

Trumponomics bedroht die globale Wirtschaftssymbiose — wieso eigentlich?

Die Sparüberschüsse ausserhalb der USA kompensieren die Sparlücke der Amerikaner. Im Gegenzug rentabilisieren die Amerikaner diese Sparüberschüsse — eine funktionierende Symbiose.

Kapitalzuflüsse aus dem Ausland sind für die US-Wirtschaft ein ähnliches Fitnessprogramm wie der starke Franken für die Schweizer Wirtschaft.

Die amtierende US-Administration stört sich an dieser wirtschaftlichen Symbiose. Ökonomisch gibt es zwar Optimierungsbedarf, aber alles andere ist opportunistische Politik.

Der erratische wirtschaftspolitische Kurs der USA hat die Investoren vergrault und den amerikanischen Exzeptionalismus ausgebremst.

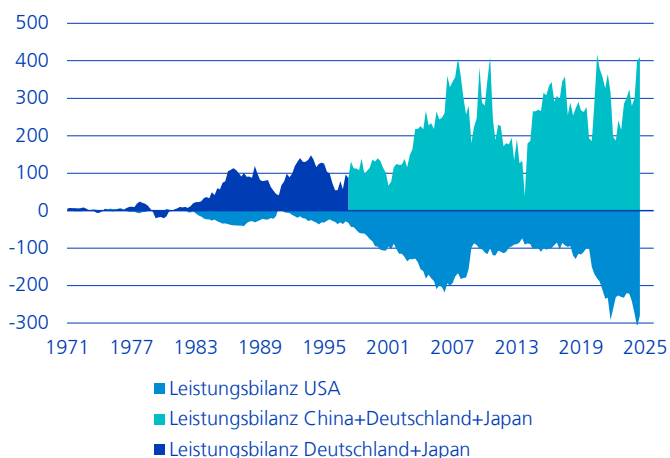
Die Aktienmärkte zeigen Trump die kalte Schulter und der US-Anleihenmarkt sendet Stagflationsignale. Vorerst schaut Trump nur zu.

Manuel Ferreira, Chefstrategie

Die USA sind global stark verflochten und verschuldet

Die Trump-Administration hat wohl vergessen oder übersehen, wie stark das amerikanische Wachstumsmodell, das auf schuldenfinanziertem Konsum und Investitionen beruht, mit dem Ausland verflochten und von ausländischem Kapital abhängig ist. Von dieser Verflechtung profitieren aber alle Beteiligten. Vereinfacht lässt sich das so erklären: Die USA sind schlechte Sparer und haben eine chronische Sparlücke. Anders die anderen grossen Binnenmärkte wie die Eurozone oder China. Sie sind gut darin, Sparüberschüsse zu erwirtschaften. Diese investieren sie gerne in den USA, weil die USA besser darin sind, Investitionen zu rentabilisieren. Es handelt sich also um eine Art wirtschaftliche Symbiose, die sich anhand der Leistungsbilanzen der grössten Volkswirtschaften gut veranschaulichen lässt (*Grafik 1*).

Grafik 1: Leistungsbilanzdefizit der USA und Überschüsse ausgewählter Nationen



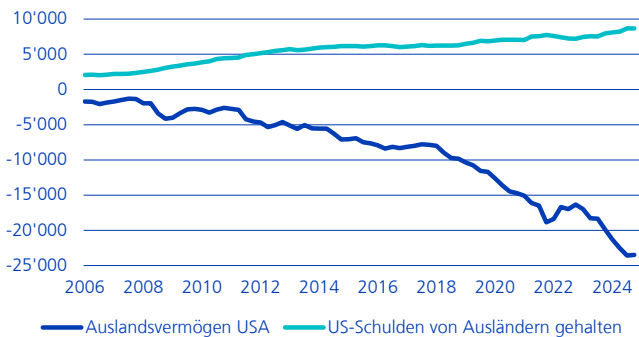
Quellen: ZKB, LSEG Datastream

Das strukturelle Leistungsbilanzdefizit der USA entspricht nahezu dem Überschuss der anderen grossen Volkswirtschaften und ergibt sich aus dem Handelsdefi-

zeit der USA und dem negativen Saldo der Kapitalbilanz. Die USA importieren mehr Güter als sie exportieren und es fließt weniger Erwerbs- und Vermögenseinkommen in die USA (Kapitalimporte) als aus den USA ins Ausland (Kapitalexporte). Das Auslandsvermögen der USA ist negativ. Hinzu kommt, dass rund ein Drittel der Schulden der USA vom Ausland gehalten werden (Grafik 2). Wegen den aktuell höheren Renditen haben sich zudem die Auslandsverbindlichkeiten der USA verteuert, das Einkommen des Auslands in den USA ist gestiegen und damit auch das Leistungsbilanzdefizit. Lediglich die Dienstleistungsbilanz der USA weist einen positiven Saldo auf, der aber die beiden anderen Defizite nicht ausgleichen kann.

