

# Die Märkte freuen sich auf einen schlankeren Staat

## Autor



Robert M. Almeida, Jr.  
Portfolio Manager und  
Global Investment Strategist

## Im Überblick

- Anleger begrüßen die Deregulierung unter Trump 2.0.
- In den letzten drei Präsidentschaften hat die Regierung großen Einfluss auf die Märkte genommen.
- Wie könnten Aktien auf einen schlankeren Staat reagieren?

## Märkte mögen weniger Interventionismus

Seit Jahrzehnten hat der S&P 500 am Tag nach der Wahl nicht mehr so stark zugelegt wie 2024, und auch danach stiegen die Kurse. Die Anleger sind von der möglichen Politik in Trumps zweiter Präsidentschaft begeistert.

Vor allem schätzen sie die geplante Deregulierung und die Aussicht auf weniger Staatseingriffe in Wirtschaft und Finanzmärkte.

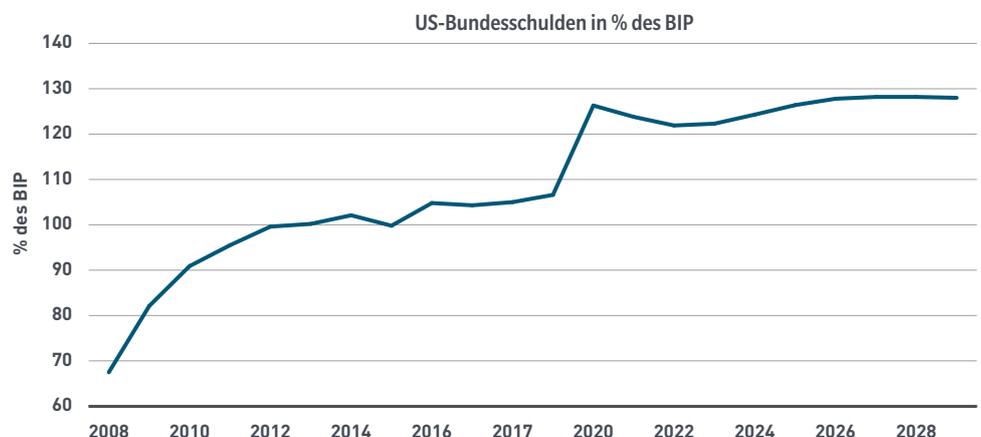
## Der Staat war ein wichtiger Marktteilnehmer

In der Marktwirtschaft ist die Ressourcenallokation eigentlich Aufgabe der Märkte. Sie vertraut nicht auf den Staatsapparat, sondern auf kollektives Wissen. Die Schwarmintelligenz soll entscheiden, welche Projekte finanziert werden und wie, zum Wohle aller.

Aber wie viel Einfluss hat der Staat zuletzt eigentlich genommen? Seit der internationalen Finanzkrise 2008 ist die Antwort eindeutig: sehr viel.

Abbildung 1 zeigt die amerikanische Schuldenstandsquote, also das Verhältnis von Staatsschulden zum BIP. Sie ist von 68% vor der Finanzkrise fast auf erstaunliche 130% gestiegen.

