

Kapitalmarktperspektiven: Eine Party kann nicht ewig dauern, wenn die Stützen des Ballsaales entfernt werden.



Dr. Jürgen Callies
Head of Research

Die aktuelle US-Administration schleift bisher tragende Säulen des Wirtschaftssystems und des Wohlstands. Aktienmärkte konzentrieren sich aktuell eher auf die positiven News. Allerdings schaffen die derzeitigen Maßnahmen ein Umfeld, das langfristig die Risiken für Kapitalmärkte erhöht.

Die neue US-Administration hat gerade mal 15 Prozent ihrer Amtszeit hinter sich gebracht, aber schon jetzt erinnern die Wirtschafts- und Außenpolitik der USA mehr an das Weltmachtgebaren der britischen Krone im 19. Jahrhundert als an die Zeit nach dem Zweiten Weltkrieg, in der die USA ein Wirtschaftssystem und eine neue Weltordnung aufbauten, um eine Wiederholung der verhängnisvollen Fehlentwicklungen des 19. und beginnenden 20. Jahrhunderts zu verhindern.

Zentrale Weisheiten der Nachkriegszeit, die Washington derzeit in Frage stellt: Internationale Kooperation und Heben von komparativen Stärken sind von Vorteil für das Wirtschaftswachstum in allen Ländern, Zölle verhindern die effiziente Allokation von Produktionsfaktoren und wirken deshalb inflationär, eine unabhängige Notenbank, die die Inflationserwartungen im Zaum hält, ist ein hohes Gut und von daher respektvoll zu behandeln, der US-Dollar muss sich seine Rolle als Weltreservewährung immer wieder verdienen, internationale Kooperation ist wichtig.

Viele dieser über die vergangenen Wirtschaftskrisen bestätigten Erkenntnisse sind von den USA in dem letzten halben Jahr ignoriert worden. Von internationaler Kooperation hält der neue Chef im Weißen Haus wenig: Er sagt an – und wenn jemand wagt zu widersprechen, wird er mit zusätzlichen Drohungen überschüttet. Zölle wurden verhängt, die jetzigen bringen den Durchschnittszollsatz der USA in Regionen, die seit den 30er Jahren nach der großen Depression nicht mehr gesehen waren. Jerome Powell, der standhafte Chef der FED, wird von Trump und seinen Mitstreitern in der Öffentlichkeit demonstriert, wo es nur geht. Mitglieder des FED-Boards, die seine Meinung nicht teilen, sind ebenfalls im Visier. Der US-Dollar soll nach

Vorstellung des wirtschaftlichen Teams des Präsidenten abgewertet werden. Wer es aber wagen würde, seine Einzigartigkeit als Reservewährung und damit die Finanzierung des „Twin Deficits“ der USA in Frage zu stellen, dem drohen drakonische Handelssanktionen.

Allerdings wirken die Kapitalmärkte bislang eher ungerührt. Nach einem kurzen Einbruch Anfang April zeigten gerade die Aktienmärkte eine positive Performance. Warum ist das so und kann das langfristig so bleiben?

Die Antwort muss starten mit der Basis, die für politische Faktoren, Kriege und Krisen gleichermaßen gilt: Kapitalmärkte haben eine einzige Aufgabe und die ist, Preise verschiedener Assets zu bestimmen, sie nehmen keine moralische oder weltanschauliche Funktion wahr. Märkte stellen also die Frage, welche politischen Maßnahmen der neuen Administration haben welche Implikationen für den Preis von welchen Wertpapieren? Hier lässt sich zeigen, dass es eine Kombination von Faktoren gibt, die in der öffentlichen Wahrnehmung wenig thematisiert werden, aber momentan positiv wirken. Allerdings sind die negativen Faktoren evident und werden durch eine erratische Politik der Administration sogar noch weiter genährt.

Fangen wir mit den positiven Maßnahmen an, über die wenig berichtet wird, die von den Kapitalmärkten aber sehr wohl registriert werden. Es geht um die große und meiner Ansicht nach immer wieder unterschätzte Wirkungsweise des Weckens der „Animal Spirits“, der Deregulierung, der Ermunterung der unternehmerischen Aktivität. Schon in der ersten Amtszeit von Donald Trump hat sich gezeigt, dass derartige positiven Maßnahmen auf die Wirtschaft unterschätzt werden.

