

KONJUNKTUR UND STRATEGIE

USA nach der Wahl: Mission Impossible?

Wir haben noch vor einer Woche an dieser Stelle gute Gründe dafür aufgeführt, weshalb Donald Trump mit hoher Wahrscheinlichkeit die Wahl verlieren wird. Wie so viele sind wir gestern eines Besseren belehrt worden. Hätten wir uns doch bloß mal eine Folge von den „Simpsons“ aus dem Jahr 2000 angeschaut – dort wurde schon damals davor gewarnt, dass Trump eines Tages Präsident werden würde. Aber nun im Ernst: Mit dem Sieg Trumps setzt sich ein Trend fort, der schon beim Brexit-Referendum beobachtet werden konnte: Bürger sind zunehmend bereit, vermeintlich politisch „unkorrekte“ Positionen einzunehmen und sich sowohl vom politischen Establishment als auch vom Mainstream der publizierten Meinungen abzusetzen. Das ist gleichermaßen ein heftiger Schlag und eine große Herausforderung für Politiker und Medien (genauso wie für die Meinungsforscher). Von daher liegt die Vermutung nahe, dass sich dieser Trend auch beim Referendum in Italien und bei den Wahlen in Frankreich und die Niederlanden fortsetzen könnte.



Wenn Wähler in der größten Volkswirtschaft der Welt mehrheitlich einen Kandidaten wählen, der bei nüchterner Betrachtung und zumindest auf den ersten Blick eher nicht die charakterliche und fachliche Eignung mitbringt, Präsident der Vereinigten Staaten zu sein, dann muss etwas gewaltig schiefgelaufen sein. Der Erfolg von Trump ist nur mit einer tiefen Unzufriedenheit mit dem Status Quo zu erklären. Auch das Brexit-Votum war vermutlich nicht das Ergebnis einer originär antieuropäischen Stimmung, sondern das Ergebnis einer hohen Unzufriedenheit mit der Art und Weise, wie die Institutionen Europas aufgesetzt sind und funktionieren.

Die Reaktionen der Politik und der Medien auf diese Ergebnisse waren reflexhaft und bestanden in erster Linie aus Häme und Wählerbeschimpfung. Das Gleiche wird vermutlich wieder passieren, wenn in Italien im Dezember die

Volksabstimmung bezüglich der Verfassungsreform scheitern sollte und in anderen europäischen Ländern rechte Parteien weiter an Zulauf gewinnen. Durch das Brexit-Referendum sowie den Wahlausgang in den USA ist es sogar noch wahrscheinlicher geworden, dass auch in Kontinentaleuropa extreme politische Wahlergebnisse eintreten; der Brexit und die US-Wahl wirken in gewisser Weise wie ein „Dammbruch“, der die Wähler ermutigen könnte, Meinungen zu artikulieren, die bisher nicht als hoffähig galten.

Damit gibt es zwei Aspekte, die im Hinblick auf die US-Wahl analysiert werden müssen. Zum einen geht es um die Frage, inwieweit die politische Großwetterlage in Kombination mit dem anstehenden Referendum in Italien eine neue Eurokrise auslösen könnte, da die Zustimmung zum gemeinsamen europäischen Projekt zurückgeht. Zum anderen geht es um die Frage, welche wirtschaftspolitischen Konsequenzen sich aus einer Präsidentschaft Trumps ergeben und welche Implikationen sich daraus für die Kapitalmärkte ergeben. Schließlich tut man sich bisher schwer, diesen Sachverhalt eindeutig einzuschätzen, denn die bisherigen Äußerungen Trumps zu seinen wirtschaftspolitischen Absichten sind äußerst diffus – wenn es überhaupt konkrete Aussagen von ihm zu wichtigen Themen gibt. Aber fangen wir mit der politischen Analyse an.