Grafik 2: Netto internationale Investitionsposition der USA und Auslandsschulden

In Mrd. US-Dollar



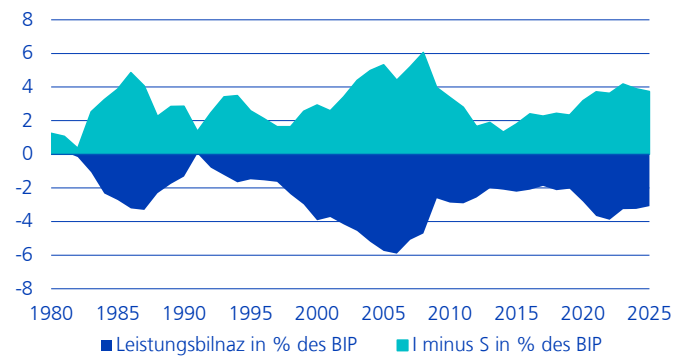
Quellen: ZKB, LSEG Datastream

Sind die USA durch ihr Leistungsbilanzdefizit gefährdet?

Das Leistungsbilanzdefizit der USA entspricht dem Nettozufluss ausländischen Kapitals und damit ausländischen Ansprüchen an die zukünftige US-Produktion. Wenn man die Gleichung der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung umformuliert, entspricht der Leistungsbilanzsaldo auch dem Saldo aus inländischer Ersparnis (S) und Investitionen (I). Zur Veranschaulichung wurde nicht wie üblich die Differenz S-I, sondern I-S dargestellt (Grafik 3). Diese ist unter den grossen Volkswirtschaften nur in den USA positiv.

Grafik 3: Gesamtvolkswirtschaftliches Investieren (I) minus Sparen (S)

Volkswirtschaftliche Identität: Leistungsbilanzdefizit = S-I

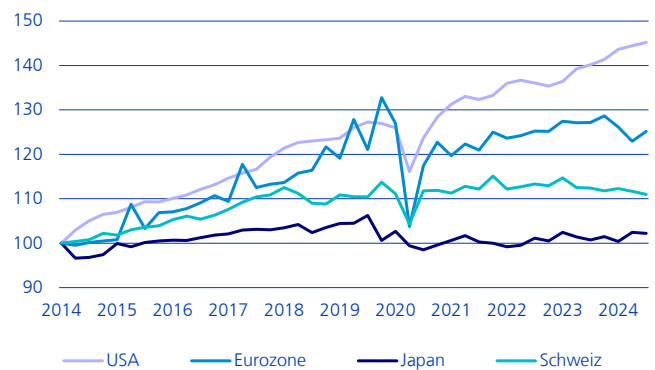


Quellen: ZKB, LSEG Datastream

Solange das ausländische Kapital für Investitionen in der US-Wirtschaft verwendet wird, ist ein Leistungsbilanzdefizit unproblematisch, da es den Kapitalstock und die Produktivität der USA erhöht. Für die strukturelle Nachhaltigkeit des US-Leistungsbilanzdefizits ist es daher wichtig, dass die US-Wirtschaft innovativ bleibt und ihre Ressourcen effizient einsetzt. Dass dies über die letzten 10 Jahren der Fall war, zeigen Daten wie die Investitionsquote, die Produktivität oder die Ertragskraft der US-Unternehmen (Grafiken 4, 5 und 6).