Daneben gibt es „technische“ Effekte, auch als Folge von taktischen Entscheidungen, die derzeit positiv auf die Märkte, aber auch auf das Wirtschaftsbild wirken. Die Einführung der Zölle wurde mehrfach verzögert. Das hatte ökonomische und Stimmungsauswirkungen. Ökonomisch kam es zunächst zu wachstumserhöhenden Wirkungen und Verschiebung der Preiseffekte nach hinten. Zuerst wurden die Käufe von billigen Produkten, sprich ohne zusätzliche Zölle, vorgezogen und die Lager im ersten Quartal aufgestockt, dann wurde der gegenläufige Effekt im zweiten Quartal vermindert, weil die Zölle temporär ausgesetzt wurden. Preiserhöhungen gab es wenige, weil die höheren reziproken Zölle bereits kurz nach dem titulierten „Liberation Day“, für die meisten Länder für 90 Tage ausgesetzt wurden und „nur“ der Basiszoll von zehn Prozent galt. Danach folgte eine weitere Verschiebung bis Anfang August. Unternehmen dürften mit Preiserhöhungen auf die finale Höhe der Zölle gewartet haben.

Noch wichtiger waren aber die Stimmungseffekte. Als die US-Administration die erste Zollpause verkündete, interpretierten die Märkte einen „Trump-Put“, das heißt, falls die Märkte durch Politikmaßnahmen zu sehr geschockt würden, würde die mit vielen Milliarden und ehemaligen Kapitalmarktprofis angereicherte Administration darauf reagieren und den Märkten schon das geben, was sie bräuchten.

Schöne Neue Welt?

Schreibt jetzt die US-Administration die Wirtschaftsgeschichte neu oder werden die Schattenseiten dieser Politik längerfristig nicht zu verbergen sein und Wirtschaft und Märkte negativ beeinflussen?

Fangen wir mit den Zöllen an. Nun hatte der Präsident sogar über Truth Social de facto die Entlassung eines der renommiertesten Volkswirte der Wall Street gefordert, weil der gewagt hatte, zu behaupten, Zölle würden inflationär wirken und auch der als temporärer Ersatz für das zurückgetretene FED-Board-Mitglied Adriana Kugler nominierte Stephen Miran zweifelte dies an.

Jetzt könnte der Volkswirt auf die Literatur verweisen, aber das führte zu weit. Zur Verdeutlichung des Arguments machen wir es uns ganz einfach. Nehmen wir als Beispiel einen europäischen Autohersteller, der ein Auto im Wert von 40.000 US-Dollar produziert. Wenn er das in die USA exportiert, muss er bald 15 Prozent Zoll entrichten, also 6.000 US-Dollar an den amerikanischen Staat bezahlen. Jetzt gibt es drei Möglichkeiten, wie er diesen Zoll auffangen kann:

Erstens, er kann durch technischen Fortschritt oder sonstige Sparmaßnahmen sofort 15 Prozent billiger produzieren und ist mit der bisherigen Gewinnmarge zufrieden. Produktivitätszuwächse von 15 Prozent in einem Jahr sind aber eher unwahrscheinlich. Zweitens, er kann einfach die Preise unverändert lassen, dann gehen die 6.000 US-Dollar zu Lasten seiner Gewinne und nachdem wenige Unternehmen eine Marge von 15 Prozent haben, bringt ihm das vielleicht sogar Verluste. Oder er macht einen Preisaufschlag von 6.000 US-Dollar auf den Preis des Autos und setzt damit einen massiven Inflationssimpuls. In der Realität wird es eine Kombination von all diesen Faktoren sein, aber, auch wenn der Preis des Autos nur um 2.000 bis 3.000 US-Dollar erhöht wird, ist das in den USA inflationär. Das gilt für mein kleines Beispiel, das gilt aber auch für die Gesamtwirt-

schaft. Ob dieser Inflationssimpuls sofort, verzögert oder in mehreren Schritten gesetzt wird, ist irrelevant, inflationäre Wirkungen gehen davon auf alle Fälle aus.

