

Kapitalmarktbericht USA

Nr. 3: Trumpelnder Zoll- Elefant im volkswirtschaft- lichen Porzellanladen



9. Mai 2025

Konjunktur und Geldpolitik: Mit der Verkündung von hohen Zöllen Anfang April hat US-Präsident Trump seine Kaltblütigkeit oder Bedenkenlosigkeit erneut unter Beweis gestellt, das Risiko von Schäden für das eigene Land in Kauf zu nehmen, um glaubwürdig Handelsgespräche mit dem Ausland führen zu können. Der Preis wird nach aktuellem Stand eine gedämpfte Konjunktur in den kommenden Monaten sein, aber eine Rezession ist noch nicht in Sicht. Aufgrund der Unwägbarkeit, ob die aktuell geltenden Zölle eher die Inflation anheizen oder zu einer erhöhten Arbeitslosigkeit führen, belässt die Notenbank ihre Leitzinsen bis auf weiteres unverändert.

Rentenmarkt: Das Zollchaos führte nur kurzfristig zu einer Flucht in den sicheren Hafen der US-Staatspapiere und damit zu sinkenden Renditen. Im weiteren Verlauf zeichneten sich Ansätze einer Vertrauenskrise ab, doch zwischenzeitlich haben sich die Renditeniveaus wieder normalisiert. Bis zum Jahresende dürfte sich die Zinsstrukturkurve leicht versteilern.

Aktienmarkt: Aufgrund der gestiegenen Rezessionsängste sanken die Aktienkurse Anfang April in einer Geschwindigkeit, wie es zuletzt im Zuge der Corona-Krise zu erleben war. Der generellen Beliebtheit von Aktien als Kapitalanlage schadete diese Episode jedoch nicht, denn die Angst, lukrative Schnäppchen zu verpassen, führte seit der Verschiebung der Zölle zu einer zügigen Erholungsbewegung. Auf dem aktuellen Niveau scheint zunächst eine Verschnaufpause angemessen.

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

Konjunktur und Geldpolitik

Der letzte Kapitalmarktbericht USA vom 7. März enthielt die Feststellung, dass Präsident Donald Trump bis dahin zwar die Börsen, jedoch noch nicht die Konjunktur aus dem Takt gebracht hat, aber er enthielt gleichzeitig die Warnung vor einer zukünftig gedämpften Wirtschaftsentwicklung durch die erratische Zollpolitik. Die vergangenen zwei Monate bestätigten dieses Bild in vollem Umfang. Dabei waren die zwischenzeitlichen Entwicklungen sogar noch etwas bedrückender als zunächst befürchtet. Im Mittelpunkt der Geschehnisse stand bekanntlich der von Herrn Trump als „Liberation Day“ betitelte 2. April, an dem er nach seiner eigenen Einschätzung die bislang vom Ausland übervorteilte US-Wirtschaft mit der Verkündung von „reziproken Zöllen“ befreite. Zu den weiteren Höhepunkten des Dramas gehören die Eskalation des Zollstreits mit China sowie die Verschiebung eines Großteils der Zölle für alle sonstigen Staaten um 90 Tage am 9. April.

Angesichts der Turbulenzen an den Börsen traten grundsätzliche Aspekte etwas in den Hintergrund, die für die Beurteilung der Lage nicht ganz unwichtig sind. Mit dem von Herrn Trump geprägten Begriff „reziproke Zölle“ sind jedenfalls klassische Vergeltungszölle gemeint, die das Ausland im grundsätzlich gleichen Ausmaß treffen sollen wie das bislang für die US-Wirtschaft in dem jeweiligen Ausland der Fall gewesen sein soll. Als Besonderheit sollen die „reziproken Zölle“ der USA auch sogenannte nicht-tarifäre Handelshemmnisse des Auslands sowie angebliche Währungsmanipulationen zur Verbesserung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit der Exportindustrie berücksichtigen. Zumindest hat dies Trump bei seiner Pressekonferenz im Rosengarten des Weißen Hauses so behauptet. Wie bereits in unserem Sonderbericht zum Zollkrieg vom 7. April beschrieben, erfüllen die vorgestellten Zahlen diesen Anspruch aber nicht. Vielmehr handelt es sich bei der Bemessung der vermeintlichen Benachteiligung der US-Wirtschaft nur um denjenigen Prozentwert, welche sich aus der Gegenüberstellung der jeweiligen Defizite der USA im Warenhandel gegenüber dem gesamten Warenhandel mit dem jeweiligen Staat ergeben. Durch diese stark vereinfachte Vorgehensweise wird beispielsweise Ländern mit besonders leistungsfähigen Unternehmen gegenüber ihren US-amerikanischen Konkurrenten eine unfaire Handelspolitik unterstellt, wo eigentlich nur Effizienzunterschiede vorliegen. Außerdem wird der Dienstleistungshandel, bei dem die großen Technologiekonzerne der USA eine gewichtige Rolle einnehmen, überhaupt nicht betrachtet. Im Grunde genommen handelt es sich aus diesen und weiteren Gründen bei den berechneten Zollsätzen des Auslands und den hiervon abgeleiteten und in der Regel nur halb so hohen „reziproken Zöllen“ der USA wie bereits im Sonderbericht formuliert um blanke Willkür.

Für die zukünftige Entwicklung ist es natürlich unerheblich, wie die Zollsätze zustande kamen, und außerdem gelten die hohen individuellen Abgaben aufgrund der 90-tägigen Verschiebung derzeit ohnehin nicht. Nach aktueller Planung dürften die Zölle erst am 7. Juli in Kraft treten – sofern der US-Präsident nicht eine weitere Verschiebung anordnet oder ein früheres Inkrafttreten. Außerdem finden aktuell zwischen den USA und mehr als einem Dutzend Staaten Gespräche über den Abbau von Handelsbarrieren statt, beziehungsweise in der Sprache von Herrn Trump, von vorteilhaften „Deals“. An vorderer Stelle stehen dabei Japan, Südkorea, Taiwan und Indien, also Produktionsländer strategisch wichtiger Güter wie beispielsweise Computerchips. Das erste Abkommen wurde gestern mit dem

Der April war geprägt durch Trumps Drama...