Die Wahrscheinlichkeit, dass die Erfahrungen aus Großbritannien und den USA auch die Wähler in Italien ermutigen werden, „unkonventionell“ beim Referendum im Dezember abzustimmen und damit eine Regierungskrise auszulösen, hat unseres Erachtens nach deutlich zugenommen. Bei diesem Referendum geht es darum, eine Verfassungsänderung herbeizuführen, um politische Prozesse in Italien zu beschleunigen und Reformen zu erleichtern. Das Referendum sieht eine deutliche Begrenzung der Rechte des Senats vor, sodass dieser Gesetze nicht mehr so leicht blockieren kann, wie dies in der Vergangenheit oft der Fall war. Die Umfragen deuten darauf hin, dass es eine leichte Mehrheit für die Ablehnung des Referendums gibt, wobei aber ein sehr großer Teil der Wähler noch unentschieden ist. Käme es zu einer Ablehnung der Verfassungsreform, dürfte das politische Schicksal des italienischen Premierministers Matteo Renzi besiegelt sein. Das gilt selbst für den Fall, dass Renzi nicht wie ursprünglich angekündigt zurücktritt, sondern Regierungschef bleibt. Auch in dieser Situation wäre die Halbwertszeit der politischen Karriere Renzis deutlich begrenzt, und die sog. Fünf-Sterne-Bewegung befände sich wieder im Aufwind. Unterstellt man zudem, dass in der dann kommenden Regierung die Fünf-Sterne-Bewegung den Regierungschef stellen dürfte (Beppe Grillo als Chef der Fünf-Sterne-Bewegung könnte in Italien ein ähnliches Protestwählerpotenzial auf sich vereinen wie Trump in den USA), dann wäre ein „Italexit“ kein unmögliches Szenario mehr. Schon jetzt existieren diverse Umfragen, die eine sehr geringe emotionale Bindung der Italiener an den Euro dokumentieren. Auch in Frankreich dürfte ein Erstarken der Front National mit einer größeren Distanz zum Euro-Projekt einhergehen. Natürlich sind dies alles Horrorszenarien, denen man nur eine geringe Wahrscheinlichkeit beimessen möchte. Auf der anderen Seite lehren

die Erfahrungen der letzten Monate, dass man mit Wahrscheinlichkeiten, vor allem wenn sie auf Umfragen basieren, im derzeitigen politischen Umfeld eher vorsichtig umgehen sollte. Man ist i.d.R. gut beraten, auch an das Undenkbare zu denken. So gesehen ist der Sieg Trumps auch ein Signal für Europa. Die Politik muss aufpassen, dass es nicht zu einer weiteren Entfremdung kommt, in der immer größere Teile der Bevölkerung das Gefühl bekommen, mit ihren Interessen kein Gehör zu finden. Gelingt es nicht, diese Strömungen einzufangen, steht auch das europäische Projekt auf dem Prüfstand.

Neben diesen politischen Überlegungen existieren aber auch noch fundamentale und wirtschaftspolitische Implikationen des US-Wahlergebnisses. Dabei lässt sich die Frage, welche Konsequenzen die Präsidentschaft Donald Trumps für die amerikanische Wirtschaft und die Weltwirtschaft haben wird, derzeit kaum vernünftig beantworten. Denn Fakt ist, dass seine Aussagen zu wichtigen wirtschaftspolitischen Themen bestenfalls nebulös, jedoch in weiten Teilen gar nicht vorhanden und schlimmstenfalls in sich widersprüchlich sind. Allein die Aussagen, dass er die Steuern kräftig senken will, gleichzeitig aber mehr Geld für dringend benötigte Infrastrukturmaßnahmen (im Gespräch sind 550 Milliarden US-Dollar) und das Militär (schätzungsweise etwa 150 Milliarden US-Dollar) zur Verfügung stellen möchte und alles unter der Prämisse steht, die Staatsverschuldung zu reduzieren, läuft auf eine *mission impossible* heraus. Denn wenn er tatsächlich die Anzahl der Steuerklassen von sieben auf drei reduziert, die Körperschaftsteuer von 35 auf 15 Prozent senkt und zudem die Erbschaftsteuer abschafft, würde dies nach Berechnungen von Moody's dazu führen, dass die Steuereinnahmen in Relation zur Wirtschaftsleistung auf den niedrigsten Stand seit dem 2. Weltkrieg fielen. Wollte man die Steuererleichterungen jedoch vollständig gegenfinanzieren, um die Verschuldung nicht weiter ansteigen zu lassen, müsste Trump dagegen die Staatsausgaben deutlich senken.

