

# CONCLUSIO

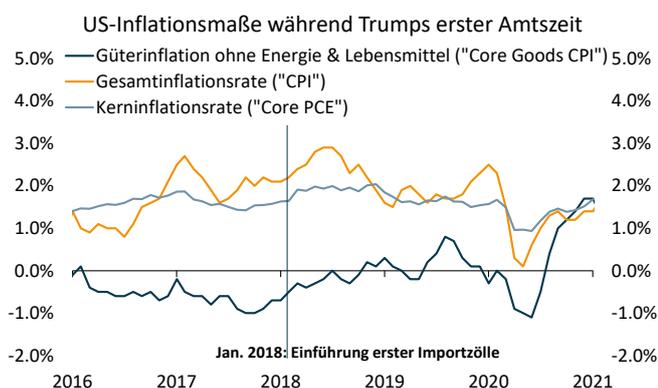
## Der Börsenblick von Kornelius Purps, Kapitalmarktstrategie

### Über Zölle, Inflation, Zinsen und Aktien

Wir werden immer wieder ermahnt, auf „komplexe Probleme“ keine „einfachen Antworten“ zu geben. Nun steht Donald Trump vor der Tür. Was bedeutet es, wenn der *president elect* nach Amtsantritt die Einfuhrzölle anhebt? „Aktien runter“, wäre hier wohl die einfache Antwort. Eine (von vielen möglichen) Argumentationsketten, die sich dahinter verbirgt, klingt da schon komplizierter: höhere Einfuhrzölle treiben die Inflationsrate nach oben, die Fed wird die Zinsen anheben, damit steigen die Refinanzierungskosten der Unternehmen und das ist schlecht für die Aktienkursentwicklung. So weit, so nachvollziehbar. Aber ist die Frage der Aktienmarktauswirkungen höherer Zölle nicht viel verzwickter? Ich versuche einmal, die Vielschichtigkeit des Problems auszubreiten.

Am Anfang steht die Frage, inwieweit **Einfuhrzölle** überhaupt zu einer höheren **Inflationsrate** führen. Ein Blick zurück auf die Erfahrungen aus der ersten Amtszeit Donald Trumps liefert ein recht eindeutiges Bild: Untersuchungen zeigen einen Anstieg der Preise für von Zöllen betroffene Importgüter von etwa drei Prozent.

### Trump 1.0: Zölle führen zu Inflationsanstieg



Quelle: Bloomberg, antea

Die Jahresänderungsrate eines Index, welcher die Entwicklung der Güterpreise unter Ausschluss von Energie- und Lebensmittelprodukten abbildet („Core Goods CPI“), beschleunigte sich zwischen Herbst 2017 und Mitte 2019 von minus ein Prozent auf knapp plus ein Prozent. Die gesamte Verbraucherpreis-inflation („CPI“) stieg kurzzeitig von etwa zwei auf knapp drei Prozent. Und das für die Fed maßgebliche Inflationsmaß („Core PCE“) kletterte leicht von anderthalb auf zwei Prozent.

Ich denke, diese Daten aus der Vergangenheit erlauben den Rückschluss, dass die Einführung von Importzöllen zu einem Anstieg der Teuerungsraten führen wird. Jetzt wird es aber komplex: In Trumps erster Amtszeit wurden Einfuhrzölle nur punktuell eingesetzt, beispielsweise für Waschmaschinen und Solarpaneele. Für seine kommende Amtszeit stellt er **pauschale Zölle** von zehn bis zwanzig Prozent für alle Importgüter und von sechzig Prozent für Importe aus China in Aussicht. Werden importierte Güter teurer, eröffnen sich für einheimische Produzenten möglicherweise Preisanhebungsspielräume. Volkswirte argumentieren darüber hinaus, dass Handelshemmnisse zu einer ineffizienteren internationalen Arbeitsteilung führen, was Produktivitätseinbußen nach sich ziehen und preistreibend sein könnte.

Ferner plant Trump ja nicht nur Einfuhrzölle, sondern auch **Steuersenkungen** und eine schärfere **Migrationspolitik**, was beides (über mehr oder weniger komplexe Argumentationsketten) ebenfalls den Inflationsdruck erhöhen könnte. Verschiedene Institute schätzen den Inflationsimpuls allein der Zölle auf etwa einen halben Prozentpunkt. Werden auch die anderen Trump-Politiken berücksichtigt, kommt das Peterson Institute for International Economics (PIIE) in einer Modellierung allerdings auf einen Inflationsimpuls von bis zu sieben(!) Prozent-

punkten. Das Zwischenfazit lautet daher: Ja, höhere Einfuhrzölle und weitere geplante Politikmaßnahmen werden zu einer höheren Inflationsrate in den USA führen.

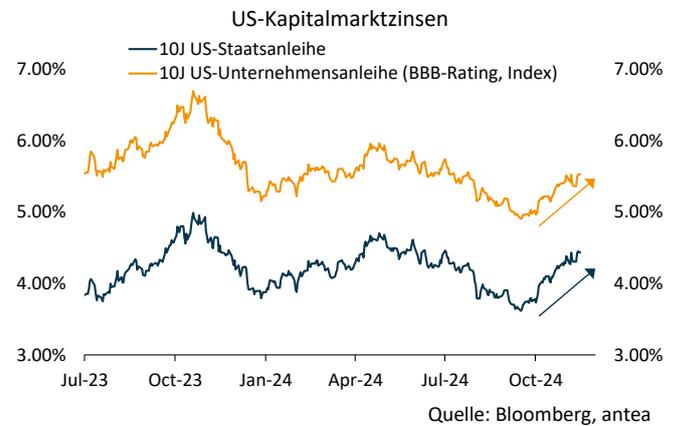
Wie würde die **Fed** auf einen solchen Inflationsanstieg reagieren? Zunächst einmal befindet sich die US-Notenbank derzeit in einer **Leitzinssenkungsphase**, und es ist durchaus vorstellbar, dass die Fed ihren Zinssenkungszyklus beendet haben wird, bevor die inflationären Effekte der Trump'schen Politik in den offiziellen Zahlen überhaupt sichtbar werden. Bislang ist die Fed nach Aussagen ihres Vorsitzenden Jerome Powell nicht gewillt, ihre Politik aufgrund von Vermutungen oder irgendwelcher Modellrechnungen anzupassen.

