

MEINUNG

## Die Konsequenzen des Sieges von Donald Trump für Wirtschaft und Finanzmärkte

Die Wahl von Trump ist die Quittung für eine jahrelang fehlgeleitete Wirtschaftspolitik. Europa steht vor schwierigen Zeiten, und der Konflikt zwischen den USA und China dürfte sich verschärfen. Der US-Aktienmarkt steht in einer Blase, die allerdings noch nicht platzen dürfte.

Felix W. Zulauf

17.12.2024, 03.56 Uhr

Donald J. Trump ist in der Geschichte der USA erst der zweite Präsident nach Grover Cleveland (1885-89, 1893-97), der nach einem Unterbruch ein zweites Mal gewählt wurde. Sein Sieg war eindeutig, sowohl bei den Wählern und auch im Publikum.

Es fällt leicht, die Person Trump nicht zu mögen, denn sein Auftritt kann schrill, rau und auch vulgär sein. Dennoch war er eindeutig der bessere Präsident als sein Vorgänger und sein Nachfolger. Viele Amerikaner haben mir gesagt, dass sie lieber einen Präsidenten haben, der schräg auftritt und das Richtige tut, als die Schönredner des entgleisten Establishments, die das Volk vergessen haben.

Ein zunehmend grösserer Teil der Bevölkerung der USA leidet unter den massiv gestiegenen Preisen. Ich reise seit 50 Jahren in dieses Land und verbringe dort viel Zeit. Es ist das erste Mal, dass ein vergleichbares Essen oder der Einkauf von

Lebensmitteln heute in den USA teurer ist als in der Schweiz. Und die Preise steigen weiter – eine Tatsache, die die Wählerinnen und Wähler nicht mehr länger akzeptieren wollten.

Zweitens goutiert die Mehrheit der Amerikaner nicht mehr, wie die Demokraten millionenweise Illegale ins Land einreisen liessen, darunter auch Kriminelle. Recht und Ordnung ist in den Grossstädten nicht mehr gewährleistet.

Drittens wollen die meisten Amerikaner nicht Kriege finanzieren an weit entfernten Orten, die mit der Sicherheit ihres eigenen Landes nichts zu tun haben. Und viertens hat sich die urbane Elite völlig verirrt mit einer zunehmend totalitären Agenda punkto grüner Politik und Diversität, sowie zunehmend fehlender Sicherheit mangels geringgeschätztem Recht und Ordnung.

Diese Probleme bestehen auch in Europa, wo jedoch die Wähler mehrheitlich noch die etablierten Parteien wählen, welche diese Probleme angestossen haben. Wie immer wird Europa mehr Zeit brauchen, um die Veränderung des Zeitgeistes zu begreifen.

## **Missratene Wirtschaftspolitik der letzten 25 Jahre**

Um Trump und seine Wiederwahl zu verstehen, muss man begreifen, was seine Vorgänger falsch gemacht haben. Wirtschaftlich wird im Westen seit spätestens der Integration Chinas in die WTO die Inflation zu tief ausgewiesen, weil die Preise handelbarer Güter durch China nach unten gedrückt wurden und diese Güter im Konsumentenpreisindex überwiegen. Das verführte die Notenbanken dazu, die Zinsen auf historisch tiefstes Niveau zu senken. Damit wurde eine Inflation von nicht handelbaren Dienstleistungen (Restaurant, Haarschnitt, etc.) und Gütern (Immobilien) angeheizt. Diese sind im Konsumentenpreisindex

untervertreten. Das hat dazu geführt, dass die Durchschnittsverdiener in den USA und in Europa sich kein Eigenheim mehr leisten können. Zudem haben ihre realen Einkommen nach Steuern und notwendigen Ausgaben wie Krankenversicherung seit Jahren stagniert oder sogar abgenommen. Die Illusion der Entscheidungsträger, jedes wirtschaftliche Problem mit Geldschöpfung zuzudecken, war und bleibt ein Irrsinn und schafft zahlreiche neue wirtschaftliche und sozialpolitische Probleme.