Insofern darf man gespannt sein, wie das (wirtschafts-)politische Programm von Donald Trump konkret ausgestaltet wird, wenn er dann am 20 Januar 2017 in das Weiße Haus einziehen wird. Wichtig wird auch sein, wie und mit wem sein zukünftiges Kabinett besetzt sein wird. Da Trump schon in der Vergangenheit gezeigt hat, dass er wandlungsfähig wie ein Chamäleon ist, wäre es nicht verwunderlich, wenn seine spätere Politik nur noch teilweise etwas mit seinen Wahlaussagen zu tun hätte. Aus heutiger Sicht das größte Problem besteht in der mit seiner Wahl verbundenen Unsicherheit, weil ein wirkliches Wahlprogramm mit aufeinander abgestimmten Aussagen nicht vorliegt. Während des Wahlkampfs ging Trump auf Konfrontationskurs mit fast allen etablierten Ideen und Vorstellungen. Allerdings halten wir es für möglich und auch wahrscheinlich, dass er sich im Amt moderater gibt und sich an dem tatsächlich Machbaren orientiert. Die großen Sorgen, die derzeit mit einem Präsidenten Trump verbunden werden, könnten von daher übertrieben sein.

Dennoch wird sich in der US-Politik im Vergleich zu der bisherigen von Präsident Obama vieles ändern, zu unterschiedlich sind die Positionen von Demokraten und Repub-

likanern in den meisten wichtigen politischen Punkten. "Radikal" wäre der Bruch aber wohl nur dann, wenn sich Amerika von nun an komplett nach innen wenden würde, was unwahrscheinlich ist. Donald Trump will vermutlich nicht nur in den USA wahrgenommen werden, sondern es spricht viel dafür, dass er auch die internationale Bühne suchen wird. Entscheidend wird sein, ob die USA als größte Volkswirtschaft der Welt auch weiterhin diese führende Rolle spielen wollen und werden. Die Wahrscheinlichkeit dafür ist groß. In der NATO wird Europa allerdings zukünftig mehr Verantwortung übernehmen müssen, und das nicht nur finanziell. Wenn dies der Fall sein sollte, werden die USA auch unter einem Präsidenten Trump ein integraler und wichtiger Bestandteil des Bündnisses sein.

Alles in allem dürften die USA trotz aller bestehenden Unsicherheiten ein wichtiger Motor der Weltwirtschaft bleiben. Noch ist Trump nicht im Amt, selbst wenn er große politische und wirtschaftliche Veränderungen beschließen sollte, wird es dauern, bis diese greifen und sichtbar werden. Auch wenn Repräsentantenhaus und Senat von Republikanern dominiert werden, ist nicht gesagt, dass Trump mit all seinen Ideen durchkommt. So gehen wir im Moment nicht davon aus, dass sich das US-Wachstum in absehbarer Zeit abschwächen wird. Im Gegenteil: Eine expansivere Fiskalpolitik, die auf höheren Staatsausgaben und Steuersenkungen beruht, könnte zusammen mit einer expansiven Geldpolitik zumindest im kommenden Jahr sogar zu mehr Wirtschaftswachstum führen, als es bislang erwartet wird. Mögliche negative Effekte, die aus einer Beschränkung des Freihandels, einer höheren Staatsverschuldung und einer weiteren Zunahme der Einkommensungleichheit resultieren könnten, werden dagegen erst später sichtbar.