Wenn dann die Inflationsrate wegen der Einfuhrzölle ansteigt, könnte die Fed argumentieren, es handele sich um einen Einmaleffekt, der vorübergehend sei und mit höheren Leitzinsen ohnehin nicht zu bekämpfen wäre. Tatsächlich sind die Inflationsraten in Trumps erster Amtszeit rasch wieder zurückgegangen. Solange keine **Zweitrendeneffekte** auf die Inflation einträten und solange die **Inflationserwartungen** der Wirtschaftsakteure stabil blieben, ergäbe sich für die Fed möglicherweise kein Handlungsbedarf. Das Niveau der Leitzinsen wäre dann das gleiche wie in einer Welt ohne den zollbedingten Inflationsimpuls – aber natürlich nur unter den hier beschriebenen Annahmen und lediglich bezogen auf die Einfuhrzölle.

Nun sollte man allerdings berücksichtigen, dass „Zins“ nicht gleich „Zins“ ist, was den Komplexitätsgrad der Betrachtung weiter erhöht. Spielt der Leitzins der Zentralbank in der Finanzwirtschaft auch eine wichtige Rolle, so ist für die Realwirtschaft das Niveau der **Kapitalmarktzinsen** von viel größerer Bedeutung. Und die Kapitalmarktzinsen sind in Antizipation der Präsidentschaft Trump in den vergangenen zwei Monaten bereits stark angestiegen. Bei den US-Staatsanleihen beläuft sich dieser Anstieg auf 0,8-0,9 Prozentpunkte, bei Unternehmensanleihen auf etwas weniger. Sollte sich der Anstieg der Kapitalmarktzinsen noch weiter fortsetzen, wäre dies zum einen eine Belastung für die Unternehmensbilanzen, zum anderen schläge sich dies

(Stichwort „Diskontierungssatz“) negativ auf die Bewertung von Unternehmen nieder – was letztlich nichts anderes bedeutet als niedrigere Aktienkurse.

### USA: Kapitalmarktzinsen steigen an



Die Komplexität der Zusammenhänge und die Variabilität der Annahmen führt zu einem bunten Strauß mittel- bis längerfristiger **Prognosen**. Die einen schlussfolgern, die Fed müsse im zweiten Halbjahr 2025 die Zinsen wieder anheben. Andere überspringen diesen Schritt und antizipieren infolge der höheren Kapitalmarktzinsen gleich eine Rezession, was die Fed zu Zinssenkungen veranlassen würde. Wieder andere betrachten die Effekte der Einfuhrzölle als nachrangig. Vielmehr würden die von Donald Trump in Aussicht gestellten Steuersenkungen und Deregulierungsmaßnahmen die Konjunktur stimulieren, woraus sich die Erwartung weiter steigender Aktienkurse ableiten ließe.

**Conclusio:** Ende Januar wird Donald Trump ins Weiße Haus einziehen. Schon die Abschätzung der Finanzmarktauswirkungen der von ihm geplanten Einfuhrzölle ist einigermaßen anspruchsvoll. Werden weitere Politikmaßnahmen in die Betrachtung mit einbezogen, landet man schnell in einem weit verzweigten Gestrüpp aus gegenseitigen Wechselbeziehungen. Anlegern sei daher empfohlen, sich auf eine Vielzahl möglicher Marktentwicklungen einzustellen, was sinnvollerweise einen diversifizierten Investmentansatz erfordert. Vielleicht ist das ja die einfachste Antwort auf die vor uns stehenden komplexen Herausforderungen.

Verfasser: purps@antea-ag.de

### Rechtliche Hinweise | Disclaimer

Dies ist eine Marketing-Anzeige. Sie dient werblichen Zwecken und ausschließlich der Information und wurde mit großer Sorgfalt erstellt, dennoch wird keine Haftung für die Vollständigkeit, inhaltliche Richtigkeit und Aktualität der Informationen übernommen. Bitte lesen Sie den Verkaufsprospekt und das Basisinformationsblatt (PRIIP-KIID) zum jeweiligen Wertpapier oder Titel, bevor Sie eine endgültige Anlageentscheidung treffen. Die Angaben der CONCLUSIO stellen weder ein Angebot dar noch dienen sie als Grundlage für vertragliche und anderweitige Verpflichtungen und ersetzen nicht die individuelle Beratung. Es handelt sich lediglich um Annahmen und die Meinungen der antea, die tatsächlichen Ereignisse sowie Ergebnisse können von ihnen abweichen. Die frühere Wertentwicklung lässt nicht auf zukünftige Renditen schließen. Quelle aller Daten, soweit nicht anders angegeben: antea ag | Neuer Wall 72 | 20354 Hamburg | [www.antea-ag.de](http://www.antea-ag.de)

CONCLUSIO noch nicht erhalten?  
QR-Code scannen oder klicken