Wenn die Mehrheit mit einer sich strukturell abschwächenden wirtschaftlichen Situation konfrontiert wird, dann wählen die Menschen eine vermeintlich bessere Alternative. Wie sehr sich die Demokraten verrannt haben und der Welt ein X für ein Y vormachen, zeigten die Diskussion nach den Wahlen. Harris selbst sagte, sie würde alles gleich machen wie Joe Biden. Und die Verhinderung des Opponenten war der einzige Inhalt ihres Programms; das war zu wenig.

## **Trumps Absichten**

Der «Deep State» (Exponenten aus Verwaltung, Geheimdiensten, militärischem Rüstungskomplex, einzelner Grosskonzerne und des Kongresses) hat in den USA seit der Präsidentschaft Bill Clintons an Machtfülle gewonnen. Er ist die treibende Kraft, wenn staatliche Institutionen bis hin zur Justiz für politische Zwecke missbraucht werden.

Trump hatte dies alles erst nach Ablauf seiner ersten Amtsperiode begriffen, weil er als Geschäftsmann und nicht als Karrierepolitiker in die Politik einstieg. Deshalb war er in seiner ersten Legislatur auf verlorenem Posten. Dies verhindert er diesmal und stellt ein loyales Team zusammen, das seine grundsätzlichen Auffassungen teilt und ein Gegenprogramm zu Biden/Obama garantiert.

Trump hat vor, die Institutionen so zu säubern und den Deep State weitgehend zu entmachten, was für die USA und die Welt wohltuend wäre. Neben der Säuberung der Institutionen, die wieder von gewählten Politikern bzw. deren Vertretern und nicht von ungewählten Beamten geführt werden sollen, hat er ein wichtiges wirtschaftspolitisches Anliegen. Trump will um jeden Preis wirtschaftlichen Erfolg für die USA.

Ich habe vor einigen Tagen mit Personen in Florida gesprochen, die Elon Musk nahestehen und Arthur Laffer, der schon Ronald Reagan wirtschaftspolitisch beraten hat. Trump will eine angebotsorientierte Wirtschaftspolitik mit weitgehenden Deregulierungen. Es bestehen Absichten, die fehlenden Arbeitnehmer durch Roboter und künstliche Intelligenz zu ersetzen.

Dazu will er auch nicht mehr notwendige Departemente und Ministerien abschaffen. Die beiden Technologie-Unternehmer Elon Musk und Vivek Ramaswamy stehen ihm zur Seite, um gewisse Ausgaben des Staates auf das Notwendige zurückzufahren. Das wäre sensationell und strukturell erfreulich, selbst wenn es kurzfristig die Konjunktur etwas schwächt. Ich habe allerdings grosse Zweifel, ob dies gelingen wird und ob die Freundschaft der Milliardäre dann nicht eines Tages wegen Erfolglosigkeit bricht. In den beiden Kongresskammern verfügt Trump nur über dünne Mehrheiten, und auch bei den Republikanern hat es einige, die Trump gerne scheitern sehen wollen.

Seine Absicht ist, über eine tiefere Besteuerung das Angebot an Produkten und Dienstleistungen zu erhöhen und zu verbilligen, womit die Konjunktur angekurbelt wird. So jedenfalls die Theorie. Bei Ronald Reagan hat es funktioniert, mit Ausnahme, dass damals das Staatsdefizit sprunghaft gestiegen ist, von rund 900 Mrd. \$ auf 2,6 Bio. \$. Heute steht die Staatsschuld der USA jedoch bereits bei rund 36 Bio., das Defizit dürfte auf Jahre hinaus bestenfalls bei 6-7% verharren, und der Zinsdienst nimmt in Prozent des Budgets laufend zu.

Der designierte Finanzminister, Scott Bessent, ist ein ausgezeichnete Fachmann, der vermutlich bei verschiedenen Plänen des Trump-Kabinetts etwas Gegendruck entwickeln wird. Er ist kein Protektionist, versteht die Zins-, Aktien- und Währungsmärkte ausgezeichnet, und er steht für eine realistische Wirtschaftspolitik. Ob es Bessent gelingen wird, das Schiff in ruhigere Wasser zu führen, bleibt offen. Die finanzielle Ausgangslage der Regierung ist jedenfalls desolat.