Grafik 4: Investitionen in den USA wachsen mit über 3% pro Jahr

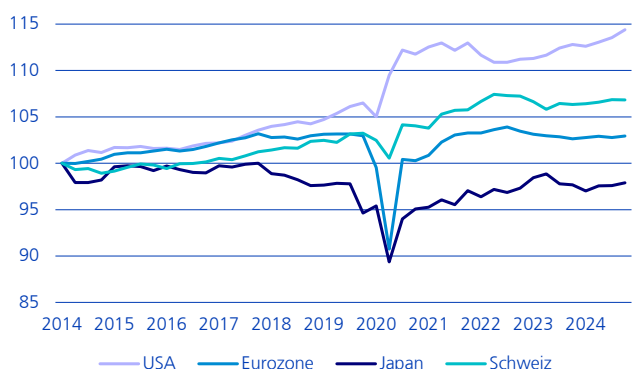
Entwicklung der Investitionen (Index, Anfang 2014 = 100)



Quellen: ZKB, LSEG Datastream

Grafik 5: In den USA nimmt die Arbeitsproduktivität kontinuierlich zu

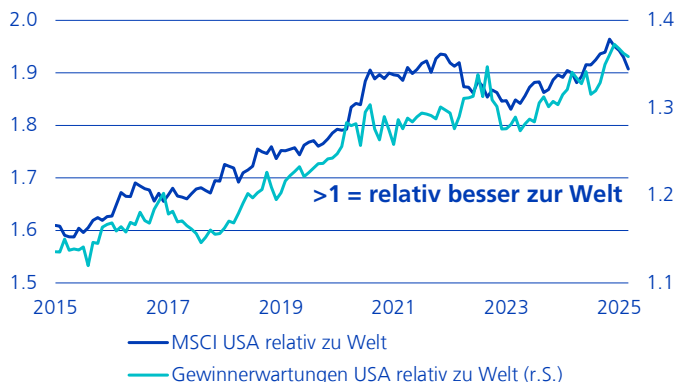
Arbeitsproduktivität pro Erwerbstätigen (Index, Anfang 2014 = 100)



Quellen: ZKB, LSEG Datastream

Grafik 6: US-Unternehmen seit 10 Jahren mit relativer Outperformance

Positiver Trend wird gegenwärtig herausgefordert



Quellen: ZKB, LSEG Datastream

So gesehen ist der Nettozufluss ausländischen Kapitals für die USA ein ähnliches Fitnessprogramm wie der starke Franken für die Schweiz. Für ausländische Investoren ist das Währungsrisiko akzeptabel, zumal der USD als weltweit wichtigste Handels- und Reservewährung ausreichend nachgefragt wird. Vor diesem Hintergrund sind andere Länder, insbesondere exportorientierte Nationen, bereit, ihre Sparüberschüsse (Leistungsbilanzüberschüsse) in den USA anzulegen. Dies ist mit ein Grund dafür, dass das Ausland bereit ist, die Defizite der USA mitzufinanzieren. Und dass Japan und Europa bereit

sind, US-Staatsschulden zu kaufen, ist zum Teil auch eine Art Gegenleistung für die Sicherheitsgarantien des US-Militärs. Damit diese Symbiose auch in Zukunft funktioniert, darf das Vertrauen in die US-Wirtschaft, die Institutionen, den Finanzmarkt und den US-Dollar nicht erschüttert werden.

Warum stellen die USA diese Symbiose auf die Probe?

Diese Frage lässt sich aus verschiedenen Blickwinkeln beantworten, die aber alle zum gleichen Ergebnis führen. Eine drastische Abkehr von den globalen Handelspartnern bedeutet auch für die US-Wirtschaft einen schmerzhaften Prozess, den keine US-Administration unter den gegebenen demokratischen Rahmenbedingungen in den USA überleben würde. Die Märkte senden diesbezüglich klare Signale und eine Fehlentwicklung der US-Regierung würde sich in zwei Jahren bei den «Midterm Elections» an der Wahlurne rächen. Meine Einschätzung ist nicht abschliessen, aber nach den bisherigen Beobachtungen beruht die Bereitschaft der US-Regierung, diese Symbiose zu stören, auf politischem Opportunismus, politischem Idealismus und Überlegungen zur wirtschaftlichen Resilienz. Wobei letzteres als wirtschaftliches Ziel gerechtfertigt ist. Es ist ohne grössere Wachstumseinbusen erreichbar und birgt mittelfristig sogar mehr Chancen als Risiken.

Politischer Opportunismus wird ökonomisch bestraft

Handelsbilanzdefizite sind per se nichts Schlechtes und auch nicht automatisch mit mangelnder Wettbewerbsfähigkeit der jeweiligen Volkswirtschaft gleichzusetzen - im Falle der USA schon gar nicht. Dennoch werden solche Defizite gerne politisch instrumentalisiert. Handelspartner werden unfairer Wirtschaftspraktiken bezichtigt und zum Sündenbock gemacht. Um das Handelsdefizit zu reduzieren, wird dann eine protektionistische Wirtschaftspolitik betrieben. Zölle werden erhöht, um die heimische Produktion zu schützen, und gleichzeitig wird die eigene Exportwirtschaft begünstigt - zum Beispiel durch Subventionen oder die Abwertung der eigenen Währung. All diese Massnahmen wirken inflationär oder stagflationär und die Geschichte lehrt uns, wie verheerend die Abschottung der eigenen Wirtschaft sein kann.