## Abbildung 1: Die US-Schuldenstandsquote ist explodiert ...

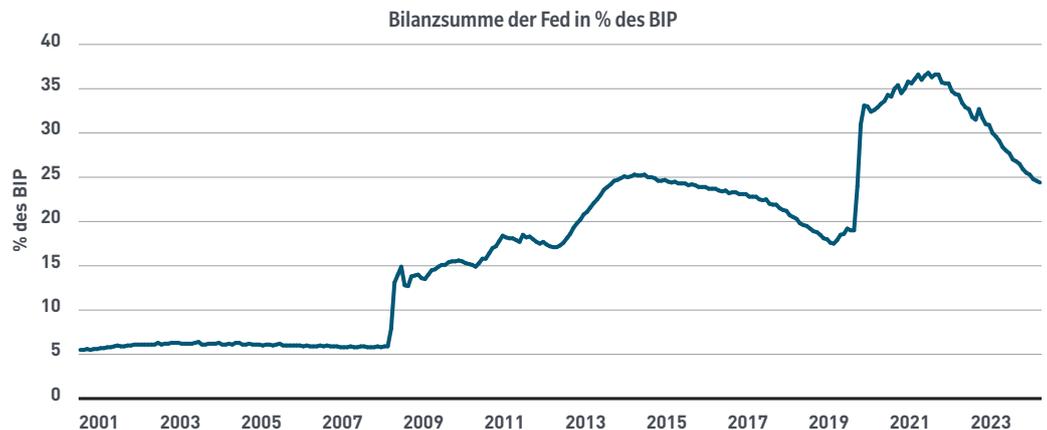


Quelle: Bloomberg. Jahresdaten vom 31. Dezember 2008 bis zum 31. Dezember 2023. Schätzungen für 2024 bis 2029.



Abbildung 2 zeigt die Bilanzsumme der Fed in Prozent des US-BIP seit der Jahrtausendwende. Von durchschnittlich 5% vor der internationalen Finanzkrise ist die Kennzahl auf heute 25% angeschwollen. 25 Cent jedes in den USA erwirtschafteten Dollar befinden sich in den Büchern der Notenbank. Die Geldmenge ist explodiert.

**Abbildung 2: ... ebenso wie die Bilanzsumme der Fed**



Quelle: Bloomberg. Monatsdaten vom 31. Januar 2001 bis zum 30. September 2024.

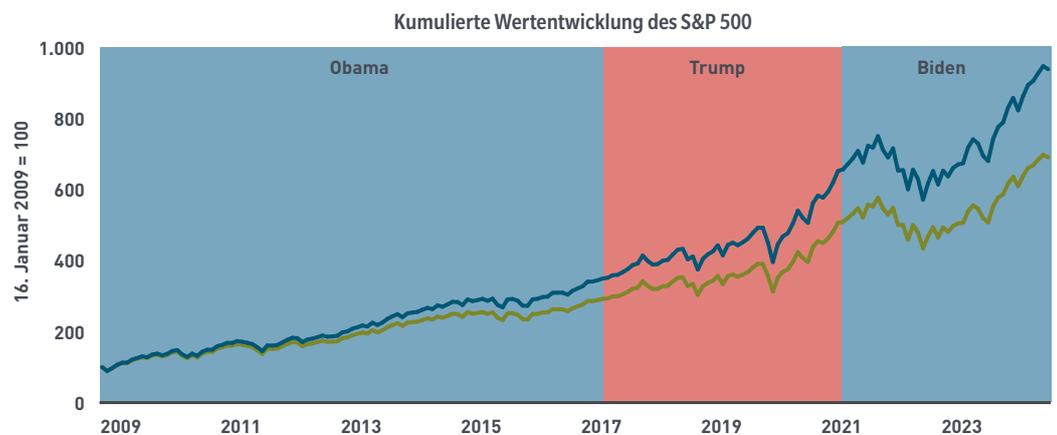
Und dann waren da noch die Konjunkturprogramme nach Corona, vom CARES Act bis zum American Rescue Plan, mit gut 5 Billionen US-Dollar zusätzlichen Staatsausgaben. Am Ende war das Haushaltsdefizit so hoch, wie man es sonst nur aus Kriegszeiten kennt.

All das verhinderte, dass die US-Wirtschaft in den letzten ein bis zwei Jahren in die Rezession fiel. Aber die weiche Landung hatte einen hohen Preis.

Und wie haben sich Aktien angesichts des enormen Staatsquotenwachstums entwickelt? Vom Beginn der Obama-Administration bis Ende Oktober 2024 hat der S&P 500 um 839% zugelegt, also um etwa 15% p.a.<sup>1</sup> Ob der Präsident Obama, Trump oder Biden hieß – die risikoadjustierten Erträge waren überdurchschnittlich.

**Abbildung 3: Hohe Staatsquote, hohe Aktienerträge**

■ Gesamtertrag ■ Kursgewinn



Quelle: Bloomberg. Tagesdaten vom 16. Januar 2009 bis zum 31. Oktober 2024.



Über die Geld- und Fiskalpolitik hat sich die US-Regierung in die Wirtschaft eingeschaltet. In guten Zeiten hat sie die Gewinne privatisiert, in schlechten Zeiten die Verluste verstaatlicht.