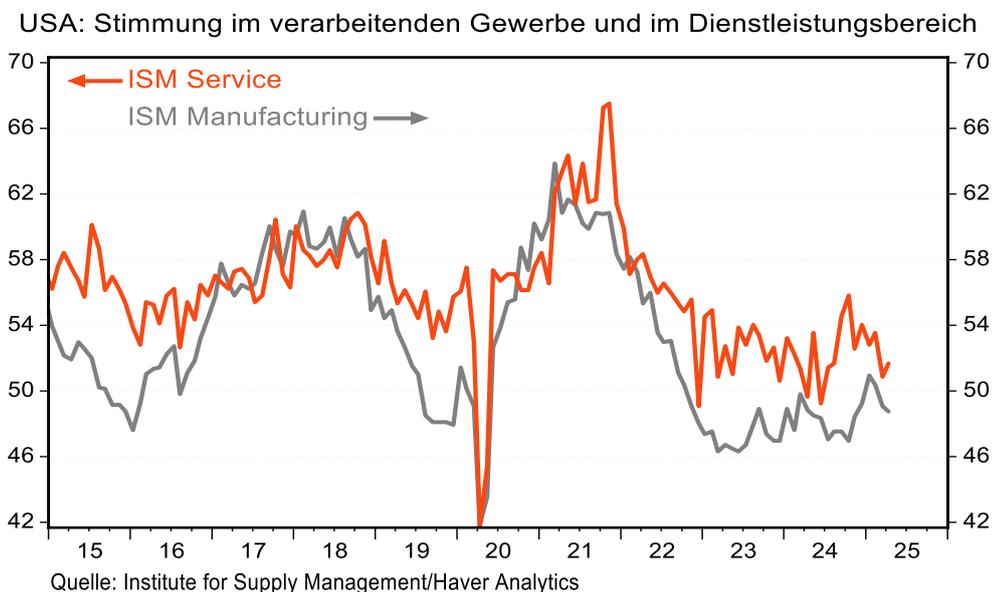
...um offenbar willkürlich ausgewürfelte Zollsätze,...

...und nun werden Handelsabkommen erwartet.

Vereinigten Königreich geschlossen. Es beinhaltet aber nur einige Ausnahmen und Erleichterungen, vor allem im Stahl-, Aluminium-, Flugzeug- und Autohandel, während der Basiszoll von 10 % weiterhin bestehen bleiben soll. Viele Details sind offenbar noch nicht geklärt. Auch die Gespräche zwischen den USA und China, die wie zu Zeiten des Kalten Krieges in der neutralen Schweiz stattfinden, stehen vermutlich erst am Anfang.

Diese Entwicklungen und die Verschiebung der individuellen Zölle bedeuten jedoch nicht, dass die Welt nach einem turbulenten April derzeit die gleiche ist wie vor dem „Liberation Day“. Erstens wurden die Zollmauern von der US-Administration trotz allem ein Stück weit angehoben, nämlich auf den am 2. April verkündeten und oben erwähnten Basissatz von 10 %, der für alle Staaten unabhängig vom Handelsdefizit der USA gilt. Daneben sind die Zölle auf Stahl und Aluminium sowie teilweise auf Autos und Autoteile in Kraft. Nicht vergessen darf darüber hinaus der prohibitiv hohe Zollsatz von 145 % für Einfuhren aus China nach der Eskalation in der ersten Aprilhälfte. Da ausgesprochen viele Konsumgüter von Schuhen über Spielzeug und Küchenutensilien bis hin zu hochpreisiger Unterhaltungselektronik in US-amerikanischen Haushalten ihren Ursprung in China haben, dürften sich nach dem aktuellen Stand in absehbarer Zeit entweder Versorgungsengpässe oder deutliche Preissteigerungen bemerkbar machen. Eine von der US-Zollbehörde veröffentlichte, aber vom Weißen Haus nicht bestätigte Mitteilung über die freie Einfuhr von Smartphones, Festplatten, Flachbildschirmen und Chips könnte möglicherweise Linderung verschaffen. Sie wurde in der Presse als „Lex Apple“ verspottet, was mehr als einen Hauch von Günstlingswirtschaft mit sich bringt, weshalb dieser Handlungsstrang im Zolldrama später versandete.

Die trotz Verschiebung der „reziproken Zölle“ erhöhten Zollmauern...



Zweitens dürfte allein schon der Zollstreit der letzten Wochen ausgereicht haben, um die Konjunktur zu dämpfen, beispielsweise da zwischenzeitlich Investitionen auf Eis gelegt wurden. Hierauf aufbauend könnte die Unsicherheit, in welchem Umfang die Konjunktur beeinträchtigt wurde, ebenfalls einen dämpfenden Effekt nach sich ziehen. Momentan sind weitere typische, selbstverstärkende Effekte zu beobachten, beispielsweise gesenkte Unternehmensausblicke im Rahmen der noch laufenden Quartalsberichtssaison. Hinzu kommt das Risiko über ein potenzielles Wiederaufleben der Zölle Anfang Juli oder bereits früher, falls die

...belasten das Wachstum.

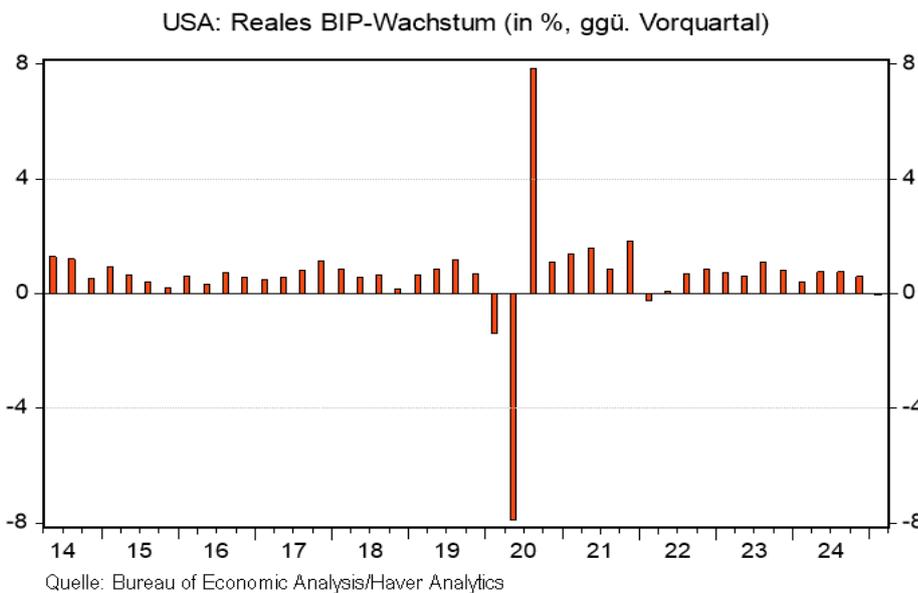
Handelsgespräche doch nicht so laufen wie erhofft. Der Internationale Währungsfonds reduzierte seine Prognose für das Wirtschaftswachstum in den USA in diesem Jahr jedenfalls von 2,7 % auf 1,8 %. Selbstverständlich stellt diese Einschätzung nur eine Momentaufnahme dar, auf die weitere Revisionen folgen können.