Damit, allen Ausflüchten zum Trotz, werden die Zölle in den USA wie eine Verbrauchssteuer wirken und sind somit inflationär. Das kann sich über viele Monate hinziehen, aber es wäre leichtfertig, zu unterstellen, dass hier keine Impulse kommen.

Für das Wachstum gilt: Unsicherheit bremst Investitionen und Handel. Erst seit Anfang August kennen die meisten Länder den für sie „endgültigen“ Zollsatz, wobei man mit dieser Aussage bei der erratischen Natur der derzeitigen Exekutive in den USA vorsichtig sein muss. Dass sich ein Teil der Handelsunsicherheit jetzt auflöst, ist positiv, aber angesichts der oftmaligen Kurskorrekturen der US-Administration nichts, worauf Unternehmenslenker langfristig bauen können, zumal auch noch mehr sektorspezifische Zölle angedroht sind. Die wirtschaftliche Öffnung der Welt brachte allen Beteiligten Wohlstandsvorteile, auch den USA, weil alle von der internationalen Arbeitsteilung profitierten. Diese Gewissheit ist nicht nur erschüttert, sondern auch die bereits angestoßene Fragmentierung der Weltwirtschaft wird zusätzlich genährt. Relativ gesehen geringeres Wachstum und geringere Produktivität sind keine positiven Faktoren für die Aktienmärkte.

Dann das Gerangel um die Unabhängigkeit der FED. Es ist kein amerikanisches Phänomen, dass in Zeiten stark wachsender Zinslasten für den Gesamthaushalt eine an Stabilitätsgrundsätzen orientierte Geldpolitik herausgefordert wird. FED-Präsident Powell, aber auch andere FED-Gouverneure, die sich aus Ihrer Einschätzung der wirtschaftlichen Lage Trumps Wunsch nach sehr starken, schnellen Zinssenkungen widersetzen, stehen nun unter Druck. Märkte finden zunächst die Aussichten auf schnelle, niedrigere, kurzfristige Zinsen an sich nicht schlecht. Mittel- und längerfristig ist es aber viel wichtiger, ob die Inflationserwartungen auf niedrigem Niveau verankert bleiben.

Ein Paradox ist: Solange Powell die FED navigiert, hat er auch die Inflationserwartungen im Griff, allen öffentlichen Anfeindungen der derzeitigen Administration zum Trotz. Aber zu glauben, dass man die Institution nach Belieben beschädigen kann, dass man Mitglieder des FED-Boards nach Gefälligkeit behandeln oder sogar auswählen kann und dann an den Märkten dieselbe Konfidenz in die Notenbank erhalten kann wie zuvor, das dürfte sich nach meiner Überzeugung als Irrtum herausstellen. Man denke nur daran, wie vor einigen Jahren die „Wirtschaftstheorie“ des türkischen Präsidenten Erdogan, für niedrige Inflation bräuchte man niedrige Zinsen, ins Auge gegangen ist. Sich „ent-ankernde“ Inflationserwartungen waren noch nie ein positiver Faktor, weder für Renten- noch für Aktienmärkte.

Bleibt das bereits angesprochene, zuletzt hochgehandelte Argument vom „Trump-Put“ an den Märkten. Letztendlich ist der Präsident wie erwähnt auch von Milliardären umgeben, von denen einige ihr Vermögen an den Finanzmärkten gemacht haben – Free-Lunch und nicht wenige am Markt sind auf diesem Trip. Ich kann das nicht teilen.

Technisch gesehen hat der amerikanische Präsident noch 16 Monate, bevor er bei den Midterms die Mehrheit, zumindest in einem der beiden Häuser des Kongresses, verlieren und das derzeitige praktisch unkontrollierte Vorgehen eingeschränkt werden könnte – er kann damit nicht agieren wie ein Alan Greenspan, der den „FED-Put“ in einer Amtszeit von 19 Jahren etablierte.

Was bedeutet das für die Märkte?

Zum ersten sind die ökonomischen Entscheidungen der aktuellen US-Administration unkalkulierbar geworden. Sicher ist, dass sie nicht das wirtschaftliche Wohlergehen anderer Nationen hoch werten und dass Schwäche in Verhandlungen sogar mit zusätzlichem Druck „belohnt“ wird – eine Lektion, die vor allem Europa noch lernen muss.

