Aufwertung in dieser Woche in besonderem Maße.

Prognoseübersicht

G3 (+UK) Konjunkturindikatoren und Wechselkurse

	Reales BIP Wachstum (%)					Inflation (CPI) ¹					Arbeitslosenquote (%) ¹				
	2021	2022	2023	2024e	2025e	2021	2022	2023	2024	2025e	2021	2022	2023	2024	2025e
EWU	5,3	3,5	0,5	0,7	0,8	2,6	8,4	5,5	2,4	2,0	7,7	6,7	6,5	6,4	6,5
- DE	3,2	1,8	-0,3	-0,2	0,0	3,1	6,9	6,0	2,3	2,0	5,7	5,3	5,7	6,0	6,3
UK	7,4	4,1	0,1	0,2	1,0	2,6	9,0	7,4	2,5	2,5	4,6	3,7	4,0	4,4	4,6
USA	5,7	2,1	2,5	2,8	2,4	4,7	8,0	4,1	3,0	2,6	5,4	3,6	3,6	4,1	4,2
Japan	1,7	1,0	1,9	1,0	1,2	-0,2	2,5	3,3	2,7	2,1	2,8	2,6	2,6	2,5	2,5

	Leistungsbilanz (% des BIP)					Budgetsaldo (% des BIP)					Wechselkurs (US\$) ²				
	2021	2022	2023	2024e	2025e	2021	2022	2023	2024e	2025e	2021	2022	2023	2024	2025e
EWU	2,8	-0,7	1,9	1,4	2,4	-5,3	-3,6	-3,5	-2,7	-3,1	1,14	1,07	1,10	1,10	1,06
- DE	7,7	4,2	6,8	6,6	6,4	-3,6	-2,5	-2,9	-1,7	-2,0	-	-	-	-	-
UK	-1,5	-3,8	-2,2	-3,7	-2,8	-8,3	-5,5	-4,5	-3,9	-4,3	1,35	1,21	1,27	1,27	1,23
USA	-3,6	-3,8	-3,0	-2,8	-3,1	-11,6	-3,7	-8,2	-7,4	-7,6	-	-	-	-	-
Japan	3,9	2,1	3,4	3,7	3,6	-6,2	-6,9	-5,6	-3,7	-6,1	115	131	141	157	150

¹ Jahresdurchschnitt

² US\$ gg. Währung, Japan: JP¥ 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)				
	2021	2022	2023	2024	2025e	2021	2022	2023	2024	2025e
EWU	-0,5	2,0	4,0	3,0	1,75	-0,18	2,57	2,02	2,370	In Überarbeitung
UK	0,25	3,5	5,25	4,75	4,25	0,97	3,67	3,54	4,57	4,5
USA	0,0-0,25	4,25-4,5	5,25-5,5	4,25-4,5	4,0-4,25	1,51	3,87	3,88	4,57	4,5
Japan	-0,1	-0,1	-0,1	0,25	0,75	0,07	0,422	0,61	1,10	1,40

Angaben jeweils zum Jahresende

¹ EWU: Einlagensatz; 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

	Q3 22	Q4 22	Q1 23	Q2 23	Q3 23	Q4 23	Q1 24	Q2 24	Q3 24	Q4 24	07.03.
CRB-Index**	268,3	277,7	267,7	262,0	284,5	263,8	290,3	290,5	284,9	296,7	301,7
Ölpreis (Brent)*	88,0	85,9	79,8	74,9	95,3	77,0	87,5	86,4	71,8	74,6	70,7

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.