Eine Verschlechterung der bislang robusten Wirtschaftsentwicklung deuten zumindest die Stimmungsindikatoren an, die stets am schnellsten auf geänderte Rahmenbedingungen reagieren können. Das für den Konsum wichtige Verbrauchervertrauen fiel gemäß Berechnung der Universität Michigan von 57,0 Punkten im März auf 52,2 Punkte im April. Das bisherige Allzeittief aus der Corona-Krise im Jahr 2020 wurde damit nur knapp verfehlt. Der konkurrierende Index des Conference Board brach von 93,9 Punkten im März auf 86,0 Punkte ein, womit die Tiefstände aus der Corona-Zeit ebenfalls nur knapp nicht erreicht wurden. Dieser Index sank in der Vergangenheit allerdings schon auf deutlich geringere Stände, beispielsweise in der Finanzkrise vor rund 17 Jahren.

Das Verbrauchervertrauen brach ein,...

Weniger ausgeprägt verlief die Abwärtsentwicklung der Einkaufsmanagerindizes (siehe vorige Seite). Das Institute for Supply Management (ISM) meldete für das verarbeitende Gewerbe einen Rückgang von 50,3 Punkten im Februar auf 49,0 Punkte im März und schließlich auf 48,7 Punkten im April. Dieser Indikator deutet damit eine leichte Kontraktion für seinen Wirtschaftssektor an. Dies ist aber kein unbekannter Zustand, denn die Industrieproduktion der USA war von Sommer 2023 bis Herbst 2024 überwiegend rückläufig, und das Absinken des Einkaufsmanagerindex stellt nur eine Korrektur der zwischenzeitlichen Euphorie nach dem Wahlsieg von Herrn Trump dar. Der Index für den Dienstleistungsbereich sank von 53,5 Punkten im Februar auf 50,8 Punkte im März, doch nach dem Zollchaos stieg er sogar leicht auf 51,6 Punkte an. Er hält sich damit weiterhin über der Grenzlinie von 50 Punkten, die nach konventioneller Lesart positives und negatives Wachstum trennt.

...während die Einkaufsmanagerindizes nur zuckten.



Möglicherweise stützte eine Art Sonderkonjunktur im Vorfeld des Zollkonflikts die Laune der befragten Einkaufsmanager in der Industrie und dem Dienstleistungsbereich: Da die Einführung neuer Abgaben auf Importe im Wahlkampf von Donald

BIP-Zahlen bieten nur Blick in den Rückspiegel.

Trump eine dominierende Rolle spielte, war spätestens seit dem Urnengang im letzten November nicht mehr die Frage, ob Zölle kommen werden entscheidend, sondern nur noch, wann und in welcher Höhe. Aufträge wurden deshalb vor allem für Güter mit ausländischen Vorprodukten auf Vorrat erteilt. Das machte sich auch in der jüngst vorgestellten ersten BIP-Schätzung für das 1. Quartal 2025 bemerkbar. Demnach schrumpfte die Wirtschaftsleistung der USA auf das Jahr hochgerechnet um 0,3 %. Das erste Absinken seit drei Jahren dürfte nicht zuletzt auf gesteigerte Importe zurückgehen, die in die volkswirtschaftliche Berechnung als Negativposten eingehen.

Da diese Zahlen zudem nur den Zeitraum Januar bis März abbilden, kann des gesunkene BIP kaum als Kronzeuge für eine Konjunkturertrübung aufgrund des „Liberation Days“ herhalten. Zu den bislang wenigen harten Daten nach dem Zollschock gehört der Arbeitsmarktbericht für April, der mit 167.000 neu geschaffenen Stellen außerhalb der Landwirtschaft und des öffentlichen Sektors kaum verändert gegenüber März und zudem deutlich besser als vom Markt erwartet ausfiel. Da der Bericht üblicherweise nur die Lage bis Mitte des Monats abdeckt, werden die Kapitalmärkte noch etwas abwarten müssen, bis neue Zahlen die wirtschaftlichen Folgen des Chaos vom April sichtbar machen.

Da eine kaskadenförmige Verschlechterung des wirtschaftlichen Umfelds wie beispielsweise 2008 nach der Pleite der Lehman-Bank aktuell jedoch nicht zu erkennen ist, bleibt abgesehen von dem erwartbaren Rückgang des Wachstums vermutlich ein Wiederaufflammen des Zollkonflikts das größte Risiko für die Konjunktur. Jede ehrliche Einschätzung hierzu muss zwangsläufig anerkennen, dass es letztlich unmöglich ist, die sprunghaften und unberechenbaren Handlungen von Donald Trump zu prognostizieren. Dennoch ist es nicht vollkommen vergeblich, sich mit den entscheidenden Momenten des jüngsten Chaos auseinanderzusetzen. Bekanntlich hatte Donald Trump am 9. April die Zölle für 90 Tage verschoben, und an den Märkten kursieren zwei Thesen für diese Entscheidung. Die eine geht davon aus, dass der Einbruch der Aktienmärkte zunächst zu einem zunehmenden Druck auf Trump durch seine Milliardärsfreunde führte, die ihren Reichtum dahinschwinden sahen. Außerdem dürften in Washington die Alarmglocken geläutet haben angesichts der Turbulenzen am Rentenmarkt, auf die später zurückzukommen ist. Demnach dominierte die Einsicht, dass den USA schwerer wirtschaftlicher Schaden zugefügt werde, und am Ende hätten die Märkte als gewissermaßen letzte Instanz Herrn Trump zu einem Kurswechsel gezwungen. Die freundlichere Alternativerzählung geht dagegen davon aus, dass die Kapitalmärkte und das Ausland die Zolldrohungen zunehmend als hohl wahrnahmen und Trump deshalb zu einem Schlag ausholen musste, um Verhandlungen hierbeiführen zu können. Selbstverständlich beendete Trump seinen Bluff rechtzeitig, bevor größere Schäden entstanden.

In beiden Fällen ist das Ergebnis das gleiche, wobei für die zweite Version ein paar Details sprechen. Um den Bluff glaubwürdig zu machen, durfte es keine Eingeweihte geben, vor allem nicht in Zeiten, in denen selbst Kabinettsmitglieder geheime Informationen, die über Leben und Tod entscheiden, sorglos in den sozialen Medien teilen. Auffällig ist jedenfalls, dass selbst Finanzminister Scott Bessent auf dem Höhepunkt der Krise unentwegt versuchte, mit Beschwichtigungen gegenüber der Presse für seinen Chef die Kohlen aus dem Feuer zu holen. Hätte er von dem abrupten Stopp des Manövers gewusst, dann hätte er ruhigere Stunden erleben können. Auf der anderen Seite überrascht die Leichtigkeit, mit der Trump sein Schauspiel aufführte. Nur drei Stunden vor

Der Arbeitsmarkt präsentiert sich bislang robust.

Ist die Verschiebung der Zölle um 90 Tage...

...ein erzwungener Kurswechsel gewesen,...

...oder war er Teil eines Bluffs?

Wiederholungen scheinen möglich.