In den 1930er Jahren führte die protektionistische Wirtschaftspolitik der USA, der «Smoot Hawley Act», zusammen mit den Vergeltungsmassnahmen der Handelspartner der USA zu einer wirtschaftlichen Depression in den USA, zur grössten Weltwirtschaftskrise und zu einer neuen Weltordnung. Es stellt sich daher die Frage, wie weit die US-Regierung bereit ist, die eigene Wirtschaft zu schwächen, um die Zollgelüste ihres Präsidenten zu befriedigen. Die US-Wirtschaft befindet sich aufgrund von Vollbeschäftigung, hartnäckiger Inflation und restriktiver Geldpolitik in einem Zustand, in dem sich protektionistische Massnahmen als Bumerang erweisen würden. **Vor diesem Hintergrund kann das Vorgehen der US-Administration nur als Drohgebärde zur Erlangung von Handelszugeständnissen gewertet werden.**

Politischer Idealismus vs. «Checks and Balances»

Die Hypothese: Ähnlich wie China sein Wachstumsmodell von exportorientiert auf binnenkonsumorientiert umstellen will, beabsichtigen die USA eine Abkehr vom schuldenfinanzierten Wachstumsmodell. Im Vordergrund steht hier die Verringerung der Abhängigkeit von Kapitalzuflüssen aus dem Ausland (zur Erinnerung: die US-Wirtschaft ist eine riesige Recyclingmaschine für ausländische Sparüberschüsse) bzw. die Abkehr vom schuldenfinanzierten Konsum. Der Defizitabbau würde in diesem Fall über eine interne Abwertung mit fiskalpolitischer Roskur erfolgen. Damit würden die USA für ausländische Investoren unattraktiver und die us-amerikanische Bevölkerung weniger konsumorientiert. Dies wirft jedoch einige Probleme auf, welche die USA auf der Zeitachse kaum bewältigen können. Das geht nicht ohne eine Rezession. Eine solche mit anschliessendem erfolgreichen Umbau der Wirtschaft in einer vierjährigen Amtszeit ist unvorstellbar. **Der Kongress entscheidet mit und die Parlamentarier wollen in zwei Jahren vom Volk wiedergewählt werden. Um ähnlich langfristige Ziele wie China zu verfolgen, müssten die USA zunächst ihre Demokratie umbauen, vor allem aber der US-Bevölkerung ihre demokratische Identität nehmen und einen neuen Lebensstil aufzwingen.** Das ist unwahrscheinlich. Trump hat die Wahl gewonnen, weil er den Amerikanern versprochen hat, dass es ihnen unter seiner Regierung besser gehen wird als unter der vorherigen.

Wenn er nicht liefert, wird seine Regierung abgestraft werden. In den USA ist die wirtschaftliche Ausgangslage eine andere als in Argentinien, wo die Bevölkerung nichts zu verlieren hatte. Die US-Bürger haben viel zu verlieren und die Finanzmärkte senden bereits Signale der Unzufriedenheit.