## **Konflikt mit Handelspartnern**

Trump will die unter Clinton verlorene verarbeitende Industrie mit protektionistischen Massnahmen in die USA zurückholen. Mit ca. 850 Mrd. \$ Handelsdefizit verlieren die USA jährlich viel Nachfrage, Steuersubstrat und Arbeitsplätze an die Handelspartner. Der Merkantilismus – vereinfacht: eine Maximierung der Exporte und Minimierung der Importe – wie ihn Nationen in Asien und Europa seit Jahren pflegen, ist damit gefährdet.

Trumps Idee, mittels protektionistischer Massnahmen das Defizit der Handelsbilanz zu verkleinern und damit die US-Wirtschaft zu stärken, wird kaum funktionieren. Falls er dies tatsächlich durchzieht, so könnte es in den nächsten Jahren in einem weltwirtschaftlichen Debakel enden. Viele glauben deshalb, dass dies nur Verhandlungstaktik ist. Ich bin diesbezüglich nicht so entspannt.

Handelsnationen mit grossen Exportüberschüssen kämen damit unter Druck. Das betrifft nicht nur China, sondern auch die EU, Deutschland und die Schweiz ganz konkret. Während China seine Exporte im Lauf der Jahre international diversifiziert hat und heute schon die Hälfte in Schwellen- und Entwicklungsländer ausführt, ist Europa stark auf die USA und China ausgerichtet.

Mit angekündigten Zöllen der USA von 10 bis 30% bewegen wir uns im Bereich, wie sie in der Zeit von 1900 bis zum Zweiten Weltkrieg galten. Selbst wenn Trump nur die Hälfte realisieren würde, so wären wir immer noch zwischen 6 und 16%, was in den Jahren vom Ersten Weltkrieg bis etwa 1950 galt. Es wäre ein dramatischer Anstieg vom historischen Tiefstand von 2 bis 3% der letzten zwanzig Jahre.

Wenn die USA als grösster Netto-Importeur ihre Defizite deutlich reduzieren wollen, dann müssen die grossen Exporteure ihre Überschüsse entsprechend zurückfahren, sonst geht die Rechnung nicht auf. Und wenn das Schwungrad USA im internationalen Handel weitgehend ausfällt, dann weht ein kalter Wind in den Exportnationen. Mit einer Ausfuhrquote von rund 50% des BIP ist die Eurozone, besonders Deutschland, sehr exponiert. Die Schweiz mit etwa 75% noch mehr. China mit rund 20% ist weniger exponiert als Europa. Dagegen exportieren die USA nur gut 10% ihres BIP und wären von einem Handelskrieg am wenigsten betroffen.

Das wird ein gigantisches Kräftespiel werden und läuft dem Gedanken des Freihandels diametral entgegen. Historisch haben protektionistische Tendenzen der Welt nie Prosperität, sondern das Gegenteil gebracht.

## **Machtkampf zwischen China und USA**

Die geopolitische Weltordnung mit den USA als Hegemon ist vorbei. Die Gewichte punkto Wirtschaftsgrösse, militärischer Stärke und politischem Einfluss haben sich im Lauf der Zeit zu sehr zum Nachteil der USA verschoben.

Nach dem Zweiten Weltkrieg waren die USA die Führungsmacht dank ihrer Stärke. Es war die grösste Gläubigernation, die grösste Volkswirtschaft, stellte die

stärkste Armee der Welt, und der Dollar war die überzeugendste Währung dank positiven Aussenbilanzen. Der Staatshaushalt wurde nach 1945 schnell wieder in Ordnung gebracht, und die innere Verschuldung war gering. Aus dieser Position der Stärke ergab sich die authentische Führungsnation des Westens.