Bekanntgabe der Zollverschiebung schrieb er auf seiner Kurznachrichtenplattform, man solle ihm vertrauen und aktuell wäre ein guter Zeitpunkt, um Geld zu investieren. Politiker, die von dem Verlauf einer sich zuspitzenden Krise überrumpelt werden, verhalten sich üblicherweise anders. In Erinnerung geblieben sind beispielsweise die totenblasen Gesichter der damaligen Bundeskanzlerin Merkel und ihres Ministers Steinbrück auf dem Höhepunkt der Lehman-Krise 2008. Sollte der erste Erklärungsansatz mit dem Druck der Märkte zutreffen, dann ist die Wahrscheinlichkeit für eine Wiederholung des Zolldramas unwahrscheinlich, da gebrannte Kinder das Feuer scheuen. Im zweiten Fall muss damit gerechnet werden, dass Trump trotz der damit verbundenen Risiken nachlegt, wenn die Verhandlungen seine Erwartungen nicht erfüllen.

Oberzöllner Trump hegte schon lange den Verdacht, dass seine US-amerikanischen Mitbürger im internationalen Porzellanladen über den Tisch gezogen würden. Deshalb stattete er dort Anfang April zusammen mit seinem kleinen Zoll-Elefanten einen Besuch ab. Und nach ein paar turbulenten Szenen, die allen Beteiligten noch lange Zeit in Erinnerung bleiben werden, bemühen sich plötzlich fast alle Händler eindringlich, zuvorkommende Deals abzuschließen. Nur ausgerechnet der wichtige chinesische Händler grollte bislang und deutete an, lieber gar nichts verkaufen zu wollen. Aber in den vergangenen Tagen gab es Hinweise, dass auch er sich rühren möchte. Entscheidend ist nun zum einen, ob die 90-tägige Frist für die Deals mit allen Lieferanten ausreicht, beziehungsweise ob Trump eine Verlängerung gewährt, oder ob er noch einmal seinen Elefanten losschickt um seine Drohkulisse zu erneuern. Zum anderen stellt sich die ökonomische Frage, ob nicht ohnehin bereits zu viel Porzellan zerschlagen wurde, sodass den Privathaushalten und den Firmenkunden die Lust auf Käufe vergangen ist.

Im Gegensatz zu der hohen Nachrichtendichte in den Themenbereichen Konjunktur und Kapitalmärkte in den letzten Wochen gibt es über die Geldpolitik kaum Neues zu berichten. Hinsichtlich der Daten sind allenfalls die zwischenzeitlich veröffentlichten Inflationsraten und Inflationserwartungen zu nennen, die jeweils nicht nach dem Geschmack der Notenbank ausfielen. So musste beispielsweise die Kernrate des Deflators der persönlichen Konsums als das von der Notenbank bevorzugte Inflationsmaß von ursprünglich gemeldeten 2,6 % im Januar auf 2,7 % nach oben revidiert werden und für Februar wurde zunächst ein Anstieg auf 2,8 % bekanntgegeben. Gemäß der jüngsten Veröffentlichung vom 30. April war dann aber auch diese um 0,2 Prozentpunkte auf 3,0 % nach oben anzupassen, während die Preisstagnation des Warenkorbs im März zu einem erwartungsgemäßen Rückgang der Jahresrate auf 2,6 % verhalf. Die sogenannte Headline-Inflation lag zuletzt zwar noch ein bisschen niedriger bei 2,3 % (PCE-Deflator) beziehungsweise 2,4 % (Konsumentenpreisindex), aber in der Summe rangieren diese Daten weiterhin leicht oberhalb der angestrebten Zielmarke von rund 2 %. Dies wiederum rechtfertigt aus Sicht der Notenbank die Beibehaltung einer nach eigener Einschätzung aktuell leicht restriktiven Geldpolitik.

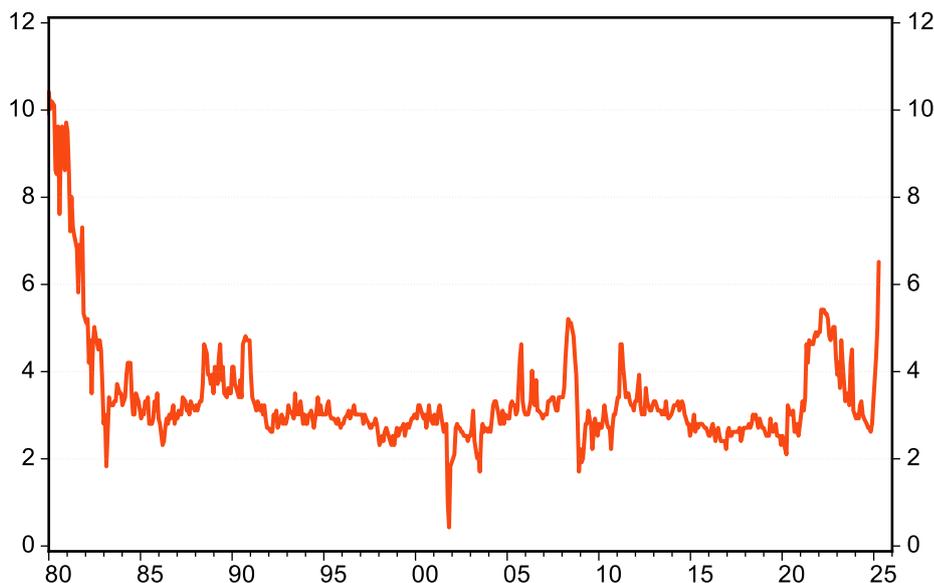
Mit Blick nach vorne steht die Fed vor einer Dilemma-Situation, die Chairman Powell auch auf der Pressekonferenz an diesem Mittwoch ausführlich darstellte: Die drastischen Kursänderungen der Trump-Administration in den Bereichen Deregulierung, Staatsausgaben, Migration und insbesondere Zollpolitik haben das Potenzial, einerseits die Inflation anzuheizen, worauf die Fed dann möglicherweise mit Leitzinserhöhungen reagieren müsste. Besonders deutlich wird dies mit Blick auf die von der Universität Michigan erhobenen Inflationserwartungen der

Die Inflationszahlen sind weiterhin zu hoch.

Die Fed befindet sich in einem Dilemma,...

Privathaushalte auf Sicht von einem Jahr, die zuletzt 6,5 % und damit den höchsten Stand seit 1981 erreichten (siehe Grafik). Andererseits birgt die neue Politik unzweifelhaft die Gefahr einer konjunkturellen Abkühlung bis hin zu einer Rezession. Dies bezeugte die Panik an den Finanzmärkten nach dem „Liberation Day“ eindrucksvoll. In diesem Fall müsste die Fed dagegen die Zinsen senken, um ihren gesetzlichen Auftrag zur Bekämpfung der Arbeitslosigkeit zu verfolgen. Beide Ziele können aber nicht gleichzeitig auf der Agenda stehen, weshalb die Fed abwarten möchte, auf welchem Feld sich ein größerer Handlungsbedarf abzeichnet.