Dies ist wohl auch der Grund, weshalb sich die Kapitalmärkte so schnell vom Schock der Wahl erholt haben. Denn die Marktteilnehmer haben beim Brexit gelernt, dass sich zunächst groß anmutende Veränderungen nicht unbedingt schnell im täglichen Leben bemerkbar machen. Von daher halten wir es weiterhin für wahrscheinlich, dass es in diesem Jahr am Aktienmarkt zu einer Jahresendrallye kommen wird. In den USA könnte sie von Sektoren getragen werden, die von Trump (Bau bzw. Infrastruktur, Rüstung, Öl und Kohle) bzw. der Nichtwahl von Hillary Clinton besonders profitieren (Pharma und Finanzwerte). Die wahrscheinliche Bevorzugung von US-Unternehmen durch Trump spricht zudem für Firmen mit einem stärkeren binnenwirtschaftlichen Bezug, wie es bei kleinen und mittleren Unternehmen der Fall ist.

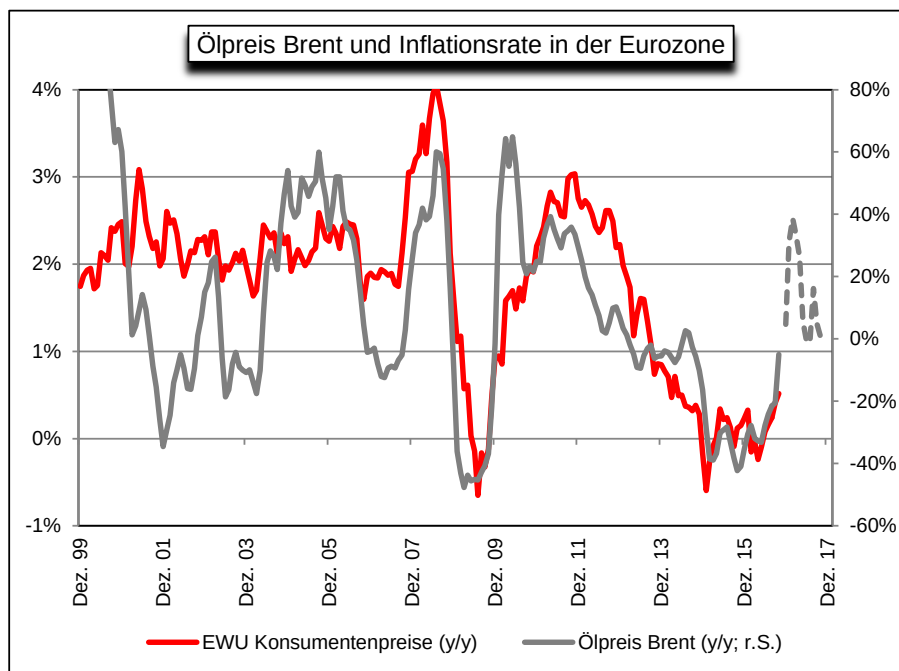
So positiv die derzeitigen Aussichten für den Aktienmarkt sind – und das nicht allein wegen, sondern auch trotz Trump, denn die Weltwirtschaft gewinnt dank der Schwellenländer derzeit ordentlich an Dynamik – so schwierig stellt sich die Situation für den Rentenmarkt dar. US-Staatsanleihen haben einen kräftigen Ausverkauf erlebt, weil befürchtet wird, dass Trumps Politik zu mehr Wachstum, aber auch zu mehr Inflation führen wird. Da zur Zeit die Inflation ohnehin schon (basisbedingt und wegen des höheren Ölpreises) ansteigt, besteht die Gefahr, dass sich diese Entwicklung in der nächsten Zeit fortsetzt.