Heute ist Amerika die grösste Schuldernation der Welt, grösser als alle anderen je zuvor. Die Aussenbilanzen sind chronisch defizitär. Der Dollar wird als Leitwährung und vor allem als Reservewährung zunehmend infrage gestellt, nicht zuletzt, weil diverse Präsidenten ihn als politische Waffe missbraucht haben – eine Jahrhundertdummheit. Und China, nicht die USA, ist heute die grösste Volkswirtschaft.

Der Aufstieg Chinas fordert die USA als Führungsmacht heraus. Diese klassische Thukydides-Falle führt zum Wettbewerb und Konflikt zwischen den USA und China. Daraus wird sich eine multipolare Weltordnung herausbilden müssen, entweder auf diplomatischem Weg oder via Krieg. Die Welt ist in einer Übergangsphase von der alten Ordnung in eine neue, die zuerst noch entstehen muss, entweder via Diplomatie oder via Krieg, damit die Länder der Welt in Frieden miteinander leben und Handel treiben können.

Das Problem ist, dass das westliche System und jenes Chinas nicht kompatibel sind. Das westliche Modell geht davon aus, dass jedes Unternehmen ertragreich wirtschaften will und dass Wettbewerb gesund ist, die Preise niedrig hält und für die Konsumenten die besten Produkte zum niedrigsten Preis produziert. Trump will fairen Handel und offerierte seinen Handelspartnern in seiner ersten Amtszeit Freihandel, aber ohne Verzerrung von staatlichen Subventionen. Alle haben abgelehnt.

China lebt nach dem nordostasiatischen Entwicklungsmodell, das schon Japan und Korea angewandt haben. Die innere finanzielle Repression erlaubt grosse Investitionen in Infrastruktur und industrielle Kapazitäten. Die Unternehmen steuern Vollbeschäftigung und grosse Marktanteile an, aber nicht primär Rentabilität. Das führt langfristig zu schwachen Banken, weil diese die daraus entstehenden Verluste finanzieren müssen. Heute ist China am Punkt, wo der Staat die Banken rekaptalisieren muss, um das System vor einer Krise zu schützen. Wenn Trump in dieser Situation von einem verwundbaren China zu viel verlangt, dann kann der Konflikt eskalieren.

Kurzfristig werden weder Europa noch China ihr Wirtschaftsmodell schnell umstellen können. Ob sich China, die EU und die USA zu einem Modus Operandi finden werden, wissen wir nicht. Jedenfalls stehen heisse Verhandlungsrunden an, die vermutlich mehr Unsicherheit in die Wirtschaft hineinbringen werden. Entsprechend werden Investitionen vielerorts zurückgestellt.

## **Schwaches Europa**

Während China seine Hausaufgaben gemacht und seine Exporte breit diversifiziert hat, wird Europa völlig unvorbereitet getroffen. Eine wenig qualifizierte politische Führungsgeneration in der EU hat sich einer naiven Politik verschrieben und sich geopolitisch nicht nur einseitig von den USA abhängig gemacht, sondern sich auch ideologisch für teure Energie entschieden. Leider gilt dies auch für die Schweiz, die seit Beginn der Personenfreizügigkeit immer mehr Menschen aus der EU aufnimmt und seither ihre Exportquote von 55% auf über 75% erhöht hat. Damit ist die wirtschaftliche Verwundbarkeit unseres Landes enorm gestiegen. Und die naive Energiewende Deutschlands haben auch wir teilweise nachvollzogen.

Deutschland war wirtschaftlich immer Dreh- und Angelpunkt Europas. Aber die unter Angela Merkel fehlgeleitete und von der Ampel noch verstärkte Wirtschaftspolitik schwächt Deutschland und damit auch die EU.

Seit der Einführung des Euro hat Deutschland seinen vorherigen Wettbewerbsvorteil nicht nur verloren, sondern ist als Folge einer fehlgeleiteten Wirtschaftspolitik heute im Nachteil. Betrugen die Lohnstückkosten beim Eintritt 30% weniger als beim EU-Durchschnitt, so liegen sie heute 6% darüber. Der wirtschaftliche Abstieg Deutschlands und seiner Zulieferer in Europa wird weitergehen. Wohlstand muss verdient werden und ist nicht gottgegeben.