University of Michigan: Erwartete Inflation in 12 Monaten (in %)



Quelle: University of Michigan/Haver Analytics

Die Erwartung, dass die Notenbank vor diesem Hintergrund auf absehbare Zeit überhaupt nicht tätig werden wird, wäre vermutlich jedoch ein Fehler. Am Markt werden derzeit drei bis vier Leitzinssenkungen um jeweils 25 Basispunkte bis zum Jahresende 2025 eingepreist, und auch wenn dieser Umfang etwas übertrieben erscheint, sind ein bis zwei Leitzinssenkungen in der zweiten Jahreshälfte durchaus wahrscheinlich. In diese Richtung deuteten Formulierungen von Chairman Powell auf der Pressekonferenz hin, wozu die seit Jahrzehnten bestehende grundsätzliche Tendenz der US-Notenbank kommt, die Geldpolitik lieber zu lockern als zu straffen und eine etwas zu hohe Inflation weniger stark zu gewichten im Vergleich zu einem Anstieg der Arbeitslosigkeit. Insofern passen die Interessen von Powell und Trump eigentlich ganz gut zusammen. Der US-Präsident hatte die Notenbank in den vergangenen Monaten wiederholt zu stimulierenden Leitzinssenkungen aufgerufen und wurde dabei auch immer wieder gegen Powell in einer Art und Weise ausfällig, die inhaltlich etwas überzogen und auf jeden Fall den Ämtern der beiden unangemessen war. Damit kommt eine menschliche Komponente zur reinen Geldpolitik in derjenigen Form hinzu, dass Powell aktuell unmöglich einer Leitzinssenkung zustimmen kann, ohne sein Gesicht zu verlieren und seine unbestreitbare Reputation als Notenbankchef ein Jahr vor dem Ende seiner Amtszeit. Insofern steht sich Herr Trump selbst im Weg. Immerhin kamen aus dem Weißen Haus zuletzt etwas versöhnlichere Töne. Trump leugnete seine Versuche, eine vorzeitige Entlassung von Herrn Powell angestrebt zu haben. Dieser Machtkampf in Washington hat übrigens eine symbolische Bedeutung über die

...weshalb sie lieber die weiteren Entwicklungen abwarten möchte.

Geldpolitik hinaus. Da es Mitgliedern der demokratischen Partei und überhaupt des Staatsapparates im Sinne der eigentlich hochgelobten „Checks and Balances“ derzeit schwerfällt, Trump Paroli zu bieten, erscheint Powell nach außen wie der eigentliche Oppositionsführer in den USA.

Jerome Powell leitet die Behörde für volkswirtschaftliche Aufräumarbeiten und kämpft dabei schon seit Jahren mit einem strukturellen Problem: Sein einziges Werkzeug ist ein Besen, mit dem er zwei unterschiedliche Aufgaben gleichberechtigt durchführen soll, nämlich einerseits den örtlichen Händlern auf die Mütze hauen, wenn ihre Preise zu schnell wachsen, und andererseits Scherben aufkehren, sofern mal wieder eine Konjunkturparty aus dem Ruder gelaufen ist. Vor kurzer Zeit kam ein zweites Problem in Form der Anstellung von Oberzöllner Trump hinzu. Dieser lässt keine Gelegenheit aus, um gegen Powell zu sticheln und er fordert von ihm, zur allgemeinen Stimmungsaufhellung mit seinem Besen einen Hexenzauber aufzuführen. Eine solche Zweckentfremdung wurde zwar bereits in der Vergangenheit praktiziert, aber nur, als die Händler mit ihren Preisschrauben schliefen. Da Powell jedoch einerseits den großen Scherbenhaufen vor dem volkswirtschaftlichen Porzellanladen sieht und andererseits saftige Preiserhöhungen für neues Geschirr erwartet und zudem noch nicht weiß, wo das größere Problem besteht, hält er seinen Besen bis auf weiteres lieber starr geschultert wie ein aufmerksamer Wachsoldat.

Rentenmarkt

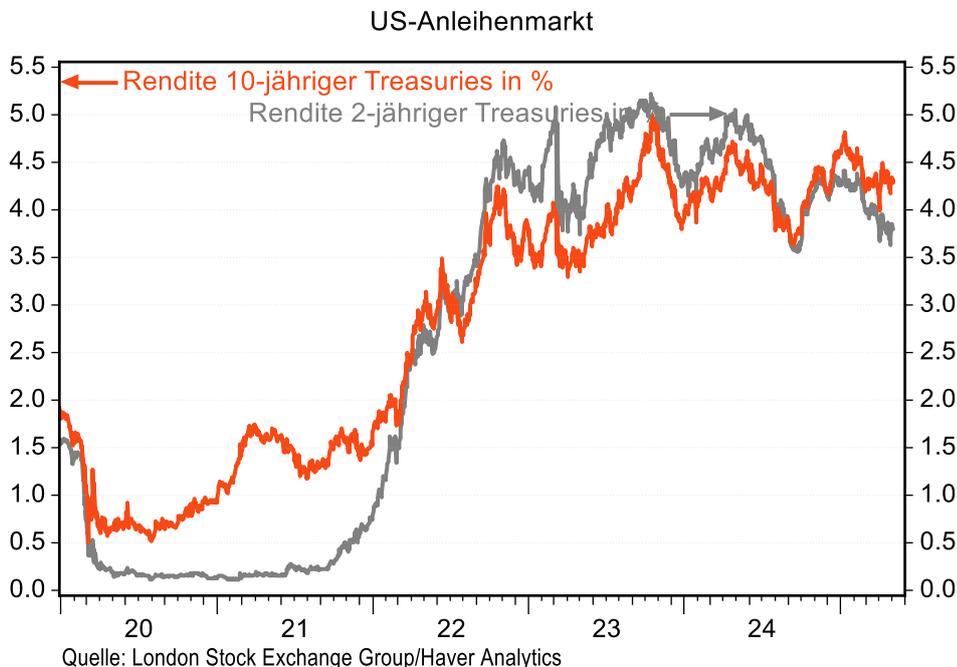
Für die Beschreibung der Geschehnisse an den Kapitalmärkten in einem zurückliegenden Zeitraum bestehen praktisch immer die zwei Optionen der Betrachtung per Saldo und der Beschreibung der zwischenzeitlichen Schwankungen. Bei alleiniger Nutzung der erstgenannten Variante könnte dieses Kapital recht knapp ausfallen, denn die Rendite von US-Staatsanleihen mit 10-jähriger Restlaufzeit beträgt aktuell 4,37 % und befindet sich damit fast auf dem Stand von vor zwei Monaten. Und auf der kurzen Seite der Zinsstrukturkurve hielten sich die Bewegungen per Saldo auch in Grenzen. Die Rendite von Papieren mit 2-jähriger Restlaufzeit setzte ihren Mitte Februar begonnenen Abwärtstrend fort und gab um knapp 14 Basispunkte auf 3,86 % nach. Hier spielt sicherlich die Erwartung von Leitzinssenkungen im weiteren Jahresverlauf eine Rolle.