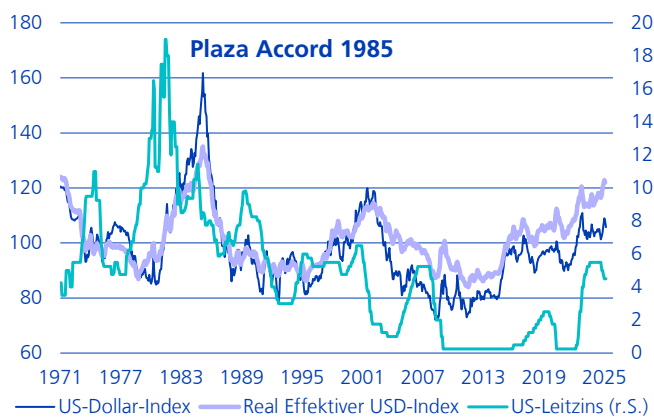
Ökonomische Resilienz als Ziel

Aufgrund der relativ niedrigen Sparquote in den USA besteht die latente Gefahr, dass ausländisches Kapital nicht investiert wird, sondern in den schuldenfinanzierten Konsum fliesst. Die hohe Zinsdifferenz zu Ländern mit ähnlicher Bonität bzw. die hohen Renditen auf US-Staatsanleihen erhöhen den Anreiz, dass ausländisches Kapital vor allem in den Konsum des US-Staates und nicht in produktive Anlagen fliesst. Eine solche Phase mit rückläufigen Investitionen, Nettozuflüssen aus dem Ausland, attraktiven Renditen auf Staatsanleihen und einer Aufwertung des US-Dollars war in den 1980er Jahren zu beobachten. In dieser Phase war der US-Dollar aufgrund der hohen US-Renditen, die unter anderem durch eine protektionistische und inflationäre Wirtschaftspolitik verursacht wurden, extrem stark und musste in einer mit dem Ausland koordinierten Aktion, dem «Plaza Accord» von 1985 abgewertet werden. Der real effektive USD-Kurs notiert nicht mehr weit von den 1980er Niveaus (Grafik 7). Damit es nicht so weit kommt und weil ein zu schwacher US-Dollar in einem hartnäckigen Inflationsumfeld mehr schaden als nützen würde, müssen die USA ihre Finanzen in den Griff bekommen. **Eine konstruktive Rückführung der Defizite ist möglich, wenn die Konsolidierung der Staatsfinanzen durch angebotsseitige wirtschaftspolitische Massnahmen wie eine massvolle Deregulierung oder einen effizienteren Staatsapparat flankiert wird.** Dies stimuliert die Investitionstätigkeit des privaten Sektors und die Produktivität. Da der Defizitabbau für das Vertrauen insbesondere der Anleiheinvestoren und der Notenbank eminent wichtig ist, sind angebotsseitige Massnahmen wie Steuersenkungen hingegen kontraproduktiv. Sie sind auch nicht zwingend erforderlich. Mitte der 1990er Jahre gelang es der US-Regierung unter Bill Clinton trotz Steuererhöhungen, hoher Renditen und einer anhaltenden Dollaraufwertung, das Wachstum anzukurbeln und das Haushaltsdefi-

zit in einen Überschuss zu verwandeln. Dabei arbeitete sie allerdings eng mit ihren Handelspartnern zusammen.

Grafik 7: Nominal und real effektiver US-Dollar-Index und US-Leitzinsen

Der US-Dollar befindet sich in einem strukturellen Aufwertungs-trend



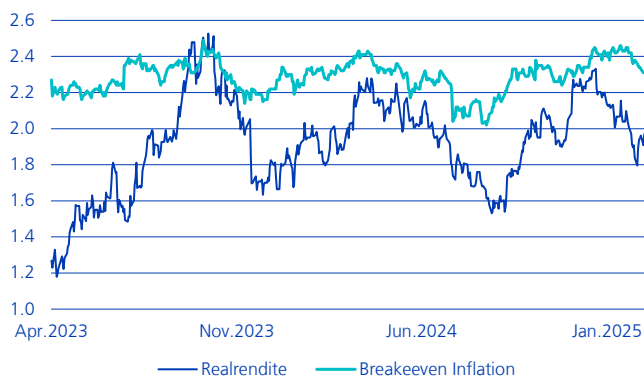
Quellen: ZKB, LSEG Datastream

If you can't convince them then confuse them

Trumps wirtschaftspolitisches Programm verunsichert und löst selbst bei wirtschaftsliberal denkenden Menschen Kopfschütteln aus. Oder es ist so ausgeklügelt, dass wir es nicht durchschauen. Die ideologischen Elemente im Handeln der US-Regierung mit ihren sozialreformerischen Vorstellungen sind zwar interessanter Stoff für die intellektuelle Debatte über Gesellschaftsformen, zielen aber an den Bedürfnissen der Bevölkerung und damit an der Realpolitik vorbei. Die gegenwärtige Wirtschaftspolitik der USA ist erratisch und ihre Massnahmen sind inflationär oder sogar stagflationär. Das überzeugt weder die Investoren noch die US-Notenbank. Die Renditen der US-Staatsanleihen bleiben hoch und das Fed untätig. **Hohe Renditen verteuern bekanntlich die Kapital- und Investitionskosten und bremsen das Wachstum, was sehr «unamerikanisch» ist.** Zudem erhöhen sie die Zinslast der Staatsverschuldung, was den Handlungsspielraum der Regierung einschränkt.