Was die EU und Deutschland brauchen, ist eine konsequente Wende hin zu einer bürgerlichen Politik mit niedrigen Steuersätzen, Deregulierung und damit wieder einer Erhöhung der inneren Kaufkraft. Wenn der CDU-Kanzlerkandidat eine Koalition mit der SPD und anderen etablierten Parteien von Mitte-Links eingeht, dann macht er einen kapitalen Fehler. Ich fände es persönlich besser, wenn er die AfD in die Regierungsverantwortung einbindet, um dann einen bürgerlichen Kurs einzuschlagen. Die EU, Weltmeisterin in Sachen Regulierung, muss eine grosse Deregulierung einleiten. Zudem muss Europa mit Russland das Verhältnis entspannen und normalisieren, nicht zuletzt, um die Energiekosten auf ein erträgliches Mass zu reduzieren. Jede Wirtschaftsaktivität ist umgewandelte Energie, und wenn diese auf dumme Weise verteuert wird – wir kaufen russische Energie wegen unseren Sanktionen über Drittstaaten teuer ein –, dann geht Wettbewerbsfähigkeit verloren.

Falls die EU und Deutschland dies nicht tun, so wird es trotz CDU-Kanzler eine Legislaturperiode geben mit weiterem wirtschaftlichen Niedergang, weiterer Abwanderung von Betrieben, Arbeitsplätzen und Steuersubstrat, bis dann ein nächstes Mal die AfD nicht mehr übergangen werden kann. Auch die Schweiz ist nicht vor dem Abstieg gefeit, denn auch hier werden die politischen Weichen seit

geraumer Zeit falsch gestellt. Wenn der Präsident der FDP Schweiz seine Stimme lieber Harris statt Trump gäbe, wie er das zwei Tage vor der Wahl öffentlich sagte, dann hat er nichts verstanden. Harris stand für mehr Staat und Regulierung, während Trump – mit Abstrichen – für mehr Privatwirtschaft, Freiheit und Frieden via Stärke eintritt. Europa muss sich über seine Situation und seine eigenen Interessen klar werden und sich aus der Klammer der USA lösen. Dies bedeutet, die Souveränität, die man an die USA weitgehend verloren hat, zurückzugewinnen, ohne mit den USA zu brechen, sondern freundschaftliche, aber keine unterwürfigen Beziehungen zu pflegen.

Wir stehen geopolitisch vor einer historischen Herausforderung, wie wir sie seit mindestens zwei oder sogar mehr Generationen nicht erfahren haben. Das erfordert starkes, gebildetes und weitsichtiges Führungspersonal. Leider ist dieses in Europa noch immer nicht sichtbar.

## **Die Trump-Blase am US-Aktienmarkt**

Zweifellos bewegt sich der US-Aktienmarkt bereits in einer Blase. Er handelt bei einer Bewertung, die in den letzten 140 Jahren nur Anfang 2000 marginal höher war. Zudem beträgt die Gewichtung der USA am globalen Aktienmarkt inzwischen 73%; ein historischer Exzess. Und angesichts eines guten Wachstums der US-Wirtschaft, senkt das Fed die Zinsen und bläst diese Blase weiter auf.

Vermutlich wird das Fed die Zinsen weiter senken, auch wenn es dafür keine fundamentalen Gründe gibt. Auch die EZB wird weiter senken, vermutlich sogar aggressiv. Sie muss die Finanzierung des desolaten französischen Staatshaushaltes sicherstellen, was mittelfristig primär wieder über Geldschöpfung laufen wird. Auch diese Liquidität wird vorerst noch in die Aktienmärkte fließen. Solche Blasen gehen weiter, als die Vernunft diktiert. Parabolisch steigende Märkte

korrigieren jedoch nie seitwärts. Auf Exzesse in einer Richtung, folgen danach Exzesse in die Gegenrichtung. Das wird auch diesmal nicht anders sein. Und mit dem US-Aktienmarkt werden dann die meisten anderen Aktienmärkte ebenfalls korrigieren.