Natürlich ging der „Liberation Day“ auch an den Rentenmärkten nicht spurlos vorüber und dabei erhielt vor allem eine Anomalie, die von manchen Beobachtern sogar als Strukturbruch gedeutet wurde, große Aufmerksamkeit. In den Stunden vor und den beiden Tagen direkt nach Verkündung der „reziproken Zölle“ spielten US-Staatsanleihen zunächst ihre Stammrolle als sicherer Hafen für Kapital in unsicheren Zeiten. Die hohe Nachfrage und der daraus resultierende Kursanstieg der Papiere machte sich spiegelbildlich in einem Renditesturz um rund 35 Basispunkte beziehungsweise einem Renditetief am 4. April bei gut 3,85 % bemerkbar. Am darauffolgenden Montag begann die Rendite inmitten der allgemeinen Marktpanik aber zu steigen und sie erreichte am Freitag, dem 11. April, bei knapp 4,59 % den höchsten Stand seit Mitte Februar. Die zwingende Schlussfolgerung hieraus lautete, dass in großem Stil Staatsanleihen auf den Markt geworfen wurden, wobei eine Kursentwicklung natürlich selten Aufschluss darüber gibt, von wem und aus welchen Gründen. Das resultierende Bild gab jedoch Anlass

Per Saldo schwankten die Renditen kaum,...

...aber die Bewegungen im April sind erklärungsbedürftig.

zu allerlei Spekulationen, denn plötzlich präsentierte sich der US-Kapitalmarkt mit sinkenden Aktienkursen und gleichzeitig sinkenden Anleihekursen beziehungsweise steigenden Renditen wie die Börse eines Schwellenlandes in einer Krise.



Die extremste Interpretation der Geschehnisse geht davon aus, dass die chaotische Zollpolitik von Herrn Trump einen generellen Vertrauensverlust der Investoren gegenüber den USA hervorgerufen hat und sie sich nun lieber andere Zielländer für ihr Kapital suchen. Zu dieser Sichtweise passte auch die Abwertung des US-Dollars gegenüber anderen wichtigen Währungen. Beispielsweise kostete ein Euro vor dem „Liberation Day“ nur rund 1,08 US-Dollar, aber am 11. April mussten fast 1,15 US-Dollar bezahlt werden, später sogar noch etwas mehr.

Eine andere Erzählung geht von einem Akt der Revanche der chinesischen Zentralbank aus, die ihre Stellung als Inhaberin vieler US-Staatsanleihen als Resultat der jahrelangen Handelsüberschüsse ausnutzte, um Herrn Trump mit massiven Verkäufen eine Lektion im Zollstreit zu erteilen. Die Botschaft sollte demnach wohl lauten, dass Peking durchaus Druckmittel habe und auch bereit sei, sie einzusetzen.

Die zwischenzeitliche Erholung der Anleihekurse mit dem Resultat der nicht oder nur wenig geänderten Renditen nimmt beiden Erklärungsansätzen etwas den Wind aus den Segeln, zumal sich der Zollstreit mit China bis zuletzt noch nicht greifbar entschärft und somit wenig Anlass für Peking bestand, den Druck zu reduzieren. Diese Feststellungen sollen jedoch auch am Rentenmarkt nicht bedeuten, dass alle Probleme zwischenzeitlich verfliegen wären. Zwar gibt es bislang keinen Grund, von einer nachhaltigen Flucht aus US-Anleihen zu sprechen. Außerdem besteht bislang keine wirkliche Alternative zu diesem großen und tiefen Markt sowie zum US-Dollar als liquider Weltleitwährung. Aber das Vertrauen ist zumindest aus drei Gründen zumindest ein bisschen beschädigt. Erstens hat Donald Trump bewiesen, dass er zur Durchsetzung seiner Ziele auch gegenüber Alliierten keine Zurückhaltung kennt. Zweitens kommen zur Zollpolitik bislang vage Absichtserklärungen hinzu,

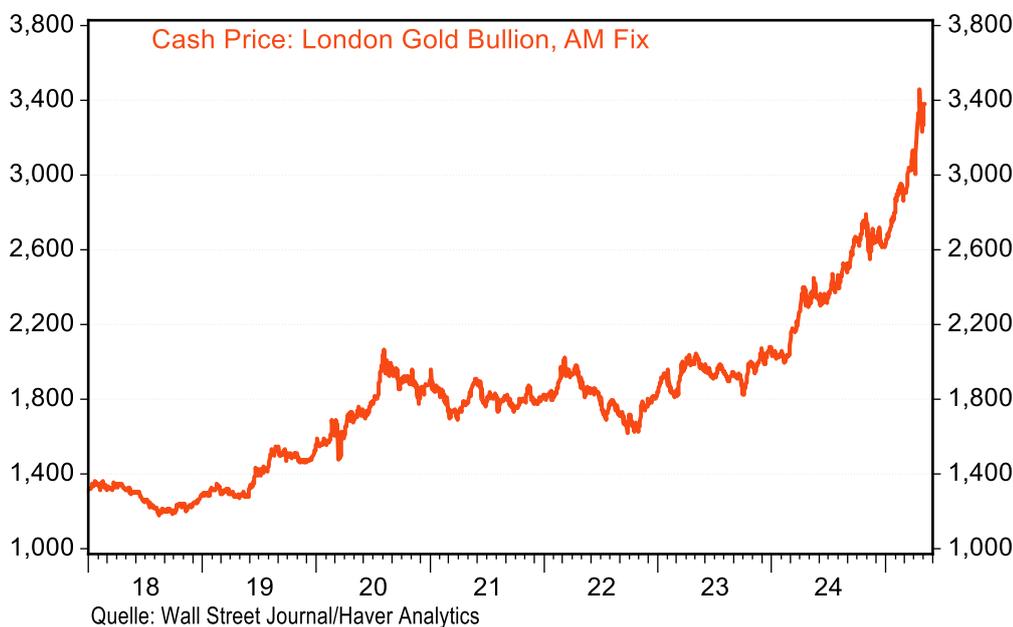
Es bestanden Ähnlichkeiten zu einer kleinen Staatsschuldenkrise,...

...was vielleicht chinesischen Verkäufen geschuldet war.

Ein gewisser Vertrauensverlust bleibt zurück.

ausländische Investoren zu einem Verzicht auf ihre Kupons zu bewegen. Nach Ansicht von Stephan Miran, der als Vorsitzender des Council of Economic Advisers Donald Trump berät, könne auf diesem Weg eine vermeintliche Überbewertung des US-Dollars, welche der Exportindustrie schaden würde, bekämpft werden. Drittens haben sich international allgemein Zweifel an der Verlässlichkeit von Guthaben in US-Dollar als Wertaufbewahrungsmittel herumgesprochen. Dies kann auch an einem anderen Markt abgelesen werden, nämlich an der Goldpreisentwicklung. Seit Frühjahr 2024 vollzieht sich eine Aufwärtsbewegung, die im Zuge des Zollchaos noch einmal beschleunigt wurde. So erreichte der Preis für eine Feinunze des gelben Edelmetalls am 22. April mit 3.500 US-Dollar je Feinunze ein neues Allzeithoch.