Den Märkten fiel es dadurch wesentlich schwerer, Risiken adäquat zu bewerten und für eine optimale Ressourcenallokation zu sorgen, ob der Präsident nun Demokrat oder Republikaner war. Aber was kommt jetzt – mit Deregulierung, aber auch Zöllen?

### Ein Blick nach vorn

Die meisten Anleger (und ich ganz sicher) begrüßen Deregulierung und weniger staatliche Interventionen. Wichtig ist aber der Ausgangspunkt. Die folgende Abbildung zeigt das konjunkturberereinigte Kurs-Gewinn-Verhältnis amerikanischer Aktien in den letzten 100 Jahren.

### Abbildung 4: Bewertungen heute ähnlich wie früher bei hohen Zöllen



Quellen: FactSet, Robert Shiller, Yale University Department of Economics. Monatsdaten vom 31. Januar 1928 bis zum 31. Oktober 2024. Das CAPE-Ratio (Shiller-KGV) ist das Kurs-Gewinn-Verhältnis amerikanischer Aktien auf Basis der inflationsbereinigten Gewinne der letzten zehn Jahre.

Natürlich sind die Kurse heute nicht so hoch wie während der Internetblase in den 1990ern. Nach den zuletzt hohen Erträgen erstaunt es aber nicht, dass die Bewertungen heute ähnlich sind wie in den späten 1920ern. Das heißt aber nicht, dass ich mit einem neuen Schwarzen Freitag rechne, oder mit einer neuen Großen Depression. Dafür sind die Unterschiede doch zu groß.

Die Bewertungen sind zwar ähnlich, aber es wäre gefährlich, nur darauf zu achten. Anleger müssen auch die künftigen Gewinne im Blick haben, also den Nenner des KGV. Sie sind der wichtigste Faktor für die Kursentwicklung. Das bringt mich zu einer weiteren Parallele zu den späten 1920ern: Zölle.

1929 wurde den Anlegern allmählich bewusst, dass der republikanisch dominierte Kongress Zölle auf über 25.000 Güter plante, die die USA einführten. Waren aus heimischer Produktion wurden damit attraktiver, aber für ausländische Produkte mussten amerikanische Unternehmen und Verbraucher jetzt mehr zahlen. Der Kurseinbruch im Oktober 1929 hatte sicher noch andere Gründe, aber das protektionistische Smoot-Hawley-Zollgesetz hatte seinen Anteil an den niedrigeren Gewinnerwartungen und dem nachlassenden Interesse für Aktien.



Lassen Sie uns aber fair bleiben: Die Faktorkosten sind schon lange vor den Wahlen 2024 gestiegen; Kapital und Arbeit sind deutlich teurer geworden. Unternehmen konnten die höheren Kosten aber meist an die Verbraucher weitergeben. Die Verbraucher begannen dann aber, teure Güter und Dienstleistungen zu substituieren, sodass die Preise nicht mehr so stark stiegen und die Inflation fiel. Zugleich haben die Unternehmen unnötige Ausgaben gekürzt. Das war einfach, dürfte aber jetzt abgeschlossen sein. In Zukunft wird das nicht mehr so leicht möglich sein, sodass die Erträge der Indexunternehmen wohl wesentlich stärker streuen.

Fassen wir also zusammen: Weniger staatliche Interventionen in Wirtschaft und Märkte waren längst überfällig und werden gern gesehen. Dennoch glaube ich, dass Anleger die Konsequenzen von weniger Staatsinterventionen für Projekte und Unternehmen bedenken müssen, die unter wachsenden Kostendruck geraten. Ich glaube daher, dass Trump 2.0 und vor allem ein schlankerer Staat die Dominanz des passiven Investierens durchaus bremsen könnten. ▲

### Anmerkung

<sup>1</sup> Quellen: Bloomberg, S&P 500. Kumulierte und annualisierte Erträge auf Basis von Monatsdaten vom 31. Januar 2009 bis zum 31. Oktober 2024. Bruttoerträge in US-Dollar.