Die ersten beiden Amtsjahre eines Präsidenten sind meistens geprägt von Korrekturen und fundamentalen Problemen, während in der zweiten Hälfte die Märkte jeweils wieder steigen, da die Regierung eine Verbesserung der Lage für die nächsten Wahlen vorbereitet. Trumps Versuch, mit protektionistischen Massnahmen die US-Wirtschaft zu stärken, wird vermutlich einiges Geschirr zerschlagen und in das Korrekturmuster für 2025/26 passen. Aber vorerst geht die Sause weiter, da die grossen Notenbanken dieses irrsinnige Spiel weiter anheizen.

Wenn Trumps Protektionismus misslingt, dann wird er versuchen, den Dollar zu schwächen, um den USA einen kompetitiven Vorteil zu verschaffen. Der Greenback ist im Vergleich hoch bewertet. Er wird aber vorerst noch etwas weiter steigen, insbesondere wenn sich die Konjunktur Asiens und Europas weiter abkühlt und dort die Zinsschritte nach unten weitergehen. Sobald Trump und das Fed im Lauf der Zeit eine expansive Wirtschaftspolitik fahren, dann wird auch der Dollar korrigieren.

Das Haushaltsdefizit der USA wird auch unter Trump hoch bleiben, was den Bondmarkt belasten wird. Der Anleihemarkt wird deshalb Trump disziplinieren, falls er überborden sollte. Die kommenden ein bis zwei Jahre werden vermutlich grosse Kursausschläge auf beide Seiten bringen, was Anlegern punkto Timing viel abfordern wird.

## Felix W. Zulauf



Felix W. Zulauf ist Gründer und Inhaber der Zulauf Consulting in Baar, die Beratung für Kunden weltweit anbietet. Seine Laufbahn führte ihn zunächst bei UBS in Zürich durch verschiedene Positionen, unter anderem als globaler Anlagestratege und Leiter des institutionellen Portfoliomanagements. Dazwischen dienten ihm Auslandsinsätze in New York und Paris zur Vertiefung der Fachkenntnisse globaler Finanzmärkte. 1990 gründete er Zulauf Asset Management, um seine Anlagephilosophie frei von konventionellen institutionellen Restriktionen umsetzen zu können.

---



#### THE BIG PICTURE

### Amerika spielt in einer eigenen Liga

Der US-Aktienmarkt hat in den eineinhalb Jahrzehnten seit der globalen Finanzkrise den Rest der Welt um Längen geschlagen. Die Diskrepanz hat historische Extremwerte erreicht. Kann das von Dauer sein?

Mark Dittli ✉ 06.12.2024



#### MEINUNG

### Der Wind beginnt zu drehen

Die Finanzmärkte beginnen, sich mit einer zweiten Präsidentschaft von Donald Trump auseinanderzusetzen. Geopolitisch dürfte Trump die Weichen neu stellen, wirtschaftlich sind mehr Inflation, höhere Zinsen und ein schwächerer Dollar zu erwarten.

Felix W. Zulauf 30.07.2024



#### INTERVIEW

### «Der Bondmarkt wird Donald Trump disziplinieren»

Marko Papic, Chefstrategie von BCA Research, warnt, dass steigende Zinsen die Rally an den Börsen abwürgen könnten. Präsident Trump werde sich auf seine Mandate besinnen, und ein Handelskrieg sei kein zwingendes Szenario.

Mark Dittli ✉ 15.11.2024





#### HINTER DER HEADLINE

### **Scott Bessent: Der wichtigste Mann in der Regierung von Donald Trump**

Der künftige Finanzminister könnte die Wirtschaftspolitik von Präsident Trump prägen. In mehreren Interviews hat Bessent Einblick in sein Denken gegeben. Es lohnt sich für Investoren, sich eingehend mit diesen zu befassen.

Mark Dittli ✉ 27.11.2024



Copyright © The Market Media AG. Alle Rechte vorbehalten. Eine Weiterverarbeitung, Wiederveröffentlichung oder dauerhafte Speicherung zu gewerblichen oder anderen Zwecken ohne vorherige ausdrückliche Erlaubnis von The Market Media AG ist nicht gestattet.