Goldpreis in US-Dollar je Feinunze



Der Grund hinter dieser Entwicklung ist das Anschauungsmaterial, dass der Umgang mit Russland bietet. Obwohl die USA und die anderen westlichen Staaten offiziell keinen Krieg gegen Moskau führen, haben sie sämtliche staatliche Auslandsguthaben der Russen und teilweise auch von Privatpersonen eingefroren. Die Zinseinkünfte hierauf werden aktuell an Kiew weitergeleitet und im Gespräch ist die vollständige Enteignung der Gelder für den Wiederaufbau der Ukraine. Das Resultat ist ein gestiegenes Interesse von Staaten und ihren Notenbanken an Gold als Währungsreserve, während US-Staatsanleihen für manche Adressen an relativer Attraktivität verloren haben.

Manche Staaten bevorzugen Gold.

Für den Markt ist dies jedoch bislang ein Nebenaspekt und für die Entwicklung der Renditen in den kommenden Monaten dürften ökonomische Aspekte ausschlaggebend sein. Insgesamt spricht viel für eine leichte Versteilerung der Zinsstrukturkurve mit leicht sinkenden Renditen am kurzen Ende aufgrund von perspektivischen Leitzinssenkungen in der zweiten Jahreshälfte sowie möglicherweise einem leichten Renditeanstieg am langen Ende, wenn die Inflationsraten aufgrund der Zölle etwas ansteigen.

Leichte Versteilerung der Zinsstrukturkurve erwartet.

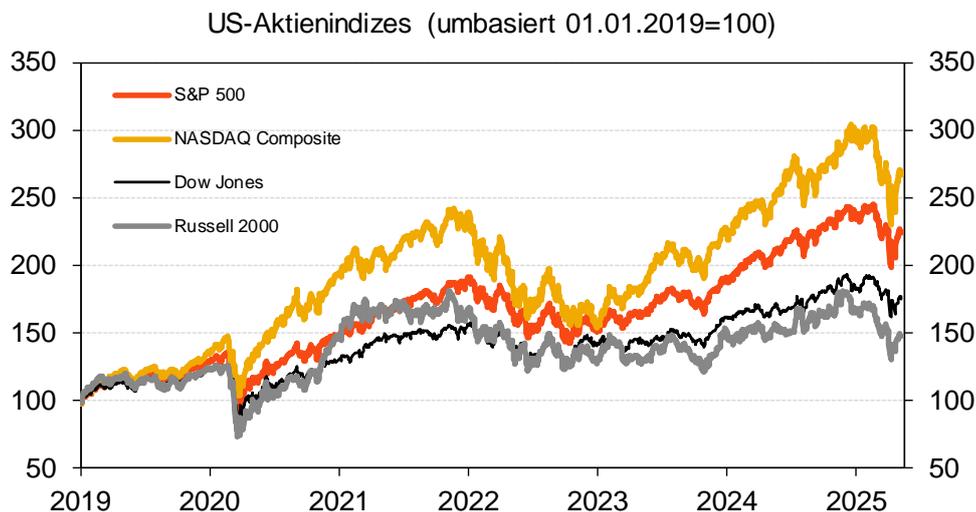
Oberzöllner Trump hat in seinem Eifer gegen die vermeintlichen oder tatsächlichen Trickserien der internationalen Händler offenbar nicht

beachtet, dass er mit seinem Furor die Reputation des örtlichen Porzellanmarktes beschädigen könnte. Diese sorgt nämlich seit Jahrzehnten dafür, dass Trumps Mitbürger viele Vorteile genießen, unter anderem eine international akzeptierte und gesuchte Währung und deshalb sehr günstige Kreditkonditionen. Wie viele Fehlritte sich Trump noch erlauben kann, weiß allerdings niemand. Eine wirkliche Alternative müsste sich nämlich erst noch etablieren.

Aktienmarkt

Auch wenn der Einbruch der Indizes nach dem „Liberation Day“ zwischenzeitlich wieder aufgeholt wurde, verliefen die ersten vier Monate des Jahres 2025 für die US-amerikanischen Aktienmarkt wenig erfolgreich. Seit Anfang Januar ergibt sich in US-Dollar gerechnet ein Minus zwischen knapp 3 % im Fall des Dow Jones und gut 9 % beim Russell 2000. Die Euphorie vom letzten Herbst über die von Donald Trump versprochenen Steuersenkungen und Schritte zur Deregulierung ist längst verfliegen. Seit dem Jahreswechsel scheinen international agierenden Großanleger zudem in einer Art Favoritenwechsel ihren Fokus mehr auf Europa zu konzentrieren. Hier waren die Bewertungen bislang niedriger und die Aufwärtsbewegung über 18 % seit Jahresanfang gibt hiervon ein eindrucksvolles Zeugnis ab. Außerdem machte die US-Zollpolitik den Aktienmärkten bereits in der Zeit vor Bekanntgabe der „reziproken Zölle“ zu schaffen. Immerhin sank beispielsweise der S&P 500 vom 19. Februar bis zum 2. April um 7,5 %. In diese Zeit fiel unter anderem die Einführung von Zöllen über 25 % für Einfuhren aus Kanada und Mexiko. Diese wirken sich negativ auf die US-Industrie aus, die viele Vorprodukte aus den beiden Nachbarstaaten bezieht.

Das Jahr 2025 war für Aktienanleger bislang enttäuschend,...



Quelle: Haver Analytics, eigene Darstellung

Auch wenn die bisherigen Indexhöchststände vom Februar noch weit entfernt sind, ist die Erholungsrallye der letzten Tage sehr beeindruckend. Der S&P 500 als der vielleicht wichtigste unter den Aktienindizes der USA brach nach dem „Liberation Day“ innerhalb weniger Tage um gut 800 Punkte beziehungsweise 14,7 % ein. Diese Delle im Chart wurde bis Anfang Mai in einer Mischung aus Zuversicht nach der Verschiebung der Zölle um 90 Tage und der Angst vieler Anleger, etwas zu verpassen, komplett ausgebügelt. Hieran konnte selbst der teilweise recht negative