# Strategie aktuell

November 2024

Quelle: Bloomberg Index Services Limited. BLOOMBERG® ist eine Handels- und Dienstleistungsmarke von Bloomberg Finance L.P. und seinen Tochtergesellschaften (zusammen „Bloomberg“). Bloomberg oder seine Lizenzgeber besitzen alle geistigen Eigentumsrechte an den Bloomberg-Indizes. Bloomberg hat dieses Dokument weder bestätigt noch genehmigt, garantiert weder die Richtigkeit noch die Vollständigkeit irgendeiner hierin enthaltenen Information, gibt keine explizite oder implizite Garantie im Zusammenhang mit den daraus gezogenen Schlüssen und schließt im größten nach anwendbarem Recht zulässigen Umfang jedwede Haftung oder Verantwortung für Schäden aus, die im Zusammenhang mit diesen Informationen entstehen.

Standard & Poor's® und S&P® sind eingetragene Handelsmarken von Standard & Poor's Financial Services LLC (S&P); Dow Jones ist eine eingetragene Handelsmarke von Dow Jones Trademark Holdings LLC (Dow Jones). S&P Dow Jones Indices LLC hat ihre Nutzung genehmigt, und MFS darf sie zu bestimmten Zwecken nutzen. Der S&P 500® ist ein Produkt von S&P Dow Jones Indices LLC. Das Unternehmen hat MFS die Nutzung des Index genehmigt. Die Produkte von MFS werden von S&P Dow Jones Indices LLC, Dow Jones, S&P oder ihren Tochterunternehmen nicht gefördert, angeboten, vertrieben oder beworben. Weder S&P Dow Jones Indices LLC noch Dow Jones, S&P oder ihre Tochterunternehmen treffen eine Aussage darüber, ob diese Produkte empfehlenswert sind.

Der **S&P 500 Index** bildet den US-Aktienmarkt umfassend ab. Man kann nicht direkt in einen Index investieren.

Die hier dargestellten Meinungen sind die des Autors/der Autoren und können sich jederzeit ändern. Sie dienen ausschließlich Informationszwecken und dürfen nicht als Empfehlung zum Kauf von Wertpapieren, Aufforderung oder als Anlageberatung verstanden werden. Prognosen sind keine Garantien. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für künftige Ergebnisse.

## GLOBALER DISCLAIMER

Sofern nicht anders angegeben, sind Logos sowie Produkt- und Dienstleistungsnamen Marken von MFS® und den Tochtergesellschaften von MFS und können in manchen Ländern eingetragen sein.

Herausgegeben von: **USA:** MFS Investment Management; **Lateinamerika:** MFS International Ltd.

**Bitte beachten Sie, dass dieses Dokument in Europa und der Pazifikregion nur für die Weitergabe an professionelle Investoren und institutionelle Kunden bestimmt ist. In Kanada ist das Dokument nur für die Weitergabe an institutionelle Kunden bestimmt.**

**Hinweis für Anleger in Kanada:** Herausgegeben in Kanada von MFS Investment Management Canada Limited. **Hinweise für Anleger in Großbritannien und der Schweiz:** Herausgegeben in Großbritannien und der Schweiz von MFS International (U.K.) Limited (MIL UK), einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung (Private Limited Company) mit Sitz in England und Wales, Zulassungsnummer 03062718. Das Investmentgeschäft von MIL UK steht unter der Aufsicht der britischen Financial Conduct Authority. MIL UK, ein indirektes Tochterunternehmen von MFS®, hat seinen Sitz in der One Carter Lane, London, EC4V 5ER. **Hinweise für Anleger in Europa (ohne Großbritannien und Schweiz):** Herausgegeben in Europa von MFS Investment Management (Lux) S.à r.l. (MFS Lux), einem in Luxemburg für das Management von Luxemburger Fonds zugelassenen Unternehmen, das institutionellen Investoren Investmentprodukte und -leistungen anbietet. Der Unternehmenssitz ist in der Rue Albert Borschette 4, L-1246 Luxemburg, Tel. +352282612800. Dieses Dokument richtet sich ausschließlich an professionelle Investoren. Andere dürfen sich nicht darauf verlassen. Auch darf das Dokument nicht an Personen weitergegeben werden, wenn eine solche Weitergabe gegen die geltenden Vorschriften verstoßen würde.