Das bedeutet, dass US-Assets momentan besser dastehen als andere, dass Europa durch das Einknicken der EU in den Handelsverhandlungen in der Futterkette nach hinten durchgereicht wurde und dass die Fragmentierung der Weltwirtschaft weitergehen wird, denn Indien, China oder Brasilien scheinen nicht bereit, so klein beizugeben, wie die Europäer es getan haben.

Rentenmärkte insgesamt stehen vor einer herausfordernden Zeit. In den USA sind die Ansätze zum staatlichen Sparen praktisch zum Erliegen gekommen. Die beiden Leitfiguren dafür haben die Konsequenz gezogen: Elon Musk kümmert sich wieder um seine Unternehmen, Vivek Ramaswamy will jetzt lieber Senator für Ohio werden. Zölle als Einnahmeerzielungstool sind die eine Variante, Haushaltsdefiziten zu begegnen, Financial Repression, zum Beispiel der Druck auf die FED zu schnellen Zinssenkungen, der andere Weg, die Schuldenlast erträglich zu machen. Auch in Europa gibt es keine Versuche, die Defizite einzufangen: Verpflichtungen, längerfristig bis zu fünf Prozent des BIP für Verteidigung auszugeben und angekündigte Infrastrukturinvestitionen signalisieren, dass hier wie weltweit das Emissionsvolumen an Staatspapieren steigen sollte. Eine weitere Versteilerung der Renditestrukturkurven in den meisten westlichen Industrieländern dürfte die Konsequenz aus höheren Defiziten und dem Untergraben des Standings der Notenbanken sein.

Für die Aktienmärkte sollte langfristig gelten: Der Ersatz der „Rule of Law“ durch das Recht des Stärkeren mag zwar einige Unternehmen begünstigen, aber im Durchschnitt aller Unternehmen, die den Markt repräsentieren, so meine Prognose, werden alle schlechter fahren als

in einer an globaler Effizienz orientierten Welt. Hinzu kommt, dass die Suche nach Einnahmen weitergeht. Dass selbst Unternehmensgewinne nicht sicher sein können, zeigt der „Deal“, den die US-Administration mit NVIDIA und AMD geschlossen hat, die sich für die Genehmigung von bestimmten Chip-Verkäufen an China „freiwillig“ dazu verpflichten mussten, 15 Prozent der Einnahmen aus diesen Verkäufen an den US-Staat abzuführen.

Die Schwierigkeit für den Anleger: Es gibt keinen kurzfristigen Trigger, wann der Markt auf diese politischen Erdbeben reagiert. Die falschen langfristigen Weichenstellungen müssen nicht notwendigerweise in den kurzfristigen Bewegungen reflektiert werden, zumal wie ausgeführt, manche Dinge kurzfristig auch positiv wirken. Zudem bestraft die Benchmarkisierung der Industrie jeden, der langfristige Trends zu früh einpreist. Aber ich bin überzeugt: Eine Party kann nicht ewig dauern, wenn die Stützen des Ballsaales entfernt werden.

Dazu kommt die chaotische Situation in der Geopolitik, wie die orwellianische Sprachakrobatik. Mitarbeiter einer Administration, die gerade noch den Iran bombardiert hat und über Gebietsabtretungen der Ukraine mit Russland ohne die Ukraine verhandelt, rufen den Präsidenten als Kandidaten für den Friedensnobelpreis (und nach Peter Navarro verdient er auch den Wirtschaftsnobelpreis) aus.

Wenn sich Dominanz und Realitätsverlust paaren und das im wichtigsten Land der demokratischen Welt, spricht vieles dafür, die eigene Risikotoleranz zu hinterfragen und im Zweifel, wenn Absicherung im Preis akzeptabel erscheint, einen Teil des erwarteten Gesamt>Returns für die für eine Absicherung nötigen Auslagen zu verwenden.