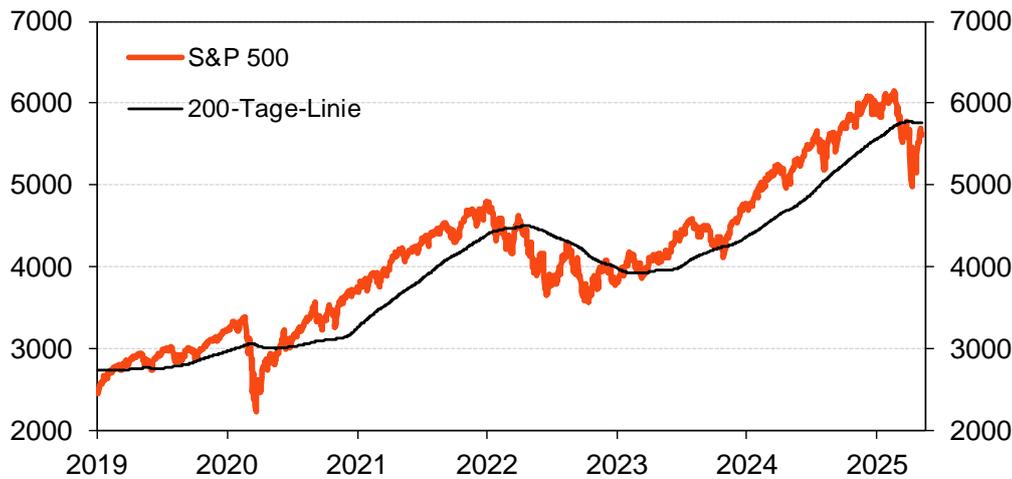
...was auch an der Abwertung des US-Dollars lag,...

Nachrichtenstrom mit schlechteren Unternehmensausblicken im Zuge der Berichtssaison nichts ändern. Die Bilanz seit Jahresanfang wird für Anleger aus der Europäischen Währungsunion allerdings nicht nur durch den bereits erwähnten Rückgang in den Wochen vor Bekanntgabe der „reziproken Zölle“ getrübt, sondern auch von der Währungsseite. Seit Ende Dezember wertete der US-Dollar gegenüber dem Euro um mehr als 8 % ab. Das ist ein Verlust, der zu der individuellen Entwicklung der Indizes beziehungsweise Einzelaktien addiert werden muss.

Diese negativen Aspekte sollten allerdings nicht als allgemeines Lamento über den US-Kapitalmarkt missverstanden werden. Da die USA voraussichtlich auch unter der Präsidentschaft von Donald Trump diejenige westliche Volkswirtschaft mit den durchschnittlich höchsten Wachstumsraten aufgrund einer sehr innovativen Wirtschaft, einer überdurchschnittlich steigenden Arbeitsproduktivität und einer immer noch wachsenden Bevölkerung bleiben wird, bestehen weiterhin gute Gründe, auch von einem hohen Gewinnwachstum der Unternehmen auszugehen. Außerdem ermöglicht der US-Aktienmarkt Kapitalinvestitionen in Zukunftsbranchen, die in Europa bislang vor allem herbeigesehnt werden und allenfalls als Empfänger von Strukturfördermaßnahmen auftauchen. Für Anleger mit dem Anspruch einer guten Diversifikation führt deshalb auch zukünftig an den USA kein Weg vorbei.

...wobei der US-Aktienmarkt weiterhin sehr wichtig bleibt.

S&P 500 und gleitender 200-Tage-Durchschnitt



Quelle: Haver Analytics, eigene Darstellung

Nachdem mit dem Vereinigten Königreich in dieser Woche der Anfang gemacht wurde, dürften in den kommenden Wochen weitere Handelsabkommen mit anderen Staaten immer wieder für Zuversicht an den Aktienmärkten sorgen. Auf der anderen Seite scheint an den Märkten vollkommen untergegangen zu sein, dass sich die volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen für den weiteren Jahresverlauf mit einem niedrigeren Wirtschaftswachstum als vor April gedacht eher eingetrübt haben. Auch das charttechnische Bild bleibt angeschlagen. Dem S&P 500 gelang bislang kein Anstieg über die gleitende 200-Tage-Linie, die zunächst wie eine Unterstützung wirkte, nun aber als Widerstand fungiert. Gleichzeitig ist der Markt gemessen an manchen traditionellen Indikatoren zumindest kurzfristig überkauft. Größere Engagements in US-Aktien drängen sich vor diesem Hintergrund in den kommenden Tagen nicht auf. Hier ist es vermutlich klüger, sich in Geduld zu üben und entweder auf mehr Klarheit über die Konjunktur

Aktuell ist Geduld gefragt.

oder neue Gelegenheiten bei tieferen Preisen zu warten. Doch gegen sorgfältig ausgewählte Käufe in noch zurückgebliebenen Titeln spricht wenig.

Die Aktienmärkte sind Sonnenkinder, die bei Regen zwar vollkommen überrascht und panisch reagieren, danach ihre negativen Erfahrungen aber schnell wieder vergessen und zuversichtlich nach vorne schauen. Schließlich gibt es Helikopter-Papa Trump, der seinen Erfolg daran misst, dass es den Kleinen gut geht. Außerdem sagt er selbst, dass nur „schwache und dumme Menschen“ nicht an ihn glauben und alles großartig werde. Aber hatte Papa Trump nicht kürzlich während der Arbeit einen großen Scherbenhaufen produziert? – Das kann wohl nicht so schlimm gewesen sein, wenn sich nun alle wieder freuen! Und das gilt wohl zumindest solange, bis unter dem zerbrochenen Porzellan nicht die mythische Flasche ist und der darin eingesperrte Rezessionsgeist entweichen kann.

Prognoseübersicht

G3 (+UK) Konjunkturindikatoren und Wechselkurse

	Reales BIP Wachstum (%)					Inflation (CPI) ¹					Arbeitslosenquote (%) ¹				
	2021	2022	2023	2024	2025e	2021	2022	2023	2024	2025e	2021	2022	2023	2024	2025e
EWU	5,3	3,5	0,5	0,8	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	1,1	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	0,1	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	2,6	2,4	-5,3	-3,6	-3,5	-3,1	-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	-2,0	-1,7	-	-	-	-	-
UK	-1,5	-3,8	-2,2	-2,8	-2,8	-8,3	-5,5	-4,5	-4,3	-3,7	1,35	1,21	1,27	1,27	1,23
USA	-3,6	-3,8	-3,0	-3,3	-3,1	-11,6	-3,7	-8,2	-7,6	-7,3	-	-	-	-	-
Japan	3,9	2,1	3,4	3,8	3,6	-6,2	-6,9	-5,6	-6,1	-3,0	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	2,0	-0,18	2,57	2,02	2,370	2,85
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

	Q4 22	Q1 23	Q2 23	Q3 23	Q4 23	Q1 24	Q2 24	Q3 24	Q4 24	Q1 25	31.03.
CRB-Index**	277,7	267,7	262,0	284,5	263,8	290,3	290,5	284,9	296,7	309,3	292,0
Ölpreis (Brent)*	85,9	79,8	74,9	95,3	77,0	87,5	86,4	71,8	74,6	74,7	63,4

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.