



Kapitalmärkte Blickpunkt

Ausgabe 27.03.2024 | LBBW Research | Macro/Strategy und Corporates

Trump reloaded – womit wir rechnen müssen

LBBWResearch@LBBW.de

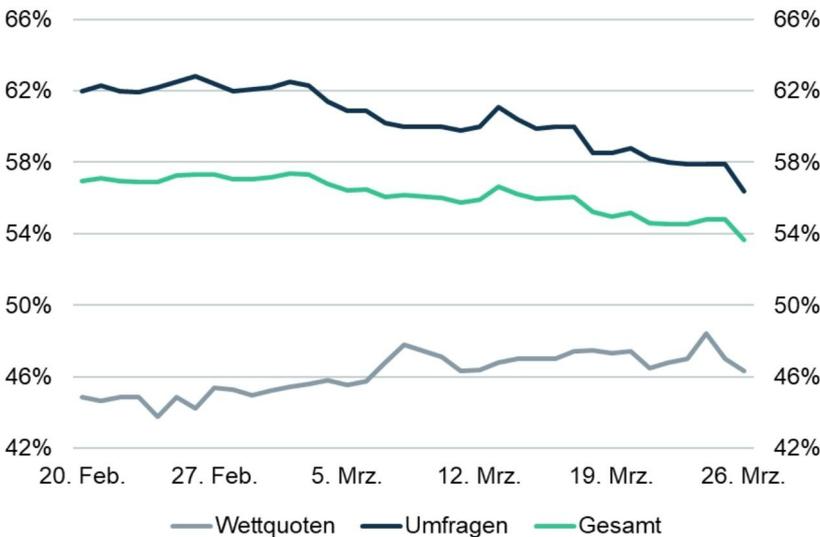
01	Einleitung Rolf Schäffer	S. 2
02	Geopolitik Matthias Krieger und Sandro Pannagl	S. 4
03	Wirtschafts- und Handelspolitik Jens-Oliver Niklasch	S. 6
04	Fiskalpolitik Dirk Chlench	S. 8
05	Inflation, Notenbanken, Zinsen Elmar Völker	S. 9
06	Euro und US-Dollar Dirk Chlench	S. 11
07	Aktienmärkte Berndt Fernow	S. 12
08	Rohstoffmärkte, Erdöl und Gold Frank Schallenberger	S. 14
09	Auswirkungen auf Branchen Marcel Gaupp	S. 15
10	Umwelt- und Energiepolitik Sabrina Kremer	S. 17
11	Szenarien und Prognosen	S. 18

Rolf Schäffer
Strategy Research
+49 711 127-76580
Rolf.Schaeffer@LBBW.de

01 Einleitung

Die US-Wahlen im November 2024 sind zweifelsohne das dominierende Thema des Jahres 2024. Das LBBW Research hat ein „Trump-O-Meter“ genanntes Modell entwickelt, das die Wahrscheinlichkeit eines Wahl Donald Trumps zum US-Präsidenten beziffert. In die Berechnung des Modells fließen Wettquoten, Umfragen und Einschätzungen unserer Analysten ein. Aktuell sieht das Trump-O-Meter die Wahrscheinlichkeit, dass der republikanische Kandidat Trump der nächste Präsident der USA wird, bei gut 53 Prozent. Sollte es so kommen, wird sich die Welt erheblichen Veränderungen gegenübersehen. Mit ihnen setzen wir uns in diesem Blickpunkt auseinander.

Abb. 1: Das Trump-O-Meter des LBBW Research
Wahrscheinlichkeit, dass Donald Trump zum US-Präsidenten gewählt wird



Quelle: LBBW-Research

Anlässlich der bevorstehenden US-Wahlen hat das LBBW Research seine Szenarien um ein Negativszenario „Trump entfesselt“ ergänzt. Für die wahrscheinlichste Variante halten wir bei alledem derzeit eine relativ moderate Legislatur Trumps oder eine zweite Präsidentschaft Joe Bidens. In diesem, von uns mit 60 % Eintrittswahrscheinlichkeit bewerteten **Hauptszenario** betriebe die US-Regierung eine protektionistische Handelspolitik mit einer mäßigen Erhöhung der Importzölle, während die Staatsverschuldung moderat stiege. Die Weltwirtschaft entwickelte sich gedämpft, mit einer überdurchschnittlichen Entwicklung in den USA – befeuert durch stimulierende Maßnahmen –, während sich Deutschlands Wirtschaft weiterhin schwertäte. Die weltführenden Notenbanken senken ihre Leitzinsen, in den Vereinigten Staaten zögerlicher als in Europa.

Im **Negativszenario** haben wir uns näher angesehen, welche Folgen zu befürchten wären, wenn Trump drastischer zu Werke ginge. Im Raum stehen Drohungen und Vorschläge aus der Agenda „[Project 2025](#)“ der Heritage Foundation, einer konservativen Denkfabrik. Mit 25 % Eintrittswahrscheinlichkeit bewerten wir, dass Trump gewählt wird und danach „entfesselt“ agieren wird. Die Zölle auf US-Einfuhren steigen auf 10 % – für Importe aus China sogar auf bis zu 60 %. Trumps unklare Haltung in einem etwaigen Bündnisfall der NATO und eine Eskalation der Beziehung zu China haben zur Folge, dass sich rund um den Globus die politischen Spannungen verschärfen, so im Nahen Osten, zwischen China und Taiwan sowie zwischen den USA und dem Iran. Auch Europa muss

Abb. 2: Wie hoch ist die Wahrscheinlichkeit, dass Trump der nächste Präsident der USA wird?



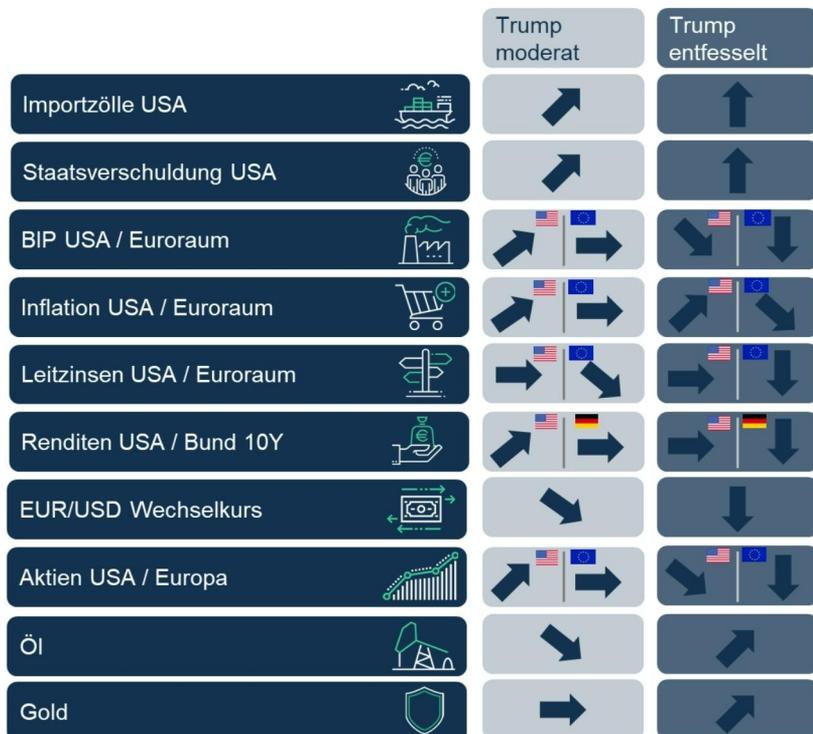
Quelle: LBBW Research

Das Trump-O-Meter finden Sie ab sofort regelmäßig aktualisiert auf www.lbbw-markets.de

Massiv steigende Zölle und mehr geopolitische Spannungen

sich auf unruhige Zeiten einstellen. Angesichts einer zu erwartenden Rezession senkt die EZB die Leitzinsen zügig. Im Zusammenspiel mit grasierender Konjunkturangst haussieren die Kurse der Bundesanleihen.

Abb. 3: Auf einen Blick - Einschätzungen zu wichtigen Parametern in den beiden Trump-Szenarien:



Quelle: LBBW Research

Nähere Informationen zu den Szenarienrahmen entnehmen Sie bitte dem Überblick auf Seite 18. Die folgenden Einschätzungen beziehen sich auf die beiden als am wahrscheinlichsten bewerteten Szenarien, die wir im Folgenden als „moderat“ und „Trump entfesselt“ bezeichnen.

Die Berücksichtigung einer möglichen zweiten Trump-Präsidentschaft machte zudem Prognoseanpassungen in unserem geltenden Hauptszenario notwendig.

Detaillierte Szenarien sind ab Seite 18 zu finden

Abb. 4: Aktuelle Prognoseanpassungen

Konjunktur							Aktienmarkt								
	2022	2023e	neu	2024e	neu	2025e	neu	aktuell	30.06.24	neu	31.12.24	neu	30.06.25	neu	
Deutschland	BIP	1,9	-0,1	0,3	1,0			DAX	18 261	16 800	17 500	18 000	18 500	18 500	19 500
	Inflation	6,9	5,9	2,5	2,1			Euro Stoxx 50	5 044	4 600	4 800	4 700	5 100	4 900	5 200
Euroraum	BIP	3,5	0,5	0,8	1,2			S&P 500	5 218	4 800	5 000	4 900	5 300	5 100	5 500
	Inflation	8,4	5,4	2,2	2,1			Nikkei	40 414	38 000		40 000		42 000	
USA	BIP	1,9	2,5	2,0	2,5	2,0									
	Inflation	8,0	4,1	3,0	2,0	2,4									
China	BIP	3,0	5,2	3,5	4,0										
	Inflation	2,0	0,2	1,7	2,2										
Welt	BIP	3,5	2,9	2,8	3,3										
	Inflation	8,7	5,3	2,9	2,9										

Zinsen und Spreads							Rohstoffe und Währungen								
	aktuell	30.06.24	neu	31.12.24	neu	30.06.25	neu	aktuell	30.06.24	neu	31.12.24	neu	30.06.25	neu	
EZB Einlegesatz	4,00	3,75		3,00		2,50		US-Dollar je Euro	1,08	1,08	1,06	1,10	1,05	1,12	1,03
Bund 10 Jahre	2,30	2,00	2,10	2,10	2,20	2,10	2,25	Franken je Euro	0,97	1,00		1,00		1,00	
Fed Funds	5,50	5,25	5,50	4,25	4,50	3,75	4,25	Pfund je Euro	0,86	0,82		0,82		0,82	
Treasury 10 Jahre	4,21	3,80	3,95	3,85	4,20	3,75	4,50	Gold (USD/Feinunze)	2176	2000		2100		2200	
BBB Bundspread (in Bp.)	129	130		120		110		Öl (Brent - USD/Barrel)	87	80		75		75	

Quelle: LBBW-Research

02 Geopolitik

Trumps Außenpolitik im Hauptszenario

Außenpolitisch dürfte Trump bei einer Wiederwahl an die „America first“-Politik seiner ersten Amtszeit anknüpfen. Er ist überzeugt, die USA würden von bilateralen Vereinbarungen mehr profitieren als von Kooperationen in Staatenbündnissen. Nicht nur würde der Westen weiter an Einfluss verlieren. Vielmehr würde auch ein Machtvakuum in Regionen entstehen, in denen sich die USA derzeit noch engagieren. China und Russland könnten ihre jeweilige Einflusssphäre deutlich ausdehnen.

Russland-Ukraine-Konflikt

Unter einer Lösung des Russland-Ukraine-Konflikts versteht Trump, die Ukraine nicht mehr zu unterstützen. Das von Russland angegriffene Land müsste wohl auf alle besetzten Gebiete verzichten. Die aktuelle Frontlinie würde zu einer neuen Grenze, an der sich russische und ukrainische Truppen gegenüberstünden. Die militärische Konfrontation wäre beendet, der politische Konflikt eingefroren. Trump würde dies als Erfolg verkaufen und sich als Friedensstifter präsentieren. Zugleich würde er dem Mehrheitswunsch der US-Bevölkerung nachkommen, der Ukraine die materielle Unterstützung zu entziehen. Putin wäre gestärkt. Provokationen gegen EU-Staaten sowie ein Wiederaufflammen der Kämpfe würden eine permanente Gefahr in Osteuropa bedeuten. Der vermeintliche Erfolg Trumps könnte Putin ermutigen, auch NATO-Staaten zu destabilisieren – etwa die Länder des Baltikums mit russischem Bevölkerungsanteil. Europa müsste noch stärker aufrüsten als geplant.

Verteidigungsbündnis NATO

Die Abschreckungsfähigkeit der NATO besteht vor allem in der Glaubwürdigkeit, füreinander einzustehen. Das stellt Trump mit seiner Rhetorik in Frage. Aus der NATO auszutreten, läge nicht im Interesse der USA. Ein solcher Schritt würde die Bündnisfähigkeit und -willigkeit der global schwächelnden Supermacht weiter in Zweifel ziehen und deren Position auch in anderen Weltregionen untergraben. Gewinner wäre neben Putin vor allem Trumps Erzrivale China. Ein NATO-Austritt ist auch unwahrscheinlich, weil Trump dafür auf die Zustimmung des Kongresses angewiesen wäre. Er könnte aber mit einem Abzug von Truppen aus Europa das Bündnis in zentralen Bereichen schwächen. Wenn die NATO bröckelt, würden auch politische Risse in der EU entstehen. [Einige osteuropäische Staaten](#), wie etwa Ungarn, könnten eine Annäherung an Russland betreiben, andere sich Trump andienen. Eine gemeinsame Außen- und Sicherheitspolitik der EU wäre damit noch schwieriger zu realisieren.

Volksrepublik China

Während gegenüber Russland eine Annäherungspolitik zu erwarten ist, dürfte im Falle Chinas das Gegenteil eintreten. Das Reich der Mitte stellt für Trump den Hauptfeind dar. Insbesondere im Handelskonflikt würde eine Verschärfung drohen. Trump hat Zollanhebungen auf breiter Front – und gegenüber China im Speziellen – angekündigt; bereits in unserem Basisszenario unterstellen wir einen Anstieg der Einfuhrzölle auf alle Importe, besonders auf chinesische Einfuhren. Dass China die USA ausbeute, gehört zu den zentralen Narrativen Trumps. Seine Kernwähler, vom Strukturwandel in den Vereinigten Staaten stark betroffen, erwarten ein solches Signal. Weitere Einschränkungen bei der Ausfuhr strategischer Güter sowie bei Investitionsvorschriften für US-Unternehmen in China könnten folgen. Im Übrigen besteht in den USA gegenüber China parteiübergreifend Einigkeit. Biden führt den China-kritischen Kurs aus Trumps erster Amtszeit fort.

Matthias Krieger
Strategy Research
+49 711 127-73036
Matthias.Krieger@LBBW.de

Sandro Pannagl
Strategy Research
+49 711 127-70164
Sandro.Pannagl@LBBW.de

Waffenstillstand zulasten der Ukraine

NATO in rauem Fahrwasser

Verschärfter Handelskonflikt mit China

Eine US-Abkehr von Taiwan erwarten wir nicht. Dazu ist dieses Land als Halbleiterlieferant zu bedeutend für US-Wirtschaft und -Militär. Eine Abwendung von der Insel würde durch die daraus resultierende Vormachtstellung Chinas im Südchinesischen Meer zudem das US-Bündnissystem in Ostasien/Pazifik in Frage stellen. Das Vertrauen in die USA als Schutzmacht vor China wäre irreparabel beschädigt. Japan, Südkorea und andere Staaten sähen sich unter Umständen gezwungen, sich China anzunähern. Die USA würden politisch und zunehmend auch wirtschaftlich und militärisch in der Region marginalisiert. Für Peking wäre dies ein Sieg auf ganzer Linie. Dies liefe Trumps Bestrebungen klar entgegen.

Übrige Welt

Im Wettstreit zwischen den USA und China werden sich die Schwellenländer und die Länderbündnisse dort (ASEAN, Mercosur usw.) mehrheitlich neutral verhalten, um nicht ins Visier einer der Großmächte zu geraten. Die Direktive lautet, sich auf Basis eigener Interessen von Fall zu Fall zu positionieren und die Beziehungen untereinander auszubauen. Ein „De-Risking“ zwischen China und dem Westen hat, Simulationsrechnungen zufolge, zu vernachlässigende Effekte auf die Weltwirtschaft. Auf längere Sicht können viele Schwellenländer profitieren, wenn die großen Blöcke ihre Lieferketten diversifizieren.

Ungleich negativere Folgen im Szenario „Trump entfesselt“

Russland-Ukraine-Konflikt / NATO

Würden die USA die Unterstützung für die Ukraine einstellen und einen Deal mit Putin schließen, ohne europäische Interessen zu berücksichtigen, würde dies zu einer Zerreißprobe des Westens führen. Im Zuge dessen dürfte Trump den Großteil der US-Truppen aus Europa abziehen und/oder den atomaren Schutzschirm einfahren. Er könnte sogar versuchen, im Kongress einen Austritt der USA aus der NATO zu erreichen. Das Vertrauen in die westliche Allianz wäre zerstört. Putin und China wären klare Sieger des Konflikts. Putin würde geradezu aufgefordert, seine Expansion fortzuführen. Es bestünde die Gefahr einer politischen Spaltung Europas. Wer Putin nicht folgen will, muss massiv aufrüsten. Manche EU-Staaten könnten sich ihm andienen, andere Trump. Die Einheit und die Handlungsfähigkeit der EU stünden auf dem Spiel.

Volksrepublik China

Trump mag versucht sein, den Handelskonflikt mit dem Rivalen bis zum Äußersten eskalieren zu lassen, indem er prohibitiv hohe Ex- und Importzölle verhängt und seine Verbündeten zwingt, sich dem Kampf gegen den Aufstieg Chinas anzuschließen. Ein Hebel könnte der Ausschluss europäischer Unternehmen vom US-Markt oder das Einfahren des konventionellen und atomaren Schutzschirms für Europa sein. Die vollständige Entkoppelung von China wäre für alle Beteiligten ein äußerst kostspieliges Unterfangen (insbesondere auch für Deutschland). Eine Aufgabe Taiwans wäre weiterhin unwahrscheinlich – dies würde US-Interessen zu stark und offensichtlich schaden.

Übrige Welt

Die Schwellenländer würden ihre gegenseitigen Kooperationen ausbauen und sich auf Distanz zum zerfallenden westlichen Block halten. Den sich abzeichnenden neuen Machtverhältnissen würden sie sich pragmatisch anpassen. Die USA (Europa sowieso) würden an Strahlkraft verlieren. Es gäbe keine allgemein akzeptierten internationalen Institutionen mehr. Die Übergangszeit bis zur Herausbildung einer neuen Weltordnung wäre von eher anarchischen Zügen geprägt.

Weiterhin
Unterstützung
für Taiwan

Schwellenlän-
der und deren
Bündnisse
bleiben neutral

„Trump
entfesselt“: Der
Westen zerfällt

China Sieger –
ohne Zutun

Weltordnung
mit anarchi-
schen Zügen

03 Wirtschafts- und Handelspolitik

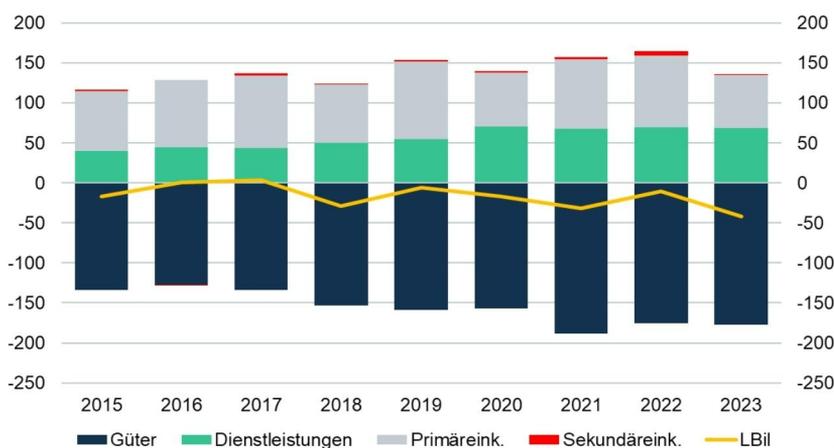
Jens-Oliver Niklasch
Strategy Research
+49 711 127-76371
Jens-Oliver.Niklasch@LBBW.de

Die mögliche Rückkehr Donald Trumps ins Weiße Haus löst in der EU Unruhe aus. Trumps handelspolitische Vorstellungen sind merkantilistisch geprägt: Gut ist, was Geld ins Land bringt. Ironischerweise ist er damit gar nicht weit entfernt vom jahrzehntealten Mainstream in den deutschen Medien und der hiesigen Politik, der neue Exportrekorde Deutschlands als Ausweis heimischer Stärke begrüßt.

Immerhin hat der Politikansatz Trumps einen wahren Kern: Ein Land kann nicht dauerhaft mehr konsumieren, als es produziert; sonst endet es in einer Überschuldung. Bei alledem könnte in der zweiten Amtszeit Trumps eine erneute handels- und wirtschaftspolitische Irrfahrt beginnen. Anzunehmen ist, dass sich Trumps Vorstellungen in diesem Bereich seit seiner ersten Amtszeit nicht nennenswert geändert haben. Damals waren in der Handelspolitik Zölle das Mittel der Wahl. Von Anfang an war China wegen seines sehr hohen Überschusses im Warenhandel mit den USA das Primärziel. Daneben dürfte Trump auch wieder die EU und speziell auch Deutschland ins Visier nehmen. Schließlich klagen die Vereinigten Staaten auch hier über ein hohes Defizit im Warenhandel: Der Euroraum hat im abgelaufenen Jahr ein Plus von 135 Mrd. Euro gebucht, bei Ausfuhren in die USA von mehr als 500 Mrd. Euro. Im ersten Jahr der ersten Amtszeit Trumps, 2017, erzielte der Euroraum (nur) einen Überschuss von 99 Mrd. Euro. Ein Fünftel der Exporte der EU gehen in die USA. Die Zölle aus der Trump-Ära hatte dessen Nachfolger Joe Biden übrigens nicht abgeschafft, sondern zunächst ausgesetzt und durch eine Quotenregelung ersetzt.

Davon abgesehen, dass (nur) mit dem Warenzustrom in die USA auch das dortige Konsumniveau steigen kann, ist der Warenhandel nur die halbe Wahrheit. Nimmt man die gesamte Leistungsbilanz, dann schneiden die Vereinigten Staaten gut ab. Schon im Wahljahr 2016 war die Leistungsbilanz nahezu ausgeglichen. Denn die USA buchen regelmäßig einen Überschuss für Dienstleistungen (neben Reisen insbesondere Software, Patent-, Marken- und Urheberrechte) sowie für das Primäreinkommen (etwa aus Unternehmensbeteiligungen), so dass der Saldo der Leistungsbilanz nahezu null war.

Abb. 5: Leistungsbilanz der USA zum Euroraum (Mrd. US-Dollar)



Quelle: LSEG, LBBW Research

Vermutlich wird sich Trump von solchen Zahlen nicht beeindruckt lassen. Insofern kann sich die europäische Wirtschaft auf eine gewisse Kontinuität der Konfliktherbeiführung einstellen. In der Biden-Amtszeit flankierten in der Wirtschaftspolitik zudem Subventionen die Zollschranken im Außenhandel, namentlich der „Inflation Reduction Act“ (IRA). Allerdings verlautete aus dem Trump-Lager bereits, dass ein wieder ins Amt

Merkantilistische Positionen

EU zwar mit Überschuss im Warenhandel,...

...aber Leistungsbilanz ausgeglichen

Kontinuität der Handelspolitik in den USA?

gewählter Präsident Trump den IRA abschaffen würde, wie auch immer so etwas im Detail aussähe. Von Klimapolitik hält Trump bekanntlich nicht viel. Aus der Sicht der EU wäre dies ein gemischter Segen. Einerseits wäre damit der Subventionswettbewerb in manchen Bereichen gestoppt, andererseits müsste sich die EU mit dem Rest der Welt überlegen, wie eine globale Klimapolitik ohne die USA aussehen könnte.

Der ehemalige Präsident der EU-Kommission, Jean-Claude Juncker sprach sich unlängst in einem Zeitungsinterview dafür aus, sich auf ein Comeback von Trump vorzubereiten. Juncker hatte 2018 mit ihm über die Frage von Strafzöllen für die Einfuhr von PKW in die USA verhandelt und Trump davon abgebracht, diese Zölle einzuführen. Ende 2019 trafen beide eine Einigung für Automobile, die darauf abzielte, einen Teil der Produktion direkt in die USA zu verlagern.

So oder so ähnlich könnte es auch dieses Mal laufen. Das wäre sozusagen die **moderate Version Donald Trumps**. Letztlich ist er an vorzeigbaren Ergebnissen zugunsten seiner Wähler interessiert. In diesem Falle an Industriearbeitsplätzen in den USA.

Freilich gibt es zwei Unwägbarkeiten: Erstens wäre eine zweite Amtszeit Trumps letzte Amtszeit. Die erste stand womöglich unter der Prämisse, eine Wiederwahl zu sichern. Was könnte das Motto einer zweiten Amtszeit sein, wenn es **Trump extrem**, also einen quasi entfesselten Präsidenten gäbe? Davon könnten seine Ziele und Verhandlungstaktiken maßgeblich beeinflusst sein. Könnte Trump versuchen, dem Drehbuch der „Heritage Foundation“ zu folgen, um eine „konservative“ Politik umzusetzen? Das wäre schwierig. Denn ausgerechnet in Sachen Handelspolitik widersprechen sich die beiden Artikel im Handbuch des Thinktanks beinahe diametral. Während der Autor Peter Navarro („The Case for Fair Trade“) vor allem die chinesischen Handelspraktiken ins Visier nimmt und als unfair brandmarkt, plädiert Kent Lassman („The Case for Free Trade“) für eine Rückkehr zum Prinzip des Freihandels und warnt davor, die Handelspolitik mit anderen Zielen als dem des freien Handels zu belasten.

Zweitens ist der Hauptgegner Trumps und der USA die Volksrepublik China. Darin ist er sich wie wohl auf keinem anderen Feld der Politik mit den Republikanern genauso einig wie mit den Demokraten. Wie sollte sich die EU im amerikanisch-chinesischen Konflikt um den Außenhandel positionieren? Näher an China, also mit einem Fokus auf den Freihandel? Oder doch besser den Schulterschluss mit den USA suchen? Das könnte auch vor dem Hintergrund des Ukraine-Kriegs und der möglichen Gefahr eines russischen Angriffs auf weitere Staaten Osteuropas die bevorzugte Strategie sein. Zugleich würde das die EU aber tiefer in einen etwaigen transpazifischen Handelskonflikt mit China hineinziehen.

Was angesichts dieser Herausforderungen nicht verkehrt sein kann, ist die Ertüchtigung des Standortes Europa. Aus der Sicht deutscher Unternehmen stehen gemäß einer Umfrage des IW-Instituts oben auf der Wunschliste: niedrige Arbeitskosten (Sozialabgaben beachten!), Entbürokratisierung, Verfügbarkeit von Fachkräften (durch gute Ausbildung und Zuwanderung zu gewährleisten), eine bezahlbare und zuverlässige Energieversorgung, eine moderne Digitalinfrastruktur, moderate Steuernätze, eine gute Verkehrsinfrastruktur und attraktive Finanzierungskosten. Danach erst werden Investitionsförderung und Subventionen als wichtige Standortfaktoren genannt.

Daraus folgt: Strafzölle made in USA sollte sich Europa nicht bieten lassen, sondern durch Androhung von Gegenmaßnahmen auf möglichst niedrige Zölle hinwirken. Im Übrigen besteht die beste Politik, welche die EU verfolgen kann, darin, die Standortbedingungen für heimische Unternehmen zu verbessern.

Junckers Mahnung

Republikaner sind gespalten

China als gemeinsamer Gegner

Den Standort verbessern!

04 Fiskalpolitik

Donald Trump hatte zu Beginn seiner Präsidentschaft eine Steuerreform (Tax Cuts and Job Act) auf den Weg gebracht, die unter anderem umfasste, den Spitzensteuersatz der Körperschaftssteuer von 35 % auf 21 % zu senken. Im laufenden Präsidentschaftswahlkampf hat er für den Fall seines Sieges angekündigt, den Satz weiter zu senken, und zwar auf nur noch 15 %. Im **Szenario „Trump entfesselt“** unterstellen wir, dass Trump zudem die temporären Steuersenkungen aus seiner letzten Legislaturperiode verlängert, die ansonsten Ende 2025 auslaufen würden. Die im Dezember 2017 beschlossenen Senkungen führten in den darauffolgenden Jahren zwar zu höheren Haushaltsdefiziten. Die Unternehmer ergingen sich damals aber in Lobeshymnen über die Wirtschaftspolitik des Republikaners. Angesichts dieser Erfahrung dürfte Trump eine Erhöhung des staatlichen Fehlbetrags achselzuckend hinnehmen. Dabei belief sich das Haushaltsdefizit nach unseren Berechnungen im vergangenen Jahr bereits auf 8,0 % – und das trotz guter Konjunktur.

Trump-Anhänger argumentieren zwar, dass die geplanten Steuersenkungen durch neue Einfuhrzölle in Höhe von 10 % finanziert werden können. Da aber davon auszugehen ist, dass die Last der Einfuhrzölle eher der US-Verbraucher als der ausländische Exporteur tragen muss, dürfte der Staat bestrebt sein, einen Ausgleich für besonders betroffene Bevölkerungsgruppen zu schaffen. Das gilt insbesondere, wenn das Ausland mit Gegenzöllen reagieren sollte. Ein Beispiel aus der Vergangenheit sind die Unterstützungszahlungen der Trump-Regierung an die vom China-Boykott betroffenen Landwirte in den Jahren 2018 bis 2020. Diese Zahlungen fraßen fast die gesamten Einnahmen aus den Zöllen auf Einfuhren aus der Volksrepublik China auf.

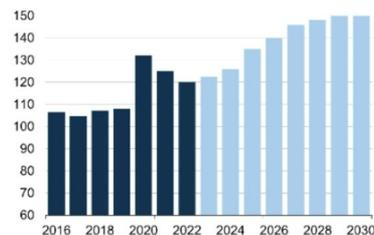
Ausverkauf am US-Rentenmarkt dürfte ausbleiben

Sollten seine Steuersenkungspläne Turbulenzen an den Börsen auslösen, könnte Trump geneigt sein, von seinem Vorhaben wieder Abstand zu nehmen. In Großbritannien führten vergleichbare Pläne der Truss-Regierung zu einer Abwertung des Pfund Sterling und einem sprunghaften Anstieg der Staatsanleiherenditen. Da der US-Dollar aber anders als das britische Pfund Weltleitwährung ist, mutmaßen wir, dass selbst im **Szenario „Trump entfesselt“** ein Ausverkauf am US-Rentenmarkt ausbleiben wird. Dennoch ist in diesem Negativszenario mit steigenden Laufzeitprämien für langlaufende US-Staatsanleihen zu rechnen. Auch die Volatilität sollte zunehmen.

Im **moderaten Trump-Szenario** gewinnen die Demokraten eine Mehrheit im US-Repräsentantenhaus und nutzen diese, um die geplante Senkung des Unternehmenssteuersatzes auf 15 % zu blockieren. In den Umfragen liegen die Republikaner derzeit jedoch leicht vorn. Dessen ungeachtet empfinden die Unternehmen aktuell – im Gegensatz zum Jahr 2016 – den Mangel an qualifizierten Arbeitskräften als größtes Problem, nicht aber eine überbordende Steuerlast. Das überrascht nicht, denn der effektive Unternehmenssteuersatz belief sich nach unseren Berechnungen im Jahr 2022 auf durchschnittlich lediglich 11 % und lag damit nur unwesentlich über seinem langjährigen Tief aus dem Jahr 2021. Auch im internationalen Vergleich ist die Steuerlast der US-Unternehmen ausgesprochen niedrig. Nach Berechnungen der Industrieländerorganisation OECD lag das Verhältnis aus Einnahmen aus Unternehmenssteuern zu Wirtschaftsleistung in den Vereinigten Staaten im Jahr 2020 deutlich niedriger als im Durchschnitt der OECD-Mitgliedsstaaten.

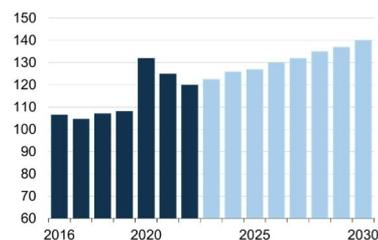
Dirk Chlench
Makro/Strategy Research
+49 711/127-76136
Dirk.Chlench@LBBW.de

Abb. 6: Bruttostaatsverschuldung der USA in % des nominalen BIP im Negativszenario . . .



Quelle: LSEG, Federal Reserve, LBBW Research

Abb 7: . . . und im Szenario Trump moderat



Quelle: LSEG, Federal Reserve, LBBW Research

Unternehmer klagen über Fachkräftemangel, nicht über Steuern

05 Inflation, Notenbanken, Zinsen

Elmar Völker
Makro/Strategy Research
+49 711 127-76369
Elmar.Voelker@LBBW.de

Inflation

Direkte Auswirkungen einer Trump-Präsidentschaft auf die Entwicklung der Inflation resultieren insbesondere aus der Handelspolitik. Indirekte Folgen ergeben sich aus nationalen und globalen Konjunkturimpulsen. Im **moderaten Trump-Szenario** dürfte die US-Inflation vor allem auf kürzere Sicht nur etwas höher ausfallen als in unserem bisherigen Basisszenario, da breit angelegte Importzölle die Einfuhr verteuern. Wachstumsimpulse für die US-Wirtschaft durch Steuersenkungen wirken ebenfalls inflationstreibend. Ein moderat stärkerer US-Dollar federt die Effekte aber partiell ab. Im Euroraum dürften sich preisdämpfende (Belastung der Weltkonjunktur) und preistreibende Effekte (mögliche EU-Gegenzölle und schwächerer Euro) unseres Erachtens etwa die Waage halten.

Im **Szenario „Trump-entfesselt“** löst ein globaler Handelskrieg beiderseits des Atlantiks massive Inflationsschübe aus. In den USA wiegt eine starke Dollar-Aufwertung diese zwar teilweise auf. Ein forcierter Deglobalisierungstrend mündet jedoch in nachhaltig erhöhte US-Teuerungsraten. Da die Weltwirtschaft zugleich einbricht, entsteht ein deflationärer Gegendruck. Dieser wirkt sich vor allem im Euroraum wegen der außenwirtschaftlichen Offenheit aus und hat zur Folge, dass der Teuerungsdruck stärker absinkt verglichen mit unseren bisherigen Annahmen.

Geldpolitik

Die Implikationen für die Inflation beeinflussen wiederum maßgeblich die Reaktion der Geldpolitik auf eine Trump-Präsidentschaft. Die wachsende Gefahr geopolitischer Eskalationen spielt über den Faktor Unsicherheit ebenfalls eine Rolle. Im **moderaten Trump-Szenario** dürfte die US-Notenbank ihren Zinssenkungskurs, den sie im Juli 2024 in Gang setzt, Anfang 2025 aussetzen. Angekündigte Steuersenkungen und die inflationstreibende Zollpolitik Trumps befeuern bei den US-Währungshütern Zweifel, ob sich der Desinflationstrend fortsetzt. Für das Jahr 2025 erwarten wir lediglich Zinssenkungen um insgesamt 50 Basispunkte (bisheriges Basisszenario: 100 Basispunkte). Für den Euroraum unterstellen wir im Saldo keine Auswirkungen auf den Kurs der Geldpolitik. Sollten sich die Handelskonflikte zuspitzen, könnte das zwar einerseits erneut die Preise treiben und verhindern, dass die EZB das angestrebte Inflationsziel erreicht. Andererseits wachsen Zweifel an dem für das Jahr 2025 erhofften Konjunkturaufschwung. Die EZB setzt ihren Lockerungskurs daher im Jahr 2025 mit Zinssenkungen um insgesamt 100 Basispunkte fort.

Im **Szenario „Trump entfesselt“** bereiten den Notenbankern beiderseits des Atlantiks zwar die drohenden Inflationsschübe großes Kopfzerbrechen. Es überwiegt jedoch die Furcht vor einer globalen Wirtschaftskrise und ihren mittelfristig deflationären Folgen. Sowohl die EZB als auch die Fed beschleunigen daher im Jahr 2025 zunächst ihren geldpolitischen Lockerungskurs. Vor allem in den USA steigt derweil die Gefahr einer erratischen Geldpolitik deutlich an. Erstens könnte die Fed im späteren Verlauf des Jahres 2025 gezwungen sein, vorherige Zinssenkungen zu revidieren, weil die Inflation wieder steigt. Zweitens drohen wiederholte Angriffe aus dem Weißen Haus auf die Unabhängigkeit der Notenbank das Vertrauen in deren Prinzipientreue und Geldpolitik zu untergraben. Die politischen und juristischen Hürden, die Fed unter die Kontrolle der US-Regierung zu bringen, schätzen wir zwar als hoch ein. Erst recht erscheinen die Überlegungen einzelner konservativer Hardliner, den Gold-Standard wieder einzuführen, gänzlich realitätsfern. Ständige verbale Drohungen und Versuche der Einflussnahme, die Trump bereits in seiner ersten Amtszeit zeitweilig auf Fed-Chef Powell gestartet hat, könnten die Währungshüter jedoch auf Dauer zermürben. Spätestens nach dem

Trump löst
weltweit höhere
Inflation aus

Fed dürfte
Zinssenkungen
verlangsamen
oder aussetzen

„Trump entfesselt“: EZB
lockert
stärker und
schneller

Ende von Powells Amtszeit an der Fed-Spitze im Februar 2026 könnte es daher in Folge der Ernennung eines Trump gewogenen Nachfolgers faktisch zu einer wachsenden Kongruenz zwischen dem Kurs der Geldpolitik und den Wünschen der Trump-Regierung kommen.

Langfristzinsen und Rentenmarkt

Im Jahr 2016 löste die Wahl Trumps innerhalb weniger Wochen einen Anstieg der Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen um mehr als 50 Basispunkte aus. Wesentlicher Treiber war die Erwartung eines Konjunkturschubs durch Steuersenkungen, begleitet von einer Rückkehr der sehr niedrigen Inflationsraten zur 2 %-Zielmarke. Letzteres war erkennbar an einem starken Aufwärtstrend der langfristigen marktbasierten Inflationserwartungen. Die Differenz zwischen dem kurzen und dem langen Ende der USD-Zinskurve wuchs zudem anfangs, nivellierte sich aber bald, da die Fed fast zeitgleich mit dem Regierungswechsel begann, die Leitzinsen sukzessive anzuheben.

Abb. 8: USD-Leitzins und Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen im Umfeld der Präsidentschaftswahlen 2016 und 2020



Quelle: Bloomberg, LBBW Research

Im **moderaten Trump-Szenario** könnte das Jahr 2016 eine Blaupause für die Entwicklung am US-Rentenmarkt sein. Insbesondere dürfte ein begonnener Trend zum Auseinanderlaufen der kurz- und langfristigen USD-Zinskurve forciert werden, da die Sorgen der Marktteilnehmer um die perspektivische Tragfähigkeit der US-Staatsschulden wachsen. Die Investoren fordern daher höhere Laufzeitprämien für langlaufende US-Staatstitel. Unterschwellige Ängste vor einer stärkeren politischen Einflussnahme auf die Fed könnten diese Tendenz zusätzlich verstärken. Für den Euro-Staatsanleihemarkt dürften die Implikationen hingegen begrenzt sein. Ein moderater Aufwärtssimpuls auf die langfristigen Inflationserwartungen und die Furcht vor nachhaltigen Belastungen für die Konjunktur im Euroraum dürften sich annähernd die Waage halten.

Im **Szenario „Trump entfesselt“** dürften Bundesanleihen stark gefragt sein, da die Anleger Sicherheit suchen. US-Staatsanleihen profitieren anfangs ebenfalls über die gesamte Laufzeitstruktur wegen der geopolitischen Unsicherheit von der Suche nach sicheren Häfen. Für langlaufende US-Staatspapiere dürfte sich dieser Effekt jedoch mittelfristig wieder (partiell) umkehren. Das führt zu einem noch deutlicheren Anwachsen der Differenz zwischen kurz- und langfristigen Zinsen als im moderaten Szenario. Ein hoher Emissionsdruck am US-Staatsanleihemarkt, der mit politisch veranlassten Anleihekäufen der Fed zusammentrifft, könnte mittel- bis längerfristig die Funktionsfähigkeit des Treasury-Marktes massiv beeinträchtigen. Im Ergebnis werden die Renditeausschläge wegen schwindender Marktliquidität immer unberechenbarer.

Trump könnte die Fed verstärkt unter Feuer nehmen

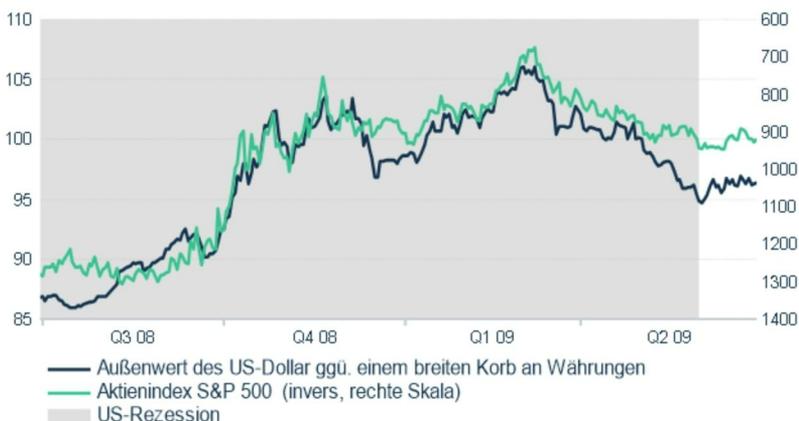
2016 als Blaupause für den Rentenmarkt?

Bundesanleihen könnten von der Suche nach sicheren Häfen profitieren

06 Euro und Dollar

Im **Szenario „Trump entfesselt“** wird der Republikaner sowohl eine expansive Fiskalpolitik betreiben als auch Einfuhrzölle erheben. Dadurch entsteht in den USA von zwei Seiten Aufwärtsdruck auf die Preise, während der Euroraum vor allem negative konjunkturelle Folgen zu spüren bekommt. In der Folge steigt der Renditevorteil von kurz laufenden US-Staatsanleihen gegenüber ihren Pendanten aus dem Euroraum. Daher dürfte der US-Dollar gegenüber dem Euro spürbar an Wert gewinnen. Ein weiterer Treiber des Wechselkurses kommt in diesem Szenario hinzu: Denn hier nehmen wir an, dass Trump auch als US-Präsident die Beistandspflicht der USA für andere NATO-Mitgliedsstaaten in Frage stellen wird. Diese Haltung dürfte an den Devisenmärkten die Furcht vor einer Eskalation geopolitischer Konflikte befeuern – in einem Umfeld, in dem die Sorge vor Konflikten ohnehin schon groß sein dürfte. Schon allein wegen Trumps erratischen Verhaltens in seiner ersten Legislatur. In der Vergangenheit hat der US-Dollar aufgrund seines Status als sicherer Hafen in Krisenzeiten stets sprunghaft an Wert gewonnen. Das galt selbst dann, wenn der Ursprung der Unsicherheit in den USA selbst zu finden war. So legte der US-Dollar beispielsweise während der vom US-Wohnimmobilienmarkt ausgehenden Finanzmarktkrise (siehe Abb. 9) und nach dem Ausbruch der weltweiten Corona-Pandemie spürbar zu. Entsprechend rechnen wir in unserem **Szenario „Trump entfesselt“** mit einer sprunghaften Aufwertung des US-Dollar gegenüber dem Euro.

Abb. 9: Außenwert US-Dollar gegenüber einem breiten Währungskorb und dem US-Aktienindex S&P 500



Quelle: LSEG, LBBW Research

Im **moderaten Trump-Szenario** gehen wir davon aus, dass Trump seinen Plan eines Zollsatzes in Höhe von 10 % auf alle Einfuhren nicht umsetzen wird. Das könnte aufgrund seiner Vorliebe für „Deals“ geschehen, hier sei beispielsweise an den Junkers-Trump-Deal 2018 erinnert. Oder die Demokraten gewinnen eine Mehrheit im US-Repräsentantenhaus. Die Macht zur Festlegung von Zöllen liegt gemäß der Verfassung beim US-Kongress. Der Kongress hat jedoch im Laufe der Zeit in verschiedenen Gesetzen Regelungskompetenzen an den US-Präsidenten abgetreten. Diese Gesetze dürfte Trump unter maximaler Ausdehnung seines Ermessensspielraums und darüber hinaus zwar nutzen, um ausgewählte Einfuhrzölle zu erhöhen. Um die Zölle auf alle Einfuhren anzuheben – wie im Wahlkampf angekündigt, – fehlt dem Präsidenten nach unserem Rechtsverständnis jedoch die Handhabe. Demzufolge gilt die oben im **Szenario „Trump entfesselt“** dargelegte Argumentation hier nur abgeschwächt. Auch die Aufwertung des US-Dollar sollte im **moderaten Trump-Szenario** entsprechend geringer ausfallen.

Dirk Chlench
Makro/Strategy Research
+49 711/127-76136
Dirk.Chlench@LBBW.de

**Aufwertung
des US-Dollar
zu erwarten**

**In Krisenzeiten
legte der Dollar
kräftig zu**

07 Aktienmärkte

Die Folgen einer zweiten Präsidentschaft Trumps auf die Aktienmärkte sind besonders schwer zu einzuschätzen, da sich gegenläufige Effekte teilweise gegenseitig kompensieren und die Auswirkungen regional durchaus unterscheiden können. Da sich Trump als Geschäftsmann und Volkstribun versteht, wird er im Sinne von „America First“ sicher Wert auf steigende Kurse an der Wall Street legen. Es ist aber auch zu erwarten, dass er viele politische Entscheidungen mit dem Fokus auf kurzfristige Effekte trifft. Auf mittlere Sicht kann dann das Gegenteil des Bezielten eintreten, wie die Erfahrungen der Jahre 2017 bis 2020 zeigen. Die schnellen Steuersenkungen ließen 2017 Gewinne und Kurse steigen. Sie verursachten aber zugleich einen gewissen Inflationsdruck, was die Fed zu Zinserhöhungen bewog. Zudem beeinträchtigte die Trumpsche Handelspolitik die Weltwirtschaft, was im Folgejahr eine Baisse nach sich zog. In der Konjunkturschwäche 2019 stiegen die Kurse wieder, bis dann das Corona-Jahr 2020 die (ohnehin fällige) Rezession brachte. Diese letzte, durch die Pandemie geprägte Phase taugt aber naturgemäß nicht als Blaupause.

Abb. 10: Aktienmarkt und Dollar unter Trump bis 2019



Quelle: LSEG, LBBW Research

Anhaltende latente Unsicherheit zu erwarten

Populistische Politik zeichnet sich nicht zuletzt dadurch aus, dass sie sich in einem permanenten Wahlkampfmodus befindet. Der kurze Wahlzyklus in den USA dürfte dieses Phänomen noch verstärken. Da die Öffentlichkeit jedes Wort des Präsidenten auf die Goldwaage legen wird, dürfte an den Märkten grundsätzlich eine latente Unsicherheit herrschen. In einem **moderaten Szenario**, in dem der Kongress das Weiße Haus im Zaum hält, würden die Parallelen zur Phase 2017 bis 2019 überwiegen. Weitere Steuersenkungen und Deregulierungen kämen den US-Unternehmen zu Gute und brächten ihnen gewisse Wettbewerbsvorteile.

Einfuhrzölle würden europäische Exporteure bremsen und über die kommunizierenden Röhren des Welthandels auch in anderen Regionen Auswirkungen zeigen – stärkere Preiskämpfe oder Belastungen durch Gegenzölle für Unternehmen, die auch in den USA produzieren. Der US-Aktienmarkt sollte in diesem Szenario unter dem Strich profitieren, die aktuelle Fokussierung auf die wenigen KI-Stars würde dann wieder in

Berndt Fernow
Research für Privat- und
Unternehmenskunden
+49 711/127-48385
Berndt.Fernow@LBBW.de

Trump dürfte die Wall Street im Auge behalten

Ein moderates Szenario hätte Parallelen zu 2017 bis 2019

Populismus heißt Dauerkampfbild und Unsicherheit

eine marktbreitere Hausse münden. Einen gewissen Ausgleich für Europäer böte eine Aufwertung des US-Dollars, die aus der Verschiebung von Handels- und Kapitalströmen zugunsten der USA zu erwarten ist. Mit US-Aktienanlagen kann der Euro-Anleger dann doppelt profitieren.

Die Gewinne stünden allerdings auf tönernen Füßen, denn insgesamt würde die internationale Arbeitsteilung leiden, was steigende Preise zur Folge hätte. Die höheren Defizite könnten zu einer Überhitzung des Marktes in den USA führen und die neuen Zölle die Preise steigen lassen. Beides zusammen würde möglicherweise die Fed auf den Plan rufen – mit Folgen auch für die Märkte diesseits des Atlantiks. Europa muss zudem Haushaltsgelder umwidmen, um sich vor allem in der Verteidigung von den USA zu emanzipieren. In einer solchen Konstellation mit schrumpfenden politischen Handlungsspielräumen wird es schwer, noch eine wachstumsfördernde Wirtschaftspolitik zu betreiben. Mittelfristig droht Europa in dieser Gemengelage eher eine Stagflation mit entsprechend schlechter Aktienmarktentwicklung.

Positiver Börsenimpuls nur an der Wall Street

Würde ein Präsident Trump seine Agenda hingegen ungehindert durchziehen, dürfte der Aktienmarkt zunächst deutlich schwanken. Europas Unternehmen würden sich im **Szenario „Trump entfesselt“** in einer ganz neuen Welt wiederfinden. In einem Handelskrieg der USA gegen China wären sie vor die Wahl gestellt, sich für eines der beiden Lager zu entscheiden. Die Volksrepublik würde massive Gegenmaßnahmen ergreifen und zum Beispiel Exportbeschränkungen für kritische Rohstoffe verhängen. Ein anfänglicher positiver Börsenimpuls würde sich daher auf die Wall Street beschränken. In diesem Szenario ist eine starke Aufwertung des US-Dollar denkbar, die dann möglicherweise einigen Unternehmen Windfall-Profiten bescheren würde. Diese Aufwertung wäre allerdings die Folge eines Zinsanstiegs, verursacht durch ein ausuferndes US-Staatsdefizit und einen neuen Inflationsschub. Tritt die Fed dem entgegen, wäre die Party auch an der Wall Street schnell beendet.

In einem solchen Szenario wäre die Wirtschaftsentwicklung zudem in einen größeren Kontext eingebettet, der erst recht Anlass zur Sorge böte. Entzöge ein Präsident Trump den traditionellen Verbündeten der USA die Unterstützung, würde die Welt erheblich unsicherer werden. Russland würde versuchen, die Ukraine vollends niederzuwerfen und bei Gegenwehr mit dem Einsatz von Kernwaffen drohen. Europa müsste zügig und massiv aufrüsten. Hybride Angriffe Russlands würden weiter zunehmen: Destabilisierungskampagnen, Cyberattacken und Angriffe auf kritische Infrastrukturen außerhalb des eigenen Hoheitsgebietes. In diesem Kontext wäre das Regieren schwierig und eine konstruktive, wachstumsfördernde Politik kaum durchzusetzen. Es drohte eine Abwärtsspirale auch an den Börsen.

Ein moderates Szenario hätte zunächst Kursgewinne zur Folge

Handelskriege würden Europas Aktien erheblich schaden

Im Negativ-Szenario droht eine politisch-ökonomische Abwärtsspirale

08 Rohstoffe

Im **Szenario „Trump entfesselt“** gehen wir davon aus, dass sich die Weltwirtschaft auf Handelskriege und zunehmenden Protektionismus einstellen muss. Die in der Folge stark nachlassende Konjunktur dürfte die Notenbanken dazu veranlassen, die Zinsen massiv zu senken. Geopolitisch wäre mit einer Ausweitung des Nahost-Konflikts und einer Konfrontation der USA mit dem Iran zu rechnen. Vergleichbar wäre diese Situation mit der zweiten Ölkrise 1979/80 ausgelöst durch Ausfälle bei der Ölförderung und politische Konflikte nach der Islamischen Revolution im Iran (1979). Öl und Gold verzeichneten alleine im Jahr 1979 einen Anstieg von jeweils rund 150 %. In unserem **Szenario „Trump entfesselt“** rechnen wir mit vergleichbaren Entwicklungen. Der Goldkurs würde wegen der zunehmenden politischen Spannungen und der massiven Zinssenkungen durch die Notenbanken steigen. Das Ölangebot würde aufgrund von Förderausfällen im Nahen Osten knapp werden. Entsprechend wäre mit einem starken Ölpreisanstieg zu rechnen. Der würde aber sehr wahrscheinlich weniger drastisch ausfallen als zu Zeiten der zweiten Ölkrise, da die Abhängigkeit von Öl aus der Region Naher Osten in den letzten 45 Jahren deutlich abgenommen hat.

Abb. 11: Zweite Ölkrise: Entwicklung Öl und Gold (in USD indiziert auf 01.01.1978)



Quelle: LSEG, LBBW Research

Im **moderaten Trump-Szenario** gehen wir von einer Annäherung der USA und Russlands aus – im Falle Chinas wäre jedoch das Gegenteil zu erwarten. Der Zusammenhalt der NATO dürfte bröckeln, und in der EU wären politische Spannungen programmiert. Die Konjunktur in den USA dürfte sich besser schlagen als die in Europa. Entsprechend würde die Fed die Zinsen langsamer senken als die EZB – mit der Folge einer Aufwertung des US-Dollars. Der Goldpreis würde in diesem Szenario voraussichtlich seitwärts tendieren. Zunehmende politische Spannungen würden dem Edelmetall zwar Auftrieb verleihen, der feste US-Dollar und zögerliche Zinssenkungen der Fed würden das Aufwärtspotenzial jedoch begrenzen. Ein eingetrübtes globales Konjunkturmilieu würde die Ölnachfrage dämpfen, zudem wären ein Comeback der russischen Ölexporte und eine Ausweitung der US-Ölproduktion wahrscheinlich. Vor diesem Hintergrund wäre mit fallenden Ölpreisen zu rechnen.

Frank Schallenger
Strategy Research
+49 711 127-77436
Frank.Schallenger@LBBW.de

„Trump entfesselt“ bedeutet:
Öl und Gold
legen zu

Brent und Gold
stiegen 1979
jeweils um
rund 150 %

Trump moderat
bedeutet: Gold
seitwärts, Öl
abwärts

09 Auswirkungen auf Branchen

Eine zweite Amtszeit Donald Trumps könnte durchaus Einfluss auf europäische und deutsche Unternehmen haben. Wir greifen hier die fünf Branchen heraus, die uns am interessantesten erscheinen.

Automobilindustrie

Selbst wenn wir unterstellen, dass Trump als Präsident **moderat** agiert, könnte die europäische Automobilindustrie wieder in sein Visier geraten. Obwohl Europas Autohersteller bereits teilweise in den USA produzieren, bleiben sie stark exportabhängig. So führen deutsche Autobauer SUVs aus den USA nach China aus. Zusätzliche Zölle und Handelsbarrieren zwischen Europa und den USA sowie umgekehrt hätten daher leicht negative Folgen für die Hersteller. Nach den Erfahrungen aus Trumps erster Amtszeit sollte die Automobilindustrie aber robuster aufgestellt und besser vorbereitet sein. Die Investitionsentscheidungen im Rahmen des Inflation Reduction Act (IRA) sind bereits getroffen. Anpassungen oder das Kippen des IRA hätten daher ist in diesem Zusammenhang keine weiteren Negativeffekte mehr. Die Elektrifizierung des Verkehrs dürfte unter Trump massiv an Fahrt verlieren. Da die deutschen Automobilbauer hier gerade auf dem Gaspedal stehen, könnte eine Kehrtwende in den USA Bremsspuren hinterlassen. Liegt der Fokus auf Verbrennern, würden die US-Unternehmen profitieren. Ein **entfesselt** agierender Trump wäre deutlich gefährlicher für die Autoindustrie. Sehr hohe Handelsbarrieren und ein eskalierender Handelskrieg mit China dürften empfindliche Absatzinbußen nach sich ziehen.

Chemieindustrie

Die europäische Chemieindustrie muss sich wohl selbst bei einem **moderat** vorgehenden US-Präsident Trump auf schlechtere Bedingungen einstellen. Die Branche ist Vorlieferant für nahezu alle Wirtschaftssektoren weltweit. Erwartbare zusätzliche Zölle und Einschränkungen im Freihandel dürften zu einer schwächeren Wirtschaftsentwicklung beitragen. Großkonzerne, die oftmals lokal produzieren und verkaufen (local for local), sind besser vorbereitet und könnten die Effekte von Zöllen und Handelsbarrieren vermutlich besser abfedern. Die Leidtragenden dürften die zahlreichen kleineren Chemieunternehmen ohne eigene Auslandsstandorte sein. Eine erneute Abkehr von den Klimaschutzbemühungen der USA würde die Branche belasten, denn sie stellt zahlreiche Produkte her, die dazu beitragen, Emissionen zu senken oder Nachhaltigkeitsziele zu erreichen. Dazu gehören Dämmstoffe, Leichtbauteile, Windräder, Photovoltaikmodule und vieles mehr. Ein **entfesselt** agierender Trump könnte die Unternehmen vor die Wahl stellen, sich zwischen dem amerikanischen und dem chinesischen Markt zu entscheiden. Eine zunehmende Eskalation des Handelskonfliktes zwischen den Vereinigten Staaten und China dürfte zudem zu verstärkten Problemen in den Lieferketten führen.

Industriegüter

In dieser Branche lohnt insbesondere ein Blick auf den IRA. Selbst im **moderaten** Szenario würde ein US-Präsident Trump ihn wohl beschneiden und im **Negativszenario** sogar kippen. Zu den größten Verlierern würden dann diejenigen Industrieunternehmen zählen, deren Produkte der Reduktion von CO₂ dienen. Zuallererst sind Hersteller von Elektrolyseuren und Windturbinen zu nennen. Für Konzerne, die auf den großen Absatzmärkten schon mit einer hohen regionalen Wertschöpfung aktiv sind, dürften die Auswirkungen überschaubar bleiben. Etliche große Player gründen bereits komplett eigenständige Unternehmen in den USA, um als US-Unternehmen gelten zu können. Reine Nettoexporteure

Marcel Gaupp
Corporate Research
+49 711 127-76050
Marcel.A.Gaupp@LBBW.de

Autohersteller
müssten sich
wohl auf Zölle
einstellen

Unternehmen
mit lokaler
Produktion
haben Vorteile

Reine
Nettoexporteure
müssen
sich Sorgen
machen

müssen sich deutlich mehr Sorgen machen, zumal, wenn es sich um kleinere Unternehmen handelt. Ein **entfesselt** vorgehender Trump könnte eine umfassende „Buy American“-Politik umsetzen wollen, egal was es kostet. Das Maß aller Dinge könnte dann der US-Sitz der Konzernmutter werden. Das träfe insbesondere europäische Industriegüterhersteller empfindlich.

Maschinenbau

Trump dürfte im Falle seiner Wiederwahl, **moderat oder entfesselt**, für den europäischen beziehungsweise deutschen Maschinenbau in der Breite wahrscheinlich keine erheblichen Auswirkungen haben. Der kleinteilige Maschinenbau fliegt unter seinem Radar und erzeugt nicht die gewünschte Medienaufmerksamkeit, wenn Trump Sanktionen oder Strafzölle verhängt. Zudem besteht oft ein unzureichendes US-Wettbewerbsangebot, so dass zur Re-Industrialisierung deutsche Maschinen notwendig sind. Sollte der Ukraine-Krieg enden, könnte der deutsche Maschinenbau von erheblichen Investitionen in der Ukraine profitieren, vor allem in die Infrastruktur und in Baumaschinen.

Rüstungsindustrie

Sowohl ein **moderat** als auch ein **entfesselt** handelnder Präsident Trump dürfte sich auf jeden Fall positiv auf die europäische und die deutsche Rüstungsindustrie auswirken, obgleich der Trend zu höheren Rüstungsausgaben in Europa auch anhalten sollte, falls Joe Biden ein weiteres Mal zum Präsidenten gewählt würde. Trump steht der NATO jedoch kritisch gegenüber und wird sehr wahrscheinlich – zumindest als Voraussetzung für eine US-Unterstützung – aggressiver als Biden ein dauerhaft höheres finanzielles Engagement der europäischen NATO-Partner einfordern. Diese Zusatzmittel dürften die Europäer hauptsächlich in die eigene Rüstungsindustrie investieren. Einige Staaten könnten aber auch US-Konzerne beauftragen, um sich die Loyalität von Trump zu erkaufen. In diesem Fall dürften in Europa zumindest die Zulieferer der US-Rüstungsindustrie profitieren.

Kleinteiligkeit
könnte sich als
Vorteil erweisen

Positive Effekte
in beiden
Szenarien
zu erwarten

Abb. 12: Betroffenheit der Branchen unter einem möglichen Präsidenten Donald Trump

	Trump moderat	Trump entfesselt
Auto 	↓	↓
Chemie 	↓	↓
Industrie 	→	↓
Maschinenbau 	→	→
Rüstung 	↑	↑

Quelle: LBBW Research

10 Klima- und Energiepolitik

Klima- und Energiepolitik sind eng miteinander verwoben. Denn die Energiewirtschaft zählt zu den Hauptverursachern von CO₂-Emissionen. Um das Pariser Klimaabkommen einzuhalten, muss sie ihren Ausstoß massiv verringern. Durch die Umstellung auf erneuerbare Energien sinkt die Nachfrage nach fossilen Brennstoffen – mit entsprechenden Folgen für die US-Öl- und Gasindustrie. Dieses Szenario will Trump unter allen Umständen verhindern. Darüber hinaus leugnet er den menschengemachten Klimawandel. Das Klimaabkommen hält er entsprechend für überflüssig. Der Ausstieg aus dem Abkommen ist also gesetzt. Das falsche Signal für den Rest der Welt. Doch auch Bidens Regierung hat fossile Energieträger gefördert. Die Einnahmen der Öl- und Gasindustrie stiegen zwischen 2021 und 2022 (siehe Grafik). Die tägliche Ölfördermenge erreichte im Dezember 2023 mit 13,3 Millionen Barrel sogar ihr Allzeithoch. Die USA haben weitere Bohrvorhaben genehmigt und LNG Terminals zur Versorgung Europas aufgebaut. Verträge mit Deutschland, die nach Ausbruch des Ukraine Kriegs, mit bis zu 20 Jahren Laufzeit abgeschlossen wurden machen es wirtschaftlich sinnvoll und erklären auch die gestiegenen Fördermengen. Obwohl Biden das Pariser Abkommen unterzeichnet hat deckt sich das nicht mit seinen Handlungen. Die Frage ist also wieviel mehr Öl und Gas kann Trump noch fördern?

Mehr Unterstützung für die Öl- und Gasindustrie

Der Klimawandel steht auf der Agenda beider Kandidaten nicht an erster Stelle. Jedoch nimmt Biden die Chancen wahr, die sich aus den neuen Technologien ergeben – sowohl in der Produktion, als auch in der Nutzung. Trump hingegen ist es ein Dorn im Auge, erneuerbare Energien und elektrisch betriebene Fahrzeuge zu fördern. Er will die Öl- und Gasindustrie unterstützen und ihr weniger Regulierung auferlegen. Die Mittel müssen bei der Förderung erneuerbarer Energien abgezwickelt werden, denn die Staatskassen sind leer. Unter dem Namen „Project 2025“ veröffentlichte die Heritage Foundation einen Plan zum Übergang der Präsidentschaft auf Trump. Demzufolge würden die Maßnahmen aus Bidens Inflation Reduction Act (IRA) komplett zurückgedreht werden. Dabei profitierten bislang in erster Linie republikanisch geführte Bundesstaaten vom IRA. Der Großteil der Fördermittel floss dorthin und es entstanden die meisten neuen grünen Arbeitsplätze. In einem „Trump entfesselt“-Szenario wäre jedoch nicht auszuschließen, dass Trump Mittel und Wege findet, um den IRA abzuschaffen.

Erneuerbare Energien

Bis 2035 will die USA 100 % ihres Strombedarfs aus klimafreundlichen Quellen decken. Dazu zählen auch Kernkraftwerke. Die Nutzung erneuerbarer Energien, insbesondere Wind und Sonne, nahm in den vergangenen 10 Jahren zu. Ihr Anteil lag 2022 dennoch nur bei etwa 13 %. Trump wird den Ausbau der Erneuerbaren nicht weiterverfolgen und ihm durch die Streichung von Fördermitteln sogar entgegenwirken. Dabei sind es insbesondere die republikanisch regierten Bundesstaaten, die mit dem Zubau erneuerbarer Energien sehr gut vorankommen.

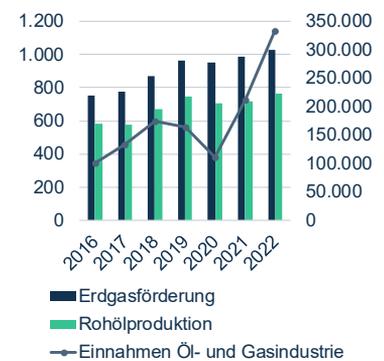
Nachhaltig investieren

In den USA sind bereits heftige Diskussionen um Investitionen nach ESG-Kriterien entbrannt. So hat der republikanisch geprägte US-Bundesstaat Tennessee jüngst den größten Asset Manager der USA verklagt, weil er durch die Umsetzung von ökologischen, sozialen und Governance-Faktoren Verbraucherschutzgesetz verletzt sieht. Die Republikaner wollen mit der Anlage das Thema Nachhaltigkeit klein halten und die nicht nachhaltige Öl- und Gasindustrie schützen. Eine Anti-ESG-Regulierung ist unter Trump entsprechend durchaus vorstellbar.

Sabrina Kremer
Sustainability Research
+49 711 127-74551
Sabrina.Kremer@LBBW.de

US-Öl- und Gasindustrie auf Wachstumskurs

Abb. 13: Fördermengen der Öl- und Gasindustrie in Mt. bzw. Mrd. m³ und Einnahmen (Mio. USD)



Quelle: Statista, Enerdata, LBBW Research

IRA: republikanische Staaten profitieren

Abb. 14: Energieproduktion und Anteil erneuerbarer Energien in TWh



Quelle: U.S. Energy Information Administration, LBBW Research

11 Szenarien und Prognosen

<p>60% Hauptszenario „moderat“</p>	<ol style="list-style-type: none">1) „Weiter so“ mit Biden oder „moderates Trump-Szenario“ (höhere Einfuhrzölle und steigende Staatsverschuldung,...), Ukraine-Krieg: Festgefahrene Fronten nach Gebietsgewinnen Russlands.2) Gedämpftes globales Konjunkturmilieu, Deutschland weiterhin unterdurchschnittlich, USA überdurchschnittlich.3) Sinkende Inflation und schwache Konjunktur bewegen die Notenbanken zu vorsichtigen Leitzinssenkungen. Fed lockert zögerlicher als EZB, wachsende Zinsdifferenz stärkt den US-Dollar.4) Stabile Entwicklung an den Kapitalmärkten (Aktien und Credits bleiben gefragt, Wohnimmobilienpreise erreichen 2024 Boden).
<p>25% Negativszenario I „Trump entfesselt“</p>	<ol style="list-style-type: none">1) US-Wahl: Trump „entfesselt“ (Handelskrieg: Einfuhrzölle steigen auf 10%, ggü. auf China 60%), starker Anstieg US-Verschuldung, Ungewissheit über NATO-Bündnistreue, Konflikt mit China eskaliert / Europa wird ggü. China zu Sanktionen gezwungen).2) Geopolitik: China-Taiwan Spannungen nehmen zu; Nahost-Konflikt weitert sich aus; Ukraine zunehmend existenzgefährdet.3) Rezession: EZB senkt Leitzinsen zügig, zusätzlich Liquiditätsspritzen, Bundrenditen fallen stark wegen Konjunkturangst und Zinssenkungen der Notenbanken. Drohende Überschuldung: Rendite längefr. US-Staatsanleihen steigt stark, Zinskurve steiler.4) „Risk off“: Europäische Aktien fallen stark, US-Werte halten sich besser, Credit Spreads steigen deutlich.
<p>10% Negativszenario II „Inflation“</p>	<ol style="list-style-type: none">1) Inflation geht langsamer zurück als erhofft oder steigt wieder. Zweitunden-Effekte, Preis-Lohn-Spirale.2) Notenbanken lassen Leitzinsen ungeachtet der Konjunkturabschwächung unverändert oder erhöhen sie sogar weiter.3) Renditen am Rentenmarkt steigen erneut aufgrund der Zentralbankpolitik und steigender Inflationsprämien.4) „Risk off“: Korrektur an den Aktienmärkten. Credit Spreads steigen deutlich. Starker Preiseinbruch am Immobilienmarkt.
<p>5% Positivszenario</p>	<ol style="list-style-type: none">1) Die Inflationsraten in den Industrieländern fallen zügig, Zentralbanken senken Leitzinsen, Konjunktur nimmt wieder Fahrt auf.2) Ukraine-Krieg endet; Entspannung im Nahostkonflikt.3) Rasante KI-Entwicklung führt zu perspektivisch zu Investitionsboom und Produktivitätsverbesserungen.4) „Risk on“ an den Kapitalmärkten (Credit Spreads fallen, Aktien- und Immobilienpreise steigen).

Hauptszenario (60 %)

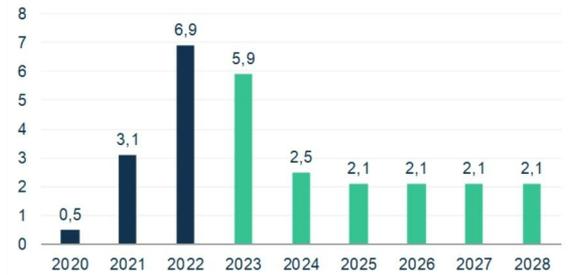
Deutschland BIP-Wachstum (J/J)*



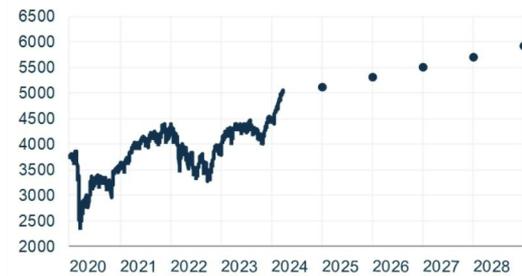
EZB Einlagesatz & 10 J Bund*



Deutschland Inflation (J/J)*



Euro Stoxx 50*



*BIP und Inflation sind Jahresdurchschnittswerte, Zinssätze und Euro Stoxx 50 sind bei den Prognosen Jahresendwerte

Quellen: Bloomberg, LBBW Research

Negativszenario 1) „Trump entfesselt“ (25 %)

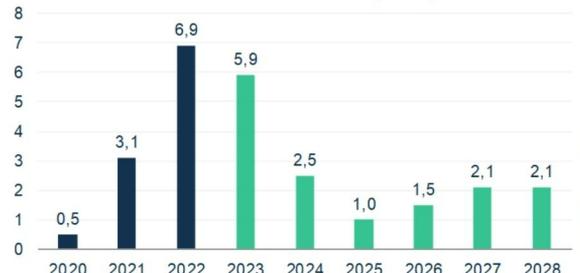
Deutschland BIP-Wachstum (J/J)*



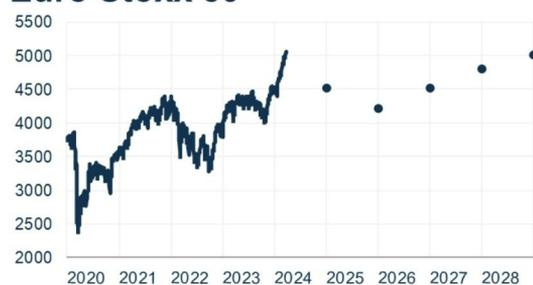
EZB Einlagesatz & 10 J Bund*



Deutschland Inflation (J/J)*



Euro Stoxx 50*



*BIP und Inflation sind Jahresdurchschnittswerte, Zinssätze und Euro Stoxx 50 sind bei den Prognosen Jahresendwerte

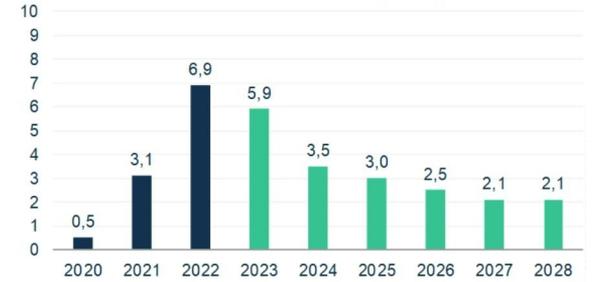
Quellen: Bloomberg, LBBW Research

Negativszenario 2) Inflation hartnäckiger (10 %)

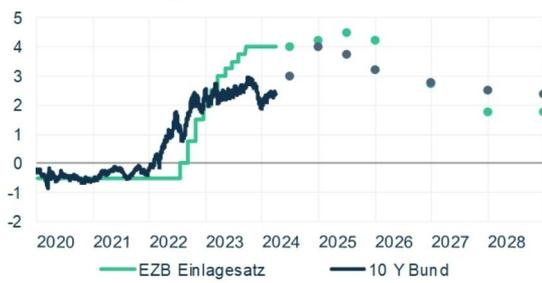
Deutschland BIP-Wachstum (J/J)*



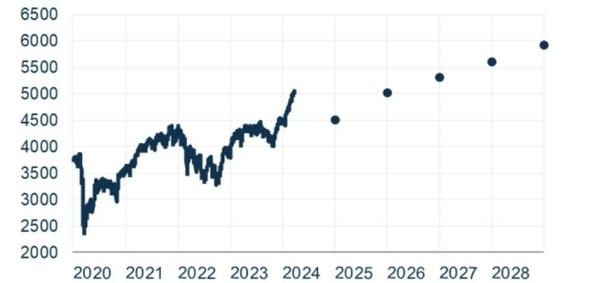
Deutschland Inflation (J/J)*



EZB Einlagesatz & 10 J Bund*



Euro Stoxx 50*



*BIP und Inflation sind Jahresdurchschnittswerte, Zinssätze und Euro Stoxx 50 sind bei den Prognosen Jahresendwerte

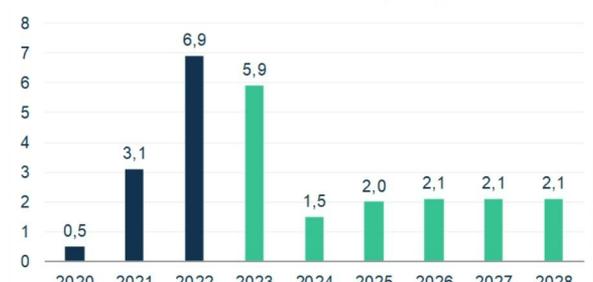
Quellen: Bloomberg, LBBW Research

Positivszenario (5 %)

Deutschland BIP-Wachstum (J/J)*



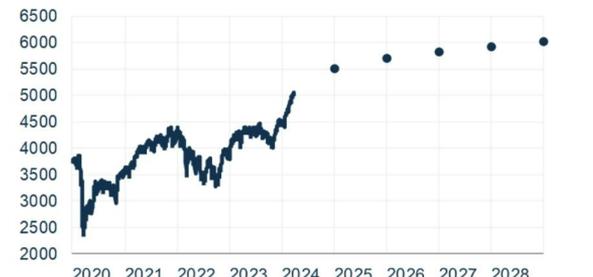
Deutschland Inflation (J/J)*



EZB Einlagesatz & 10 J Bund*



Euro Stoxx 50*

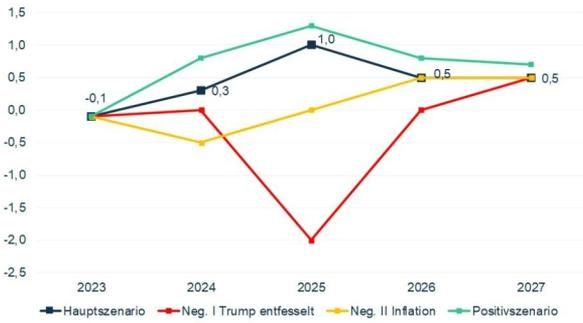


*BIP und Inflation sind Jahresdurchschnittswerte, Zinssätze und Euro Stoxx 50 sind bei den Prognosen Jahresendwerte

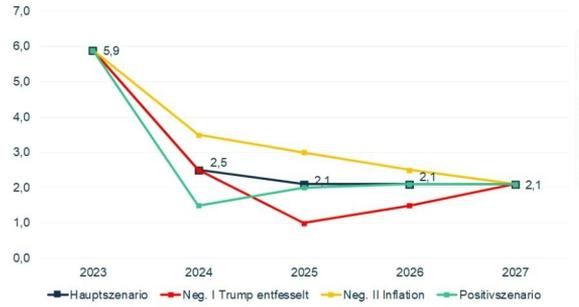
Quellen: Bloomberg, LBBW Research

Szenarien BIP & Inflation

Deutschland BIP-Wachstum (J/J)*



Deutschland Inflation (J/J)*

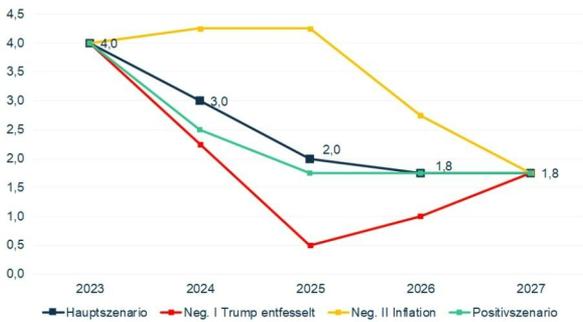


*BIP und Inflation sind Jahresdurchschnittswerte, Zinssätze und Euro Stoxx 50 sind bei den Prognosen Jahresendwerte

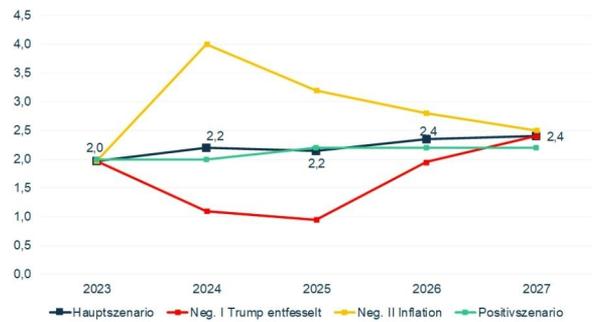
*BIP und Inflation sind Jahresdurchschnittswerte, Zinssätze und Euro Stoxx 50 sind bei den Prognosen Jahresendwerte

Szenarien Einlagezins & 10-jährige Bundesanleihen

EZB Einlagezins in %

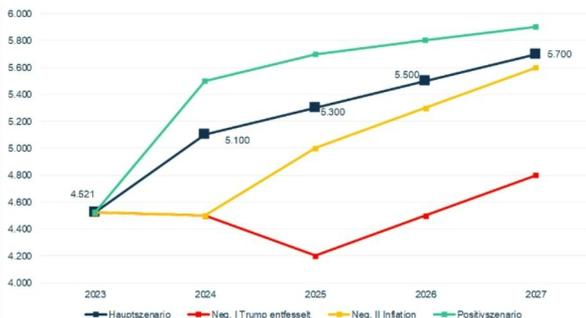


Rendite 10j. Bunds in %



Szenarien Euro Stoxx 50

Euro Stoxx 50 in Punkten



Quelle: LBBW Research

Disclaimer

Diese Publikation richtet sich ausschließlich an Empfänger in der EU, Schweiz und Liechtenstein.

Diese Publikation wird von der LBBW nicht an Personen in den USA vertrieben und die LBBW beabsichtigt nicht, Personen in den USA anzusprechen.

Aufsichtsbehörden der LBBW: Europäische Zentralbank (EZB), Sonnemannstraße 22, 60314 Frankfurt am Main und Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn / Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt.

Diese Publikation beruht auf von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit und Vollständigkeit wir jedoch keine Gewähr übernehmen können. Sie gibt unsere unverbindliche Auffassung über den Markt und die Produkte zum Zeitpunkt des Redaktionsschlusses wieder, ungeachtet etwaiger Eigenbestände in diesen Produkten. Diese Publikation ersetzt nicht die persönliche Beratung. Sie dient nur zu Informationszwecken und gilt nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf. Für weitere zeitnähere Informationen über konkrete Anlagemöglichkeiten und zum Zwecke einer individuellen Anlageberatung wenden Sie sich bitte an Ihren Anlageberater.

Wir behalten uns vor, unsere hier geäußerte Meinung jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Wir behalten uns des Weiteren vor, ohne weitere Vorankündigung Aktualisierungen dieser Information nicht vorzunehmen oder völlig einzustellen.

Die in dieser Ausarbeitung abgebildeten oder beschriebenen früheren Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen stellen keinen verlässlichen Indikator für die künftige Wertentwicklung dar.

Die Entgegennahme von Research Dienstleistungen durch ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen kann aufsichtsrechtlich als Zuwendung qualifiziert werden. In diesen Fällen geht die LBBW davon aus, dass die Zuwendung dazu bestimmt ist, die Qualität der jeweiligen Dienstleistung für den Kunden des Zuwendungsempfängers zu verbessern.