**Singapur:** MFS International Singapore Pte. Ltd. (CRN 201228809M). **Australien/Neuseeland:** MFS International Australia Pty Ltd. (MFS Australia) ist ein in Australien unter der Nummer 485343 eingetragener Finanzdienstleister. MFS Australia steht unter der Aufsicht der Australian Securities and Investments Commission. **Hongkong:** MFS International (Hong Kong) Limited (MIL HK) ist eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung, die der Aufsicht der Hong Kong Securities and Futures Commission (SFC) untersteht und von ihr zugelassen wurde. MIL HK darf Wertpapiere handeln, regulierte Assetmanagementgeschäfte abschließen und bestimmte Investmentdienstleistungen „professionellen Investoren“ gemäß Securities and Futures Ordinance (SFO) anbieten. **Für professionelle Investoren in China:** MFS Financial Management Consulting (Shanghai) Co., Ltd. 2801-12, 28th Floor, 100 Century Avenue, Shanghai World Financial Center, Shanghai Pilot Free Trade Zone, 200120, China, ist eine registrierte chinesische Gesellschaft mit beschränkter Haftung, die Finanzmanagementberatung anbieten darf. **Japan:** MFS Investment Management K.K. ist zugelassen als Financial Instruments Business Operator, zugelassen als Kanto Local Finance Bureau (FIBO, Nr. 312), Mitglied der Investment Trust Association, Japan, und Mitglied der Japan Investment Advisers Association. Da die von den Investoren zu tragenden Gebühren von verschiedenen Umständen abhängen – Produkte, Dienstleistungen, Anlagezeiträume und Marktumfeld –, können weder deren Gesamthöhe noch die Berechnungsmethoden im Voraus offengelegt werden. Alle Finanzinstrumente gehen mit Risiken einher, unter anderem dem Risiko von Marktschwankungen, sodass Investoren ihr investiertes Kapital verlieren können. Investoren sollten vor einer Anlage den Verkaufsprospekt und/oder die in Art. 37-3 des Financial Instruments and Exchange Act genannten Dokumente sorgfältig lesen. **Bahrain:** Dieses Dokument wurde nicht von der Zentralbank von Bahrain genehmigt, die auch nicht für dessen Inhalt verantwortlich ist. Im Königreich Bahrain werden diese Produkte nicht öffentlich angeboten. Dieses Dokument soll nur vom Empfänger gelesen werden und darf nicht an die Öffentlichkeit weitergegeben, ausgegeben oder ihr zugänglich gemacht werden. Die Zentralbank von Bahrain ist in keiner Weise für die Genauigkeit und Vollständigkeit der Aussagen und Informationen in diesem Dokument verantwortlich und erklärt ausdrücklich, keinerlei Haftung für jedwede Verluste zu übernehmen, die daraus entstehen, dass man sich auf den Inhalt dieses Dokuments ganz oder teilweise verlässt. Das Board und das Management des Herausgebers sind für die in diesem Dokument enthaltenen Informationen verantwortlich. Board und Management erklären, dass die in diesem Dokument enthaltenen Informationen nach ihrer Kenntnis und nach ihrem besten Wissen und Gewissen korrekt und frei von Auslassungen sind, die die Verlässlichkeit dieser Informationen beeinträchtigen können. Um dies zu gewährleisten, haben Board und Management mit gebührender Sorgfalt gehandelt. **Kuwait:** Dieses Dokument ist nicht für die Veröffentlichung in Kuwait bestimmt. Die hierin enthaltenen Informationen wurden nicht von der Kuwait Capital Markets Authority oder einer anderen zuständigen kuwaitischen Behörde für ein Angebot in Kuwait zugelassen. Diese Informationen werden in Kuwait weder privat noch öffentlich zugänglich gemacht. In Kuwait finden keine Werbemaßnahmen, Vertragsangebote oder Geschäftsanbahnungsaktivitäten statt mit dem Ziel, diese Informationen zu verbreiten. **Oman:** Für Einwohner des Sultanats Oman: Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen sind kein öffentliches Wertpapierangebot im Sultanat Oman gemäß dem Commercial Companies Law of Oman (Royal Decree 4/74) oder dem Capital Market Law of Oman (Royal Decree 80/98). Diese Informationen werden nur einem begrenzten Kreis von Unternehmen zugänglich gemacht, die als „Sophisticated Investors“ gelten (gemäß Artikel 139 der Executive Regulations of the Capital Market Law). Der Empfänger bestätigt, ein Sophisticated Investor zu sein, der die nötige Geschäfts- und Finanzerfahrung hat und die Chancen und Risiken einer Anlage einschätzen kann. **Südafrika:** Dieses Dokument und die darin enthaltenen Informationen sind nicht als öffentliches Wertpapierangebot in Südafrika gedacht, stellen kein solches Angebot dar und sollten daher auch nicht als solches ausgelegt werden. Dieses Dokument ist nicht für die allgemeine öffentliche Verbreitung in Südafrika bestimmt. Dieses Dokument wurde nicht von der Financial Sector Conduct Authority genehmigt. Weder MFS International (U.K.) Limited noch die einzelnen Fonds sind in Südafrika für den öffentlichen Vertrieb zugelassen. **Vereinigte Arabische Emirate (VAE):** Dieses Dokument und die darin enthaltenen Informationen sind kein öffentliches Wertpapierangebot in den Vereinigten Arabischen Emiraten und sollen dies auch nicht sein, sodass sie nicht als solches verstanden werden sollten. Diese Informationen werden nur einem kleinen Kreis steuerbefreiter Investoren in den VAE zugänglich gemacht, die zu einer der folgenden Kategorien von Non-Natural Qualified Investors gehören: (1) Investoren, die ihre Anlagen selbstständig managen können, konkret (a) die Bundesregierung, lokale Regierungen, staatliche Stellen und Behörden oder Unternehmen im vollständigen Besitz einer dieser Institutionen, (b) internationale Institutionen und Organisationen oder (c) Personen, die eine Lizenz zur Ausübung geschäftlicher Tätigkeiten in den VAE haben, sofern Investieren ein Geschäftszweck dieser Personen ist, oder (2) Investoren, die von einem von der SCA zugelassenen Investmentmanager vertreten werden (jeder ein „Non-Natural Qualified Investor“). Diese Informationen und Daten wurden nicht von der Zentralbank der Vereinigten Arabischen Emirate, der Securities and Commodities Authority, der Dubai Financial Services Authority, der Financial Services Regulatory Authority oder einer anderen einschlägigen Zulassungsbehörde oder staatlichen Behörde der VAE (die „Behörden“) genehmigt, zugelassen oder registriert. Die Behörden sind in keiner Weise für Anlagen verantwortlich, die einer der genannten Empfänger in seiner Eigenschaft als Non-Natural Qualified Investor tätigt. **Saudi-Arabien:** Dieses Dokument darf im Königreich Saudi-Arabien nicht verbreitet werden, ausgenommen an Personen, die gemäß den Investment Funds Regulations der Capital Market Authority empfangsberechtigt sind. Die Capital Market Authority übernimmt keine Haftung für die Genauigkeit und Vollständigkeit dieses Dokuments und schließt explizit jegliche Haftung für Verluste aus, die dadurch entstehen, dass man dieses Dokument nutzt bzw. sich auf irgendeinen Teil dieses Dokuments verlässt. Potenzielle Käufer der hierin angebotenen Wertpapiere sollten die Richtigkeit der Informationen zu den Wertpapieren selbst überprüfen. Wenn Sie den Inhalt dieses Dokuments nicht verstehen, sollten Sie einen zugelassenen Finanzberater konsultieren. **Katar:** Dieses Material bzw. dieser Fonds wird nur einer begrenzten Anzahl von Investoren angeboten, die willens und fähig sind, die Risiken einer Anlage in dieses Material bzw. diesen Fonds unabhängig zu prüfen. Dieses Material ist kein öffentliches Angebot und darf nur vom genannten Empfänger verwendet werden. Es darf an keine andere Person weitergegeben oder ihr gezeigt werden, mit Ausnahme von Mitarbeitern, Agenten oder Beratern im Zusammenhang mit der Prüfung durch den Empfänger. Dieser Fonds war und wird nicht bei der Zentralbank von Katar registriert. Auch ist keine Zulassung nach den Gesetzen des Staates Katar vorgesehen. In Katar werden keine Transaktionen vorgenommen. Alle Anfragen zum Material bzw. dem Fonds sollten an Ihren Ansprechpartner außerhalb Katars gestellt werden.