Grafik 8: Sinkende 10-jährige Realrendite signalisiert Konjunktursorgen

Breakeeven Inflation: Aus den 10-j. Staatsanleihen implizierte Inflationserwartung



Quellen: ZKB, LSEG Datastream

Letzten Endes schaut auch Trump auf die Finanzmärkte

Man muss den Silberstreif am Horizont etwas suchen, aber er ist vorhanden. Einige Massnahmen des Finanzministeriums und letztlich auch des «Department of Government Efficiency, DOGE» zielen darauf ab, die wirtschaftliche Widerstandsfähigkeit zu verbessern. Dies zeigt, dass die US-Regierung einen Wiederanstieg der Renditen um jeden Preis verhindern will und bisher entsprechend auf die Signale des Anleihemarktes reagiert hat. Die Finanzmärkte bremsen damit die US-Regierung bei der Umsetzung inflationärer wirtschaftspolitischer Massnahmen wie Zollerhöhungen und zwingen sie zu Ausgabenkürzungen. Derzeit sendet der US-Anleihemarkt Stagflationssignale aus (Grafik 8). Will Trump in zwei Jahren noch mit einem republikanischen Kongress zusammenarbeiten, so wird er diese Signale ernst nehmen. **Der bisher grösste Erfolg der Trump-Administration und Silberstreif am Konjunkturhorizont ist jedoch, dass sie Europa aus seiner Lethargie geweckt hat und andere Regionen den technologischen Fortschritt selbst in die Hand nehmen.**

Kontakt



Manuel Ferreira

manuel.ferreira@zkb.ch

+41 44 292 48 03

Investment Strategy & Economic Research

Head Investment Strategy & Economic
Research, Chefstrategie

Rechtliche Hinweise

Marketinginformation - Dieses Dokument dient Informations- und Werbezwecken. Es stellt weder ein Angebot noch eine Empfehlung zum Erwerb, Halten oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder zum Bezug von Dienstleistungen dar, noch bildet es Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendwelcher Art. Aufgrund rechtlicher, regulatorischer oder steuerlicher Bestimmungen kann die Verfügbarkeit von Produkten und Dienstleistungen für bestimmte Personen Einschränkungen unterliegen, die sich namentlich aufgrund des Wohnsitzes bzw. Sitzes, der Nationalität oder der Kundensegmentierung ergeben können. Einschränkungen bestehen insbesondere für US-Personen gemäss den einschlägigen Regulierungen. Dieses Dokument enthält allgemeine Informationen und berücksichtigt weder persönliche Anlageziele noch die finanzielle Situation oder besonderen Bedürfnisse einer spezifischen Person. Die Informationen sind vor einem Anlageentscheid sorgfältig auf die Vereinbarkeit mit den persönlichen Verhältnissen zu überprüfen. Für die Einschätzung rechtlicher, regulatorischer, steuerlicher und anderer Auswirkungen wird empfohlen, sich von Fachpersonen beraten zu lassen. Das Dokument wurde von der Zürcher Kantonalbank mit geschäftsüblicher Sorgfalt erstellt und kann Informationen aus sorgfältig ausgewählten Drittquellen enthalten. Die Zürcher Kantonalbank bietet keine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit der darin enthaltenen Informationen und lehnt jede Haftung für Schäden ab, die sich aus der Verwendung des Dokuments oder Informationen daraus ergeben. Jede Investition ist mit Risiken, insbesondere in Bezug auf Wert-, Ertrags- und allenfalls Währungsschwankungen, verbunden. Wertentwicklungen und Renditen der Vergangenheit sowie Schätzungen bezüglich zukünftiger Wertentwicklungen, Renditen und Risiken sind kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse. Die Rendite kann infolge von Währungsschwankungen steigen oder fallen. Die Zürcher Kantonalbank behält sich vor, Dienstleistungen, Produkte und Preise jederzeit ohne vorgängige Ankündigung zu ändern. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen wurden nicht im Einklang mit Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt und unterliegen auch keinem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen. Ohne schriftliche Genehmigung der Zürcher Kantonalbank dürfen dieses Dokument oder Informationen daraus nicht vervielfältigt oder weitergegeben werden. ESG-Informationen ©2023 MSCI ESG Research LLC. Reproduziert mit Genehmigung. Weitere rechtliche Informationen zu MSCI ESG Rating sehen Sie in den Anlageinformationen unter [zkb.ch/handel](https://www.zkb.ch/handel).

© 2025 Zürcher Kantonalbank. Alle Rechte vorbehalten.