In der momentanen Welt gibt es keine Garantien, dass die klassischen Korrelationen, die ja auf dem klassischen Verhalten der Akteure (Kooperation, unabhängige Notenbank etc.) gewachsen sind, weiter so gelten. Kapitalmärkte befinden sich meiner Einschätzung nach derzeit in einer gefährlichen Verharmlosung der momentanen Situation. Zu denken, dass, wenn man lange genug die Augen vor der gefährlichen Situation verschließt, der Schaden nie eintreten kann, scheint mir Wunschdenken und nicht umsichtige Anlagepolitik.

Rechtliche Hinweise

Diese Unterlage wird verteilt von der MEAG MUNICH ERGO Kapitalanlagegesellschaft mbH („MEAG“). Die hierin enthaltenen Informationen stammen von Quellen, die MEAG als zuverlässig einschätzt. Diese Informationen sind jedoch nicht notwendigerweise vollständig und ihre Richtigkeit kann nicht garantiert werden. Geäußerte Prognosen oder Erwartungen sind mit Risiken und Ungewissheiten verbunden. Die tatsächlichen Entwicklungen können daher wesentlich von den geäußerten Erwartungen und Annahmen abweichen. MEAG behält sich Änderungen der geschilderten Einschätzungen vor und ist nicht verpflichtet, diese Unterlage zu aktualisieren.

Diese Unterlage wird Ihnen ausschließlich zu Informationszwecken bereitgestellt. Sie ist weder als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten gedacht, noch als Anlageberatung, Anlageempfehlung, Finanzanalyse oder Rating. Sie beinhaltet auch keine Zusagen oder sonstige Verpflichtungen von Unternehmen der Munich Re Gruppe zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten, Gewährung von Krediten oder sonstigen Investitionen in etwaigen hier beschriebenen Projekten.

Diese Unterlage und die darin enthaltenen Einschätzungen und Informationen sind nicht für die Verteilung an oder Verwendung durch einen privaten Kunden oder eine Person oder ein Rechtssubjekt in einer Gerichtsbarkeit oder einem Land bestimmt, in dem diese Verteilung gegen nationales Recht oder nationale Vorschriften verstoßen würde. Insbesondere darf diese Veröffentlichung nicht in den Vereinigten Staaten, Kanada, Singapur oder Großbritannien verteilt werden. MEAG, deren verbundene Unternehmen sowie deren jeweiligen Führungskräfte, Direktoren, Partner und Beschäftigte, einschließlich Personen, die an der Erstellung oder Herausgabe dieses Dokuments beteiligt sind, können von Zeit zu Zeit mit den Finanzinstrumenten handeln, diese besitzen oder als Berater in Bezug auf diese Instrumente auftreten. Weder die MEAG noch die mit ihr verbundenen Unternehmen, ihre Führungskräfte oder Beschäftigte übernehmen irgendeine Haftung für einen unmittelbaren oder mittelbaren Schaden, der sich aus einer Verwendung dieser Veröffentlichung oder ihres Inhalts ergibt. Diese Unterlage richtet sich nicht an US-Personen und die darin enthaltenen Informationen dürfen nicht von US-Personen genutzt werden. US-Personen sind natürliche Personen, Gesellschaften jeder Art, die Bürger der Vereinigten Staaten sind oder dort beheimatet sind, oder nach dem Recht der Vereinigten Staaten errichtet sind.

Diese Veröffentlichung ist urheberrechtlich geschützt und darf von keiner Person und zu keinem Zweck vervielfältigt, verteilt oder veröffentlicht werden. Alle Rechte vorbehalten. Weitere Informationen können angefordert werden bei MEAG MUNICH ERGO Kapitalanlagegesellschaft mbH, Am Münchner Tor 1, 80805 München. Stand September 2025.

Um die Bilder und Infografiken unseres Newsletters direkt angezeigt zu bekommen, fügen Sie die Absender-Adresse zu Ihren Kontakten hinzu.

Wenn Sie künftig unsere Informationen und Angebote nicht mehr erhalten möchten, können Sie der Verwendung Ihrer Daten für Werbezwecke jederzeit widersprechen. Teilen Sie uns dies bitte unter Angabe Ihres Namens und Ihrer Anschrift an folgende Adresse mit: MEAG MUNICH ERGO Kapitalanlagegesellschaft mbH, Am Münchner Tor 1, 80805 München