Wochenausblick für die Zeit vom 14. November bis 18. November 2016

	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Veröffentlichung
D: ZEW Konjunkturerwartungen	19,2	-6,8	0,5	0,5	6,2	7,8	15. November
D: ZEW Lageeinschätzung	54,5	49,8	57,6	55,1	59,5	58,7	15. November
D: Produzentenpreise, m/m	0,4%	0,2%	-0,1%	-0,2%	0,2%		18. November
D: Produzentenpreise, y/y	-2,2%	-2,0%	-1,6%	-1,4%	-0,9%		18. November
E-19: Industrieproduktion, m/m	0,8%	-0,7%	1,5%	-1,0%			14. November
E-19: Industrieproduktion, y/y	0,8%	-0,5%	1,8%	0,8%			14. November
E-19: Konsumentenpreise, y/y - final	0,1%	0,2%	0,2%	0,4%	0,5%		17. November
E-19: Kerninflationsrate, y/y - final	0,9%	0,9%	0,8%	0,8%	0,8%		17. November
	Q1 16		Q2 16		Q3 16		
D: BIP, q/q	0,7%		0,4%		0,2%		15. November
D: BIP, y/y	1,3%		3,1%		1,7%		15. November
E-19: BIP, q/q	0,5%		0,3%		0,3%		15. November
E-19: BIP, y/y	1,5%		1,6%		1,6%		15. November

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Die Inflation kehrt zurück – zumindest für ein paar Monate



Wenn am kommenden Donnerstag die Inflationsdaten für die Eurozone für den Monat Oktober veröffentlicht werden, wird die Preissteigerungsrate mit voraussichtlich 0,5 Prozent den höchsten Wert seit Juni 2014 erreichen. Damit ist das Deflationsgespenst vom Jahresbeginn, als die Inflationsrate zeitweise leicht negativ war, wieder vertrieben. Allerdings war schon damals – wie auch jetzt – nur die Entwicklung der Energiepreise verantwortlich für die Veränderung der Verbraucherpreise. So lag der Ölpreis im Februar zwischenzeitlich bei nur noch rund 25 US-Dollar je Barrel, was einem Rückgang gegenüber dem Vorjahr von nahezu 40 Prozent entsprach. Dies hat dazu geführt, dass die Energiepreiskomponente im Warenkorb des europäischen Statistikamtes im Frühjahr 2016 einen Rückgang von neun Prozent gegenüber dem Vorjahr aufwies. Da die Energiepreise einen Anteil von gut zehn Pro-

zent am gesamten Warenkorb haben, hat allein diese Entwicklung zu einem Rückgang der Inflationsrate von 0,9 Prozentpunkten beigetragen. Umgekehrt wirkt sich der wieder höhere Ölpreis nun inflationserhöhend aus. Bleibt er bis zum Frühjahr 2017 auf dem derzeitigen Niveau, so würde sich im Vorjahresvergleich ein deutlicher Sprung bei den Energiepreisen ergeben. Volkswirte und Statistiker sprechen in diesem Zusammenhang von einem Basiseffekt. Bis zum Frühjahr wird dieser Effekt dazu führen, dass die Inflationsrate in der Eurozone bis auf rund 2 Prozent ansteigen wird. Dann wird dieser Spuk aber auch relativ schnell wieder vorbei sein, und die Preissteigerungsrate wird wieder sinken. Dies liegt daran, dass sich die Veränderungsrate des Ölpreises im Vergleich zum Vorjahr wieder zurückbilden wird. Von daher ist die Rückkehr der Inflation in erster Linie ein statistischer Effekt.

	Stand	Veränderung zum			
	10.11.2016 17:17	03.11.2016 -1 Woche	07.10.2016 -1 Monat	09.08.2016 -3 Monate	31.12.2015 YTD
Aktienmärkte					
Dow Jones	18675	4,1%	2,4%	0,8%	7,2%
S&P 500	2157	3,3%	0,1%	-1,1%	5,5%
Nasdaq	5251	3,8%	-0,8%	0,5%	4,9%
DAX	10597	2,6%	1,0%	-0,9%	-1,4%
MDAX	20450	-1,0%	-3,9%	-5,2%	-1,6%
TecDAX	1714	0,6%	-4,5%	-0,9%	-6,4%
EuroStoxx 50	3041	2,3%	1,3%	0,4%	-6,9%
Stoxx 50	2819	2,6%	-0,5%	-2,2%	-9,1%
SMI (Swiss Market Index)	7882	3,2%	-3,0%	-4,2%	-10,6%
FTSE 100	6825	0,5%	-3,1%	-0,4%	9,3%
Nikkei 225	17344	1,2%	2,9%	3,5%	-8,9%
Brasilien BOVESPA	60874	-1,4%	-0,4%	5,5%	40,4%
Russland RTS	994	2,3%	-0,8%	4,2%	31,3%
Indien BSE 30	27518	0,3%	-1,9%	-2,0%	5,4%
China Shanghai Composite	3171	1,3%	5,5%	4,8%	-10,4%
MSCI Welt (in €)	1696	3,5%	1,5%	0,0%	2,1%
MSCI Emerging Markets (in €)	880	1,2%	-1,5%	-0,4%	10,9%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	160,66	-144	-325	-678	274
Bobl-Future	130,85	-28	-84	-279	18
Schatz-Future	111,99	0	-11	-3	47
3 Monats Euribor	-0,31	0	-1	-1	-18
3M Euribor Future, Dez 2016	-0,30	0	0	3	0
3 Monats \$ Libor	0,89	1	1	7	27
Fed Funds Future, Dez 2016	0,50	1	1	3	0
10-jährige US Treasuries	2,09	28	35	54	-18
10-jährige Bunds	0,28	20	33	42	-36
10-jährige Staatsanl. Japan	-0,05	2	2	3	-30
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,21	13	30	30	-14
US Treas 10Y Performance	582,91	-2,3%	-2,7%	-4,2%	3,3%
Bund 10Y Performance	613,42	-0,2%	-1,3%	-2,2%	6,0%
REX Performance Index	483,97	-0,3%	-0,8%	-1,4%	2,1%
IBOXX AA, €	0,59	2	13	22	-69
IBOXX BBB, €	1,46	4	14	25	-81
ML US High Yield	6,76	-1	27	-16	-213
JPM EMBI+, Index	793	-0,5%	-2,4%	-1,6%	12,6%
Wandelanleihen Exane 25	6732	0,0%	0,2%	-0,7%	-3,3%
Rohstoffmärkte					
CRB Index	420,31	0,0%	0,9%	-0,6%	10,8%
MG Base Metal Index	280,17	4,9%	8,1%	9,9%	20,6%
Rohöl Brent	45,97	-0,9%	-12,2%	1,3%	28,8%
Gold	1264,31	-2,6%	0,9%	-5,7%	19,0%
Silber	18,70	2,2%	8,5%	-5,7%	35,0%
Aluminium	1752,75	1,5%	4,9%	7,6%	16,8%
Kupfer	5399,00	9,1%	13,5%	13,2%	14,7%
Eisenerz	72,00	9,1%	26,3%	16,1%	64,4%
Frachtraten Baltic Dry Index	954	12,4%	3,6%	51,2%	99,6%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,0876	-1,7%	-2,4%	-1,8%	-0,1%
EUR/ GBP	0,8684	-2,5%	-3,2%	1,5%	17,8%
EUR/ JPY	116,09	1,6%	0,6%	2,5%	-11,4%
EUR/ CHF	1,0739	-0,4%	-1,9%	-1,5%	-0,9%
USD/ CNY	6,7987	0,5%	1,9%	2,1%	4,7%
USD/ JPY	105,67	2,6%	2,7%	3,7%	-12,2%
USD/ GBP	0,7985	-0,5%	-0,5%	3,7%	17,7%

Carsten Klude	+49 40 3282-2572	cklude@mmwarburg.com
Dr. Christian Jasperneite	+49 40 3282-2439	cjasperneite@mmwarburg.com
Martin Hasse	+49 40 3282-2411	mhasse@mmwarburg.com
Dr. Rebekka Haller	+49 40 3282-2452	rhaller@mmwarburg.com

Diese Ausarbeitung stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Die in dieser Ausarbeitung enthaltenen Informationen erheben nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und sind daher unverbindlich. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Ausarbeitung und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Ausarbeitung stellt ferner keinen Rat oder Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Ausarbeitung dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich.