

US-WAHLEN 2024

PERSPEKTIVEN FÜR WIRTSCHAFT, FINANZMÄRKTE UND DIE WELTHANDELSORDNUNG



INHALT

Teil A BERGOS

Knappes Rennen um das Weisse Haus: Szenarioanalyse inklusive möglicher Implikationen für die Kapitalmärkte Seite 8

Autor: Till C. Budelmann
Chief Investment Officer

Wirtschaftspolitik im Fokus

Autor: Dr. Jörn Quitzau
Chefökonom

1 Seite 13
Paradigmenwechsel in der Wirtschaftspolitik

2 Seite 14
Wirtschaftspolitische Ansätze der Kandidaten: Handel, Migration, Steuern und Soziales, Finanzpolitik

3 Seite 20
Unabhängigkeit der amerikanischen Zentralbank: Ist sie in Gefahr?

4 Seite 23
Fazit

Teil B AMERICAN-GERMAN INSTITUTE (AGI) – JOHNS HOPKINS UNIVERSITY

Mögliche Folgen für die geoökonomische Ordnung

Autor: Peter S. Rashish
Vice President und Director Geoeconomics Program

1 Seite 24
Die Vereinigten Staaten und die Globalisierung: Vergangenheit, Gegenwart und Zukunft

2 Seite 25
Neoliberalismus oder ein neuer Washingtoner Konsens?

3 Seite 26
Der Aufstieg Chinas und die Rolle der Welthandelsorganisation

4 Seite 30
Die Harris- und Trump-Strategien: Friendshoring vs. Protektionismus

5 Seite 33
Transatlantische Wirtschaftsbeziehungen

6 Seite 34
Fazit: Globale Wirtschaftsordnung in einer Zeit geopolitischer Brüche

MITWIRKENDE AUTOREN

Till C. Budelmann Chief Investment Officer

Als CIO von Bergos kommentiert Till Christian Budelmann regelmässig die Geschehnisse an den internationalen Kapitalmärkten und betrachtet diese im Kontext wirtschaftlicher und politischer Trends. Budelmann ist Mitglied der Geschäftsleitung und leitet das Investmentkomitee des Hauses.



Dr. Jörn Quitzau Chefökonom

Dr. Jörn Quitzau ist seit April 2024 Chefökonom der Bergos AG und verantwortet die gesamtwirtschaftliche Analyse. Zuvor war er 17 Jahre für eine deutsche Privatbank in Hamburg tätig.



Peter S. Rashish Vice President und Director Geoeconomics Program

Peter S. Rashish ist Vice President und Director des Geoeconomics Programms beim American-German Institute an der Johns Hopkins University in Washington D.C.



DAS WICHTIGSTE IN KÜRZE

DIE US-WAHLEN GEHEN IN DIE ENTSCHIEDENDE PHASE UND SIND KURZ VOR DER WAHL NOCH IMMER SEHR OFFEN. BERGOS HAT FÜNF SZENARIEN FÜR DEN WAHLAUSGANG. Seite 12

SZENARIO 1

Kamala Harris wird Präsidentin, aber die Demokraten bekommen nicht die Mehrheit in beiden Kammern

In diesem Fall rechnen wir mit einer leicht freundlichen Börsenstimmung und erwarten keine grossen Veränderungen im Vergleich zur aktuellen Präsidentschaft Bidens.

SZENARIO 2

Donald Trump wird Präsident, aber die Republikaner bekommen nicht die Mehrheit in beiden Kammern

In einem solchen Fall könnte es zunächst zu einer eher positiven Bewegung an den US-Märkten kommen.

SZENARIO 3

Die Demokraten stellen die Präsidentin und haben die Mehrheit in beiden Kammern

Zunächst könnte es zu einer allgemeinen «Risk-Off Stimmung» an den Kapitalmärkten kommen, v. a. in den USA.

SZENARIO 4

Die Republikaner stellen den Präsidenten und haben die Mehrheit in beiden Kammern

Dieses Szenario wird vermutlich grössere politische Veränderungen mit sich bringen und könnte zu einer erhöhten temporären Unsicherheit an den europäischen Kapitalmärkten führen.

SZENARIO 5

Chaos

Auch längere Zeit nach der Wahl gibt es kein eindeutiges Ergebnis oder der Ausgang ist so knapp, dass einer der Kandidaten das Ergebnis nicht anerkennt und womöglich sogar anfechtet. Derartige Verzögerungen oder sogar Fragezeichen bezüglich der Stabilität der US-amerikanischen Institutionen würden grosse Unsicherheiten mit sich bringen und zunächst für eine negative Bewegung und erhöhte Volatilität an den globalen Kapitalmärkten sorgen.

Wirtschaftspolitisch hat ein Paradigmenwechsel stattgefunden

Das zeigt sich nicht nur an der protektionistischen Ausrichtung beider Parteien, sondern auch in anderen Bereichen der allgemeinen Wirtschaftspolitik. «Big government» ist wieder en vogue. Die Zeit der Hyper-Globalisierung ist vorbei.

Nichtangriffspakt beim Thema Staatsschulden?

Die hohen Staatsschulden spielen im Wahlkampf praktisch keine Rolle. Unabhängig vom Wahlausgang drohen hohe Haushaltsdefizite und steigende Staatsschulden. Die grossen Ausgabenposten sollen nicht angetastet werden. Kurz- und mittelfristig stützen die hohen Defizite die Konjunktur. Langfristig sind die steigenden Staatsschulden ein Risiko für die USA und damit auch für das internationale Finanzsystem.

Trump setzt auf Abschottung

Neben der restriktiven Handelspolitik plant Donald Trump eine drastische Reduktion der Zuwanderung sowie umfassende Rückführungen von Zuwanderern. Beides drückt auf das Wachstum und wirkt preistreibend. Positiv ist: Trump plant keine Steuererhöhungen und hat Bürokratieabbau/Deregulierung angekündigt.

Kamala Harris setzt auf höhere Steuern für Unternehmen und Wohlhabende

Kamala Harris möchte die unteren und mittleren Einkommen entlasten, zumindest aber nicht weiter belasten. Höhere Steuern sind für Unternehmen, Hocheinkommensbezieher und Vermögende geplant.

Wachstumspotenzial wird nicht ausgeschöpft

Die wirtschaftspolitischen Konzepte von Trump und Harris sprechen nicht dafür, dass das Potenzial der amerikanischen Wirtschaft ausgeschöpft werden kann. Modellrechnungen zeigen für die Konzepte von Trump, dass das Wachstum deutlich belastet und die Inflation spürbar höher ausfallen würde, wenn seine Pläne vollständig umgesetzt würden. Insofern würden Trumps Pläne wohl nur deutlich abgeschwächt umgesetzt werden.

Unabhängigkeit der US-Notenbank Fed in Gefahr?

Donald Trump möchte für sich ein Mitspracherecht bei geldpolitischen Entscheidungen. Die Unabhängigkeit der Fed zu beschneiden ist aber nicht einfach. Grössere Gefahr droht durch die anhaltend expansive Finanzpolitik und die hohen Staatsschulden («Fiskalische Dominanz»). Diese Gefahr droht unabhängig vom Wahlausgang, weil weder Trump noch Harris Pläne für eine Konsolidierung des Haushalts haben.

Neubewertung der internationalen Lage

Die Präsidentschaftswahlen finden in einer Zeit statt, in der die ideologischen Grundlagen, die institutionellen Arrangements und die Rechtsgrundlagen für die Beteiligung der USA am internationalen Wirtschaftssystem neu bewertet werden. Die Wahl von Kamala Harris oder Donald Trump wird sehr unterschiedliche Auswirkungen auf die Vereinigten Staaten als geoökonomische Macht haben, aber keiner von beiden wird das Land zum Status quo vor 2016 zurückbringen.

Globalisierungskritik in den USA

Innenpolitisch hat in den USA zur Globalisierungskritik beigetragen, dass die Verteilungseffekte der Handelsliberalisierung nicht abgedeckt wurden. Der «China-Schock», der zu wirtschaftlichen Verwerfungen in den Industrieregionen führte, und die Unfähigkeit der Welthandelsorganisation, Chinas subventionierte Überkapazitäten im verarbeitenden Gewerbe zu disziplinieren, haben ebenfalls eine Rolle gespielt.

Handelspolitik: Unterschiedliche Ansätze von Trump und Harris

Donald Trump würde einen Ansatz für die Weltwirtschaft verfolgen, der gekennzeichnet wäre durch: eine Ablehnung der derzeitigen regelbasierten Ordnung, Protektionismus (einschliesslich allgemeiner Zölle von 10-20 % und einer Abwertung des Dollars) und Zwangsmassnahmen gegenüber der handels- und technologiepolitischen Herausforderung durch China. Obwohl Kamala Harris keine neuen Freihandelsabkommen auf den Weg bringen würde, würde sie eine geoökonomische Agenda verfolgen, die sich auf die Annäherung mit gleichgesinnten Ländern konzentriert, insbesondere im Hinblick auf den Klimaschutz.

Koalitionsbildung

Die USA werden eine breite Koalition anführen müssen, um die überholten Regeln der gegenwärtigen Weltwirtschaftsordnung zu reformieren. Doch der Erfolg wird von der Zusammenarbeit mit Ländern abhängen, die zwar die wirtschaftlichen Werte der USA teilen, sich aber geopolitisch nicht angleichen wollen. In der 2025 beginnenden Amtszeit des Präsidenten wird sich zeigen, ob die Vereinigten Staaten versuchen werden, das internationale Wirtschaftssystem zu demontieren, ob sie nur am Spielfeldrand stehen oder sich an die Spitze der Bemühungen um eine Erneuerung stellen.

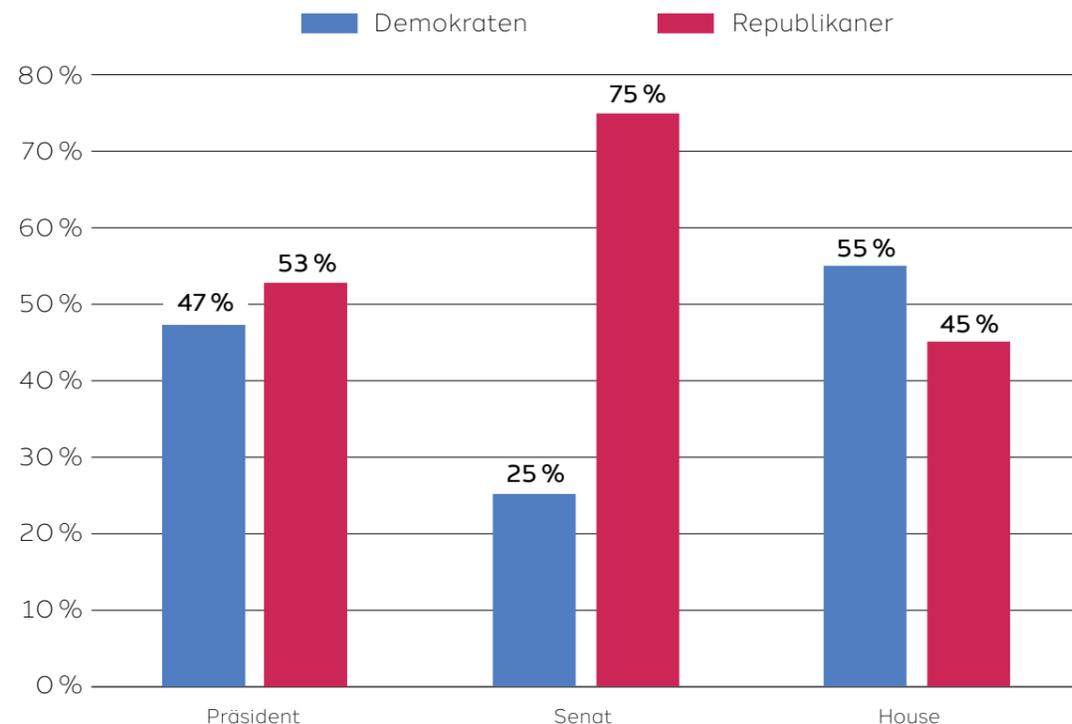


KNAPPES RENNEN UM DAS WEISSE HAUS

SZENARIOANALYSE INKLUSIVE MÖGLICHER IMPLIKATIONEN FÜR DIE KAPITALMÄRKTE
TILL C. BUDELMANN, BERGOS AG

Die US-Wahlen gehen in die entscheidende Phase. Wenige Wochen vor dem Wahltag am 5. November scheint die demokratische Kandidatin Kamala Harris einen leichten Vorsprung in Bezug auf die Gesamtstimmen («Popular Vote») gegenüber dem republikanischen Ex-Präsidenten Donald Trump aufgebaut zu haben. In der Vergangenheit gab es allerdings jeweils einen sogenannten «Polling Error» zu Ungunsten Trumps. Im Jahr 2016 und 2020 hat Trump letztendlich besser abgeschnitten, als es die Umfragen im Vorfeld suggeriert hatten. Davon ist dieses Mal eher nicht auszugehen. Wir gehen vielmehr davon aus, dass die Mo-

delle inzwischen entsprechend kalibriert wurden. Allerdings wird es Anfang November nicht nur auf die Wahl des Präsidenten ankommen. Eine mindestens genauso grosse Bedeutung kommt der künftigen Konstellation im Kongress zu. Denn nicht nur der Präsident wird gewählt, sondern auch das gesamte Repräsentantenhaus mit 435 Sitzen und etwa ein Drittel des Senats (34 Sitze von 100). Grundsätzlich ist mit deutlicheren Politikänderungen vor allem dann zu rechnen, wenn die Partei des künftigen US-Präsidenten auch in beiden Kammern des Kongresses über eine stabile Mehrheit verfügt. In einem solchen Fall dürften



US-Wahlen 2024 (Wahrscheinlichkeiten)
Quelle: Bergos AG. Eigene Projektion per 16.10.2024

auch stärkere Reaktionen in bestimmten Segmenten des Finanzmarktes einsetzen und nachhaltig die Wirtschaftsaussichten der USA prägen. Derzeit befindet sich mit dem Senat eine der beiden Kammern in der Hand der Demokraten und mit dem Repräsentantenhaus die andere in der Hand der Republikaner.

Basierend auf den einschlägigen statistischen Modellen¹ und Expertenmeinungen² erscheint eine Mehrheit für eine der beiden Parteien in beiden Kammern aktuell als unsicher und für die Demokraten dabei als unwahrscheinlicher als für die Republikaner. Aktuell betrachten wir die Republikaner als favorisiert, um die Mehrheit im Senat zurückzuerobieren, während die Demokraten einen leichten Vorteil zu besitzen scheinen, wieder die Kontrolle über das Repräsentantenhaus übernehmen zu können.

Ein weiteres Detail, das es zu berücksichtigen gilt, ist, dass für die Wahl zum US-Präsidenten nicht die Wählerstimmen, sondern die Wahlmännerstimmen entscheidend sind. Zur Erinnerung: Hillary Clinton bekam vor 8 Jahren 66 Mio. Stimmen, Trump hingegen nur 63 Mio. – sie lag damit über zwei volle Prozentpunkte vor Trump. Allerdings wurde Trump am Ende von 304 Wahlmännern gewählt (Clinton von 227, sieben stimmten für keinen der beiden). Es gilt also im Vorfeld der Wahl weniger auf die mögliche Gesamtstimmenverteilung («Popular Vote») zu schauen, sondern vor allem auf die potenziellen Verhältnisse im «Electoral College». Entsprechend wichtig werden die Resultate in den sogenannten «Swing States» sein, also in jenen Bundesstaaten, in denen sich beide Parteien berechnete Hoffnungen auf einen Sieg machen dürfen. Hier gilt es insbesondere die folgenden Staaten im Auge zu haben (alphabetische Reihenfolge): Arizona, Georgia, Michigan, Nevada, North Carolina, Pennsylvania und Wisconsin. Die höchste «Tipping-Point»-Wahrscheinlichkeit fällt dabei Pennsylvania zu.

Angesichts der Komplexität der Wahl und des derzeit knappen Rennens, insbesondere um das Weisse Haus und das Repräsentantenhaus, beleuchten wir verschiedene Szenarien. Je nach Ausgang dürften die Auswirkungen auf die Kapitalmärkte unterschiedlich ausfallen. Wir beziffern die Eintrittswahrscheinlichkeiten für die unterschiedlichen Szenarien und zeigen, welche Konsequenzen die möglichen Ergebnisse für die globalen Finanzmärkte und einzelne Marktsegmente haben könnten. Die Geschichte hat gezeigt, dass Investoren in der Regel eine Konstellation wie in

den vergangenen beiden Jahren favorisieren, in der sich der Präsident mit einem Kongress arrangieren muss und seine Partei maximal in einer der Kammern des Kongresses über eine Mehrheit verfügt.

SZENARIO 1

Kamala Harris wird Präsidentin, aber die Demokraten bekommen nicht die Mehrheit in beiden Kammern

Eintrittswahrscheinlichkeit 20 %

Dieses Szenario wird mit einer Wahrscheinlichkeit von aktuell 20% Realität werden. In diesem Fall rechnen wir (ceteris paribus) mit einer leicht freundlichen Börsenstimmung und würden keine grossen Veränderungen im Vergleich zur aktuellen Präsidentschaft Bidens erwarten. Infrastrukturprogramme und die Förderung alternativer Energien dürften unter Harris im Wesentlichen weitergeführt werden. Viele der Wahlkampfansagen - wie beispielsweise die Erhöhung der Körperschaftssteuer von 21% auf 28% - wären unter einem geteilten Kongress nicht umsetzbar. Erleichterung sollte insbesondere in Europa und den Schwellenländern einsetzen, da Harris in Handelsthemen einen etwas versöhnlicheren Ton als Trump anschlagen dürfte. Bezüglich der Sektoren erwarten wir, dass vor allem die Titel von Unternehmen profitieren werden, die im Bereich erneuerbarer Energien tätig sind. Einen schweren Stand hätten dagegen Unternehmen, die mit fossilen Energien ihr Geld verdienen. Zudem könnte der Gesundheitssektor durch höhere Staatsausgaben für Gesundheitsprogramme und die Ausweitung erschwinglicher Gesundheitsversorgungsoptionen Auftrieb erhalten.

¹Bspw. Silver Bulletin oder FiveThirtyEight

²Bspw. Cook Political Report, Sabato's Crystal Ball oder Inside Elections

SZENARIO 2

Donald Trump wird Präsident, aber die Republikaner bekommen nicht die Mehrheit in beiden Kammern

Eintrittswahrscheinlichkeit 12 %

Den Eintritt dieses Szenarios versehen wir aktuell mit einer Wahrscheinlichkeit von 12 %. In einem solchen Fall könnte es zunächst zu einer eher positiven Bewegung an den US-Märkten kommen. Betrachtet man die grossen Linien, dann setzt Trump vor allem auf Steuersenkungen, Deregulierung, «fairere» Handelsabkommen und Freisetzung der Energiereserven. Profitieren dürften in diesem Szenario traditionelle Energieunternehmen, wie beispielsweise Öl- und Gasproduzenten. Unternehmen, die auf erneuerbare Energien setzen, dürften es hingegen schwerer haben. Im Allgemeinen könnte das erratische Vorgehen Trumps in der Aussenpolitik und der aggressive Umgang mit den Handelspartnern wie in der ersten Amtszeit zu einer Belastung werden.

Bei einem geteilten Kongress wäre Trump vermutlich nicht in der Lage, die Steuern weiter zu senken. Trump würde sich wahrscheinlich auf die Einwanderungs- und Handelspolitik konzentrieren, wie er es in der zweiten Hälfte seiner ersten Amtszeit getan hat. Die von Trump vorgeschlagenen zusätzlichen Zölle von 10 % auf alle Importe und 60 % auf chinesische Waren würden die Preise in die Höhe treiben und die Inflation in den USA anheizen, was möglicherweise zu einer etwas vorsichtigeren Haltung der Fed führen würde. Längerfristig könnten höhere US-Zölle, Vergeltungsmassnahmen anderer Länder und ein Arbeitskräftemangel aufgrund geringerer Zuwanderung das Trendwachstum in den USA schwächen. Für die europäischen Unternehmen würde Trumps Rückkehr ins Weisse Haus erhebliche handelspolitische und geopolitische Unsicherheit bedeuten, was sich negativ auf das Wachstum auf dem Kontinent auswirken würde.

SZENARIO 3

Die Demokraten stellen die Präsidentin und haben die Mehrheit in beiden Kammern

Eintrittswahrscheinlichkeit 12 %

Unter einer Präsidentin Harris, die von beiden Kammern des Kongresses unterstützt wird, könnte es zunächst per Saldo zu einer allgemeinen «Risk-Off Stimmung» an den Kapitalmärkten kommen. Viele der Wahlversprechen, die in Szenario 1 aufgrund des geteilten Kongresses nur schwer umsetzbar sind, werden bei einem Durchregieren der Demokraten wahrscheinlich. Darunter fällt die Erhöhung der Unternehmenssteuer von 21 % auf 28 %. Dies dürfte sich negativ auf die (vor allem US-)Aktienmärkte auswirken, weil die Steuern die Gewinne der Unternehmen offensichtlich direkt beeinflussen. Darunter würden insbesondere inländisch operierende Unternehmen leiden. Zudem dürften sich die Steuererhöhungen eher negativ auf den US-Dollar auswirken. Profitieren dürften wie in Szenario 1 die Unternehmen, die sich auf erneuerbare Energien fokussieren, und der Gesundheitssektor. Im Gegensatz zu einem Durchmarsch der Republikaner (Szenario 4) dürfte die zukünftige Politik unter Kamala Harris, auch wenn sie beide Kammern des Kongresses hinter sich hat, deutlich berechenbarer sein. Auch wäre die USA unter einer Administration Harris der verlässlichere internationale Bündnispartner. Dies dürfte die Kapitalmärkte längerfristig beruhigen und insbesondere Europa und den Schwellenländern in einem zweiten Schritt Auftrieb geben. Wir bewerten die Eintrittswahrscheinlichkeit eines solchen Szenarios mit 12 %.

SZENARIO 4

Die Republikaner stellen den Präsidenten und haben die Mehrheit in beiden Kammern

Eintrittswahrscheinlichkeit 36 %

Dieses Szenario wird vermutlich grössere politische Veränderungen mit sich bringen und könnte zu einer erhöhten temporären Unsicherheit an den (vor allem europäischen) Kapitalmärkten führen. Davon dürften sichere Anlagehäfen wie Gold, aber auch der US-Dollar und der Schweizer Franken zumindest kurzfristig profitieren. Auch dürfte sich Trump durch das eindeutige Mandat ermuntert fühlen, die internationalen Handelszölle in vollem Umfang einzuführen, was sich deutlich negativ auf Europa und auch die Schwellenländer auswirken sollte. Mit dem Kongress in republikanischer Hand wäre die Senkung der Körperschaftssteuer von 21 % auf 15 % vermutlich durchsetzbar. Trump würde versuchen Druck auf die Fed auszuüben und seine wirtschaftspolitische Agenda könnte zu einem erneuten Anstieg der Inflation führen. Grundsätzlich dürften relativ der US-Aktienmarkt und der US-Dollar profitieren. Mit Blick auf die Anleihenmärkte könnte die «America First» Politik mit einem Haushaltsdefizit einhergehen und zu einer Erhöhung der Kreditrisikoprämie bzw. zu einer Verschiebung der Zinsstrukturkurve führen. Den Eintritt eines solchen Szenarios 4 beziffern wir derzeit mit einer Wahrscheinlichkeit von 36 %.

SZENARIO 5

Chaos

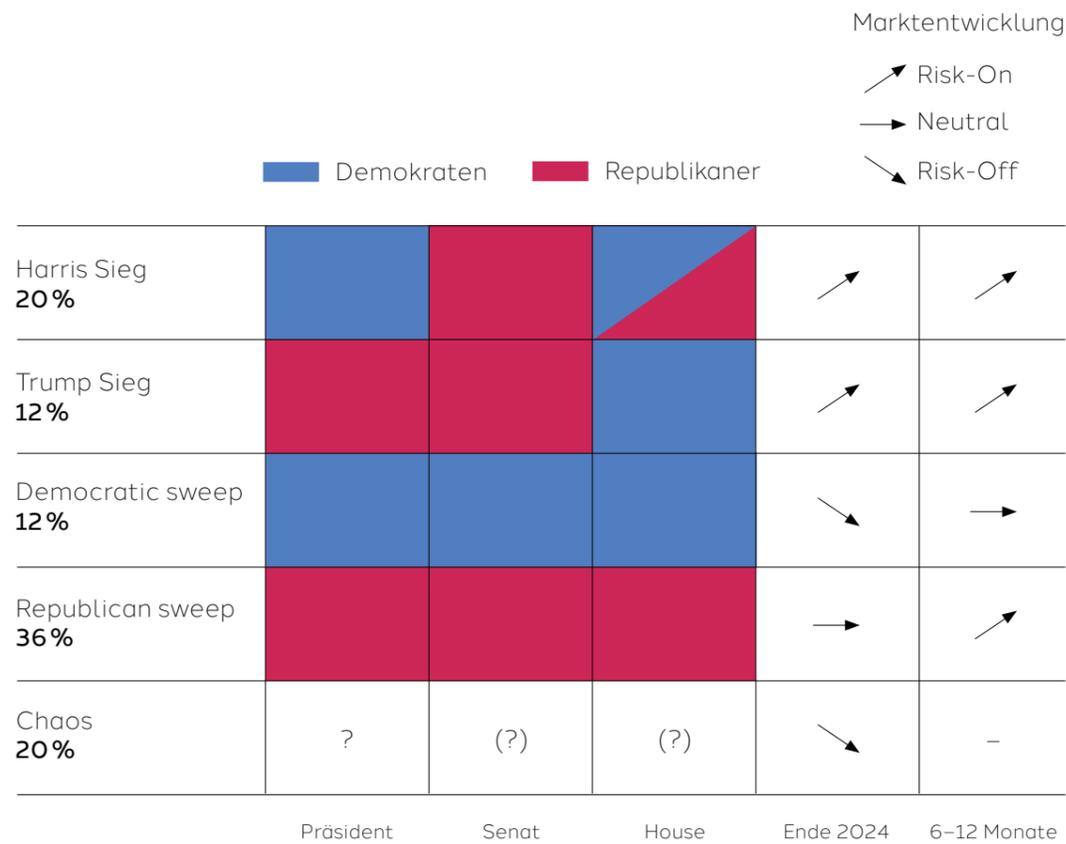
Eintrittswahrscheinlichkeit 20 %

Die Marktteilnehmer sollten sich ebenfalls darauf einstellen, dass das Ergebnis am Wahltag bzw. am Tag danach noch nicht feststehen könnte. Es besteht hingegen sogar das Risiko, dass es auch längere Zeit nach der Wahl kein eindeutiges Ergebnis geben wird oder der Ausgang so knapp ist, dass einer der Kandidaten das Ergebnis nicht anerkennen und anfechten wird. Vor allem bei einem engen Wahlausgang zugunsten von Harris muss damit gerechnet werden, dass Trump die Wahl anfechten wird. Im extremen Fall liegt es, wie bei der Wahl im Jahr 2000, am Obersten Gerichtshof, über das Ergebnis zu entscheiden. Derartige Verzögerungen oder sogar Fragezeichen bezüglich der Stabilität der US-amerikanischen Institutionen würden grosse Unsicherheiten mit sich bringen und zunächst für eine negative Bewegung und erhöhte Volatilität an den globalen Kapitalmärkten sorgen. Ein breitangelegter Rückzug aus Risiko-Assets würde zu einer tieferen Zinsstrukturkurve führen und für die Flucht in sicherere Anlageklassen wie z. B. Gold sprechen. Wir beziffern die Eintrittswahrscheinlichkeit eines solchen «Chaos» nach der Wahl mit 20 %. Langfristig mündet aber auch dieses Szenario in einer der vier anderen Möglichkeiten. Eine irreversible Beschädigung der US-amerikanischen Institutionen erwarten wir nicht.

Grundsätzlich stellt sich die Frage, ob Positionierungen im Vorfeld mit der nötigen Überzeugung eingegangen werden können. Unbestritten ist, dass die US-Präsidentenwahl immer eine gewisse Unsicherheit mit sich bringen, die die Märkte nicht mögen. Dementsprechend ist im Vorfeld des Wahltags mit einer erhöhten Volatilität zu rechnen. Sobald das Ergebnis bekannt ist und die Politik absehbar wird, hat die Volatilität in der Vergangenheit jedoch auch schnell wieder abgenommen – und sei es mit einer Verzögerung von mehreren Wochen oder Monaten. Die Historie zeigt zudem, dass sich die Aktienmärkte unter beiden Parteien in den Monaten nach den Wahlen grösstenteils positiv entwickelt haben. Der US-Aktienmarkt, gemessen am S&P 500, stieg historisch in den 12 Monaten nach den Wahlen durchschnittlich um mehr als 10 Prozentpunkte.

US WAHLEN

SZENARIEN



Wahl-Szenarien (Wahrscheinlichkeiten)
Quelle: Bergos AG. Eigene Projektion per 16.10.2024

WIRTSCHAFTS- POLITIK IM FOKUS

DR. JÖRN QUITZAU, BERGOS AG

1 Paradigmenwechsel in der Wirtschaftspolitik

Als Donald Trump 2017 Präsident der Vereinigten Staaten von Amerika wurde, brach er Tabus. Mit seiner «America First»-Politik, dem Handelskrieg mit China und den Handelsstreitigkeiten mit der Europäischen Union hat Donald Trump eine neue Zeitrechnung eingeläutet. Die liberale Wirtschaftsordnung geriet zum zweiten Mal binnen weniger Jahre ernsthaft in Bedrängnis. Zuvor hatte bereits die globale Finanzkrise Zweifel am Primat liberalisierter Märkte aufkommen lassen. Damals hatte sich die Kritik aber hauptsächlich auf die global vernetzten Finanzmärkte bezogen. Mit Donald Trumps Präsidentschaft geriet dann auch die Globalisierung der Realwirtschaft unter Beschuss.

Trump's handelspolitische Vorstellungen leiteten einen Paradigmenwechsel ein. Internationale Arbeitsteilung und freier Handel wurden nun nicht mehr als Grundlage für die Wohlstandsmehrung im Interesse aller Beteiligten gesehen. Nach Trumps Auffassung war freier Handel vor allem eines: schädlich für die amerikanische Industrie und die amerikanischen Arbeitsplätze.

Mit der Pandemie und dem Russland-Ukraine-Krieg rückte später die Unterbrechung von Lieferketten und damit das Thema Versorgungssicherheit in den Fokus. In der Praxis wurde somit bestätigt, was zu den grundlegenden volkswirtschaftlichen Erkenntnissen gehört: Arbeitsteilung und Spezialisierung sind zwar ein Treiber für Effizienz und Wohlstand, aber durch Arbeitsteilung und Spezialisierung entstehen auch Abhängigkeiten.

Die Phase der Hyper-Globalisierung war insofern von einer gewissen Sorglosigkeit und Naivität geprägt. Auch wurden die Verteilungsaspekte zu wenig berücksichtigt: Während in den USA die Menschen im oberen Einkommensfünftel – und insbesondere das oberste Prozent – in den vergangenen Dekaden seit 1970 kräftig gestiegen waren, stagnierten die inflationsbereinigten Einkommen in der unteren Hälfte der Einkommensskala weitgehend. Bei einem solchen Befund liegt es auf der Hand, dass die unterschiedlichen Einkommenschichten auch unterschiedliche Einstellungen zur globalisierten Wirtschaft haben. Doch statt die Gestalt der Globalisierung punktuell und zielgerichtet zu korrigieren, schlug das Pendel nun in die andere Richtung aus. Trumps Handelspolitik, die Pandemie und der Krieg in der Ukraine haben zu dem geführt, was heute unter dem Begriff Deglobalisierung zusammengefasst wird.

Die Welt hat einen wirtschaftspolitischen Paradigmenwechsel erlebt, der nicht mehr nur mit dem Namen Donald Trump in Verbindung gebracht werden kann. Trump hat damals das Tabu gebrochen. Doch seine Präsidentschaft war nach vier Jahren beendet, ohne dass das auch das Ende seiner Experimente bedeutet hätte. Joe Biden hat Trumps Politik nur teilweise rückgängig gemacht. Die harte Haltung gegen China und die protektionistische Ausrichtung seines Amtsvorgängers hat Biden fortgesetzt. Zumindest hat Biden erwartungsgemäss die Beziehungen zwischen den USA und Europa wieder verbessert, auch wenn es zu grösseren Projekten wie etwa dem Transatlantischen Freihandelsabkommen TTIP nicht gekommen ist. Insgesamt hat Joe Biden in seiner Amtszeit keine neuen Freihandelsabkommen verhandelt.¹

¹ Vgl. Mildner (2024), *Handelspolitik für die Mittelschicht – Re-industrialisierung, „Economic Security“ und die Zukunft der US-Handelspolitik*, in: ifo Schnelldienst 9/2024.

Gänzlich unbelastet war das transatlantische Verhältnis aber auch während der Biden-Präsidentschaft nicht. Mit dem «Inflation Reduction Act» und anderen Programmen setzte Biden starke industriepolitische Akzente. Der «America First»-Ansatz ist auch Joe Biden nicht fremd, nur eben in freundlicherem und kooperativerem Ton.² Strategische Industrie- und Handelspolitik zum Schutz der heimischen Wirtschaft ist heute kein rein amerikanisches Phänomen mehr. Sie wird inzwischen in vielen – auch europäischen – Ländern praktiziert. «Big Government», also ein starker Einfluss des Staates, ist wieder en vogue.

2 Wirtschaftspolitische Ansätze der Kandidaten

Wie geht es weiter? Welche Wirtschaftspolitik ist von den beiden Kandidaten zu erwarten? Die unerfreuliche Antwort ist: Weder Kamala Harris noch Donald Trump werden umfassend auf die Kraft marktwirtschaftlicher Lösungen setzen. Stattdessen wollen beide – auf ihre jeweils eigene Art – weiterhin einen starken staatlichen Einfluss auf die Wirtschaft.

Die wirtschaftspolitischen Positionen der beiden Kandidaten können nur auf Basis ihrer bisherigen Äusserungen und Veröffentlichungen bewertet werden. