

US-Unsicherheit und Europas Entschlossenheit

Seit Trumps Amtsantritt stürzen US-Aktien ab – seine Zollpolitik irritiert jeden. Jetzt herrschen Wachstums-sorgen in den USA, aber Hoffnungen in Europa. Strohfeder oder Trendwende? Zur Zeit ist wenig gewiss.



Vincenzo Vedda
Chief Investment Officer

“ Unser Kernszenario, solides US-Wirtschaftswachstum und zusätzliche Fantasie an den Aktienmärkten durch Donald Trump, erhält viel Gegenwind. Zumal wir nicht mehr unbedingt davon ausgehen können, dass Trump von seinen schädlichsten Vorhaben ablässt, wenn die Märkte nur genügend wackeln. Die Unberechenbarkeit seiner Politik dämpft im eigenen Land die Stimmung bei Firmen und Verbrauchern. Und im Ausland geht man auf Distanz zu den USA. Vieles spricht dafür, dass wir eine Zeitenwende erleben. Die sich aktuell auch darin ausdrückt, dass institutionelle US-Investoren erstmals seit langem wieder für Europäische Aktien interessieren. ”

Rund vier Monate nach dem Wahlsieg Donald Trumps hat der S&P 500 rund zwei Prozent verloren, während der Dax rund 20 Prozent vorne liegt¹. Damit dürften die wenigsten Marktteilnehmer gerechnet haben. Galt doch als ausgemacht, dass die von Trump neu entfachten „Animal Spirits“ den ohnehin vom „American Exceptionalism“ beflügelten US-Aktienmarkt in neue Höhen treiben würden. Es kam anders. Der erste Dämpfer erfolgte in Form eines jungen KI-Unternehmens aus China, DeepSeek, welches Ende Januar das KI-Narrativ und seine Preismodelle ins Wanken brachte. Und dann kam Donald Trump. Und enttäuscht die Märkte seitdem. Nicht zuletzt, da mittlerweile neben ihm auch mehrere Kabinettsmitglieder ihre Bereitschaft signalisiert haben, für die angestrebte Neuaufstellung der US-Politik und Wirtschaft die USA sogar in eine Rezession schlittern zu lassen.

Reizüberflutung durch US-Regierung schlägt auch Unternehmen aufs Gemüt

Auch diese Rezessionsgedanken überraschten mal wieder die Öffentlichkeit. Wohinter Kalkül stecken könnte. Denn Ziel der als „flood the zone“² populär gewordene Strategie der Reizüberflutung ist es, eine Schockstarre beim politischen Gegner zu erzeugen. In die aber auch Unternehmen geraten können, etwa durch die pausenlosen Bekanntmachungen zum Thema Strafzölle. Einführung, Erhöhung, Vertagung, Reduzierung, Abschaffung. Jeden Tag etwas Neues. Das nervt, wie zuletzt auch Umfragen bei kleinen und mittleren Firmen³ ergaben: das Vertrauen sinkt, die Unsicherheit ist auf den zweithöchsten je gemessenen Stand gestiegen. Die Enttäuschung spiegelt sich auch im eingebrochenen Citi Economic Surprise Index⁴ wider, welcher ökonomische Daten mit Expertenprognosen vergleicht. Auch bei den Verbrauchern trübt sich die Stimmung ein. Nicht zuletzt, da die Inflation, anders als von Trump versprochen, von der neuen Regierung nicht unmittelbar gestoppt wurde. Zuletzt hat sich die schlechte Stimmung sogar bei der Kreditwürdigkeit der USA und den Risikoauflagen von Unternehmensanleihen gezeigt⁵.

Anders gesagt: der Markt zweifelt zunehmend daran, dass sich Trump noch von den Märkten bändigen lässt.

70 Jahre sicherheitspolitische Nachkriegsordnung werden zur Disposition gestellt

So wie sich die bisherige Amtsführung Trumps gestaltet, muss man davon ausgehen, dass fast vier Jahre mit stark reduzierter Visibilität und Planbarkeit drohen. Wie sollen Unternehmen, Investoren oder auch die Regierungschefs anderer Staaten etwa mit folgenden Aussagen des mächtigsten Mannes der Welt umgehen? „I think we're going to have it“, womit er sich auf Grönland bezog. „The U.S. will take over the Gaza Strip and we will do a job with it too“, und in Richtung des direkten Nachbarn und bewährten Verbündeten: „What I'd like to see– Canada becomes our 51st state“. Dazu kommt die im Oval Office coram publicum vollzogene Hinwendung zu Russland auf Kosten der Ukraine und des restlichen Europas. Man muss das in diesem Detail ausführen, da die jetzige US-Regierung sich anschickt, die geopolitische Nachkriegsordnung langfristig umzuwälzen. Mit unmittelbaren Auswirkungen für die Kapitalmärkte. Sei es in Form der erwähnten Wachstumssorgen für die USA samt schwächelnder Börsen. Sei es im Gegenzug zu einer Wiederbelebung Europas, das, allen voran Deutschland, gewaltige Summen in die Hand nimmt, um die eigenen Verteidigungsfähigkeit, und überhaupt die Infrastruktur zu stärken. Was sich wiederum auf Zinsen, Inflation und Wirtschaftswachstum auswirken wird. Mittelbar könnte die US-Politik auch dazu führen, dass andere Staaten bei ihren globalen Handelsaktivitäten einen Bogen um die USA machen werden. Oder dass sich Anleger vermehrt von Dollar und US-Staatsanleihen fernhalten, da sie nie wissen können, ob diese nicht politisch gegen sie eingesetzt werden könnten. Ganz unmittelbare negative Auswirkungen auf die Geschäfte seiner verschiedenen Unternehmungen hat übrigens bereits der Trump-Vertraute Elon Musk erfahren müssen, dem insbesondere ausländische staatliche Akteure nicht mehr hundertprozentig über den Weg trauen⁶, weshalb sie Aufträge an seine Firmen stornieren.

¹Jeweils Gesamttrendite, gemessen vom 5. November 2024 bis 14. März 2025. Ob in Dollar oder in Euro gemessen unterscheiden sich die Werte für den S&P 500 kaum, da der ursprünglichen Dollarstärke die -schwäche ab Februar folgte. Quelle (wie auch für alle weiteren Markt-daten falls nicht anders angegeben): Bloomberg Finance L.P. Stand: 14.03.2025.

²Bereits in Trumps erster Amtsperiode wurde diese Strategie (vollständig heißt sie „flood the zone with shit“ vom republikanischen Berater Steve Bannon propagiert.

³NFIB Survey vom 11.03.2025.

⁴Er brach von 20 auf minus 16 binnen 6 Wochen ein, steht mittlerweile aber wieder bei Null.

⁵So sind die CDS auf US-Schulden von 40 auf 46, und die OAS Spreads der HY von 300 auf 360bps binnen zwei Wochen gestiegen.

⁶So hat etwa in Italien die Opposition starke Vorbehalte gegenüber einem geplanten Vertragsabschluss des italienischen Militärs mit dem von Elon Musk kontrollierten Kommunikationsunternehmen Starlink geäußert

Kernszenario steht unter Trump-Vorbehalt

Vor diesem Hintergrund gehen wir mit großer Vorsicht in die kommenden Monate. Es bleibt unser Kernszenario, dass die US-Regierung sich doch noch von Kritik und Märkten beeindruckend lässt, und insbesondere die bisher angekündigten Strafzölle in ihrer Höhe nicht beibehalten wird. Aber unsere Zuversicht in dieses Szenario sinkt, statt dass sie wächst. Unsere größte Sorge ist zudem, dass die Unsicherheit bei den Unternehmen bestehen bleibt, mit entsprechenden Auswirkungen auf ihre Investitionspläne. Zusammen mit ebenfalls verunsicherten Verbrauchern führt das zu verhaltenen US-Wachstumsaussichten, wir prognostizieren 2,0 Prozent für 2025 und 2026.

Überraschendes Comeback Europas könnte an den Märkten noch weitergespielt werden

Für Europa, wer hätte das noch vor wenigen Wochen gedacht, stellt sich die Ausgangslage genau andersherum dar. Was auch der Tatsache geschuldet ist, dass die USA von einem relativ höheren und Europa von einem recht niedrigen Niveau gestartet sind. Nicht zuletzt dank der deutschen und europäischen Fiskalpakete haben sich die Wachstumsaussichten in Europa verbessert und sehen gerade angelsächsische Investoren die de-facto Aussetzung der deutschen Schuldenbremse als Wendepunkt. Wir schließen uns dieser Meinung mit einem Schuss Skepsis an, da wir einen langen Weg vom Beschluss der Fiskalpakete bis zu ihrem Niederschlag in den Gewinnen der Unternehmen wähen. Wir haben unsere 2025er Wachstumsschätzungen daher nur von 0,9 auf 1,0 Prozent angehoben. Aber für 2026 von 1 auf 1,5 Prozent.

Breit aufgestelltes Portfolio bleibt unsere Präferenz

Auch wenn einige Sektoren (insbesondere verteidigungs- und bau- und infrastrukturnahe) schon relativ teuer geworden sind, glauben wir, dass anhaltende Umschichtungen vom US- in den Europäischen Markt die Börsen noch weiter treiben könnten (wir sehen den Dax bei 24.000

Punkten bis März 2026). Den S&P 500 sehen wir in zwölf Monaten bei 6300 Punkten, was angesichts der jüngsten Korrektur ein zweistelliges Renditepotenzial verspricht. Das mag im jetzigen Umfeld überraschen. Doch sollte man nicht vergessen, dass der Index deutlich weniger konjunkturanfällig als früher ist. Und dass die großen Technologiefirmen, Stand heute, weiterhin stattliches Gewinnwachstum erzielen dürften. Sollten die USA also wie von uns erwartet, in keine Rezession schlittern, bestünde unserer Ansicht nach das Risiko für US-Aktien weniger im Gewinnrückgang als in rückläufigen Bewertungen (also geringeren KGVs) aufgrund sich eintrübender Stimmung⁷.

Zentralbanken und Anleiheanleger zwischen Inflations- und Wachstumssorgen

Von der Federal Reserve erwarten wir im Prognosezeitraum (also bis einschließlich März 2026) noch zwei Zinskürzungen. Von der EZB erwarten wir nur noch einen Zinsschritt. Dies trägt, neben dem bereits erwähnten allgemeinen Stimmungsbild dazu bei, dass wir einen schwächeren Dollar (EURUSD bei 1,15 bis März 2026) erwarten. US-Staatsanleihen dürften weiterhin im Spannungsfeld zwischen Wachstums- und Inflationsorgen in einem relativ engen Band handeln. Wir sehen 10-jährige Treasuryrenditen bei 4,5 Prozent in zwölf Monaten. Trotz immenser Fiskalpakete sehen wir Bundrenditen in zwölf Monaten unter der drei-Prozentmarke rentieren, was nicht zuletzt dem geringen deutschen Potenzialwachstum geschuldet ist. Bei Unternehmensanleihen ziehen wir die Titel mit Investmentgrade dem High-Yield Segment vor.

Als institutioneller Anleger müssen wir gut begründete Renditeannahmen für die nahe und weite Zukunft treffen, was wir auch diesmal getan haben. Wir sind uns aber bewusst, dass wir schon in drei Monaten deutliche Änderungen vornehmen könnten, in Abhängigkeit von der US-Politik. Wir denken, dass in diesem Umfeld einmal mehr ein breit aufgestelltes Portfolio die beste Anlagestrategie darstellt, in welchen nicht zuletzt auch Gold einen festen Bestandteil darstellt.

Glossar

Citi Economic Surprise Index (CESI)

Zeigt für verschiedene Regionen, wie die tatsächlichen Wirtschaftsdaten im Vergleich zu den Konsensprognosen abschneiden

Dax

Marktkapitalisierungsgewichteter Index, der sich aus den 40 wichtigsten notierten Unternehmen Deutschlands zusammensetzt; im Gegensatz zu den meisten anderen Indizes ist der Dax ein Performanceindex, der Dividendenzahlungen beinhaltet

Europäische Zentralbank (EZB)

Zentralbank der Eurozone

Hochzinsanleihen (High Yield)

Werden von Emittenten mit schlechter Bonität emittiert und bieten in der Regel eine vergleichsweise hohe Verzinsung

Inflation

Nachhaltiger Anstieg des gesamtwirtschaftlichen Preisniveaus

Investment-Grade-Anleihen (IG-Anleihen)

Englischer Oberbegriff für jene Anleihen, die von Kredit-Ratingagenturen als wenig ausfallgefährdet eingeschätzt werden, und somit mindestens eine mittlere Bonität genießen

Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV)

Aktienkurs dividiert durch den Gewinn pro Aktie; bei Aktienindizes: Marktkapitalisierung des Index dividiert durch die Summe der Unternehmensgewinne

Künstliche Intelligenz

Theorie und Entwicklung von Computersystemen, die in der Lage sind, Aufgaben zu erfüllen, die normalerweise menschliche Intelligenz erfordern

Rezession

Phase, in der die Wirtschaftsleistung zwei Quartale hintereinander im Vergleich zu den Vorquartalen nicht wächst oder zurückgeht

Risikoprämie / Risikoaufschlag

Erwartete Rendite einer Anlage minus risikofreiem Zins

S&P 500

Marktkapitalisierungsgewichteter Index, der die 500 führenden börsennotierten Unternehmen der USA abbildet

US Federal Reserve (Fed)

Zentralbank der USA

⁷Am 14.3. zeigte die Erwartungskomponente des University of Michigan Stimmungsindex bereits einen Einbruch von 64 auf 54,2. Erwartet wurden 63.

Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung von DWS Investment GmbH wieder, die sich ohne vorherige Ankündigung ändern kann. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als nicht zutreffend oder nicht korrekt herausstellen können. Alternative Anlagen sind mit diversen Risiken behaftet, nicht unbedingt für jeden Anleger geeignet und für jedes Portfolio verfügbar.

Wichtige Hinweise

Bei diesem Dokument handelt es sich um eine Werbemitteilung.

DWS ist der Markenname unter dem die DWS Group GmbH & Co. KGaA und ihre Tochtergesellschaften ihre Geschäfte betreiben. Die jeweils verantwortlichen rechtlichen Einheiten, die Produkte oder Dienstleistungen der DWS anbieten, werden in den entsprechenden Unterlagen ausgewiesen. DWS, durch die DWS Group GmbH & Co. KGaA, ihre verbundenen Unternehmen sowie ihre leitenden Angestellten und Mitarbeiter (zusammen "DWS") teilen dieses Dokument in gutem Glauben und auf den nachfolgenden Grundlagen.

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informations- und Diskussionszwecken und stellt kein Angebot, keine Empfehlung oder Aufforderung zum Abschluss eines Geschäfts dar und darf nicht als Anlageberatung betrachtet werden.

Bei diesem Dokument handelt es sich um eine Marketingmitteilung und nicht um eine Finanzanalyse. Dementsprechend erfüllt es möglicherweise nicht die rechtlichen Verpflichtungen, die die Unparteilichkeit von Finanzanalysen vorschreiben oder den Handel vor der Veröffentlichung einer Finanzanalyse verbieten.

Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle wieder, die ohne vorherige Ankündigung geändert werden kann.

Dieses Dokument enthält Prognosen. Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftigen Wertentwicklungen. Prognosen beinhalten, jedoch nicht begrenzt auf, Annahmen, Schätzungen, Projektionen, Meinungen, hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als nicht korrekt herausstellen können.

DWS ist nicht verpflichtet, dieses Dokument zu aktualisieren, modifizieren oder zu ergänzen oder den Empfänger anderweitig zu benachrichtigen,

sofern sich eine hierin enthaltene Aussage oder eine hierin enthaltene Meinung, Projektion, Vorhersage oder Schätzung ändert oder nachträglich unzutreffend wird.

Wertentwicklungen der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen wurden aus für zuverlässig gehaltenen Quellen generiert. Alle Daten Dritter sind Eigentum des jeweiligen Anbieters und von diesem urheberrechtlich geschützt.

Investitionen unterliegen Risiken. Detaillierte Informationen zu den Risiken sind in dem jeweiligen Verkaufsprospekt enthalten.

DWS erbringt weder eine Rechts- noch eine Steuerberatung.

Dieses Dokument darf ohne schriftliche Bestätigung der DWS nicht vervielfacht oder weiterverbreitet werden.

Dieses Dokument richtet sich nicht an natürliche oder juristische Personen, die Staatsbürger oder Einwohner eines Ortes, Bundesstaates, Landes oder einer anderen Gerichtsbarkeit, einschließlich der Vereinigten Staaten, sind oder dort ansässig sind oder sich dort befinden, wenn eine solche Verbreitung, Veröffentlichung, Verfügbarkeit oder Nutzung gegen Gesetze oder Vorschriften verstoßen würde oder die DWS einer Registrierungs- oder Lizenzierungspflicht in dieser Gerichtsbarkeit unterwerfen würde, die derzeit in dieser Gerichtsbarkeit nicht erfüllt ist. Personen, die in den Besitz dieses Dokuments gelangen, sind verpflichtet, sich über solche Beschränkungen zu informieren und diese zu beachten.

© 2025 DWS Investment GmbH, Mainzer Landstraße 11-17, 60329 Frankfurt am Main, Deutschland

Stand: 14.03.2025; RBA 0087_102646 (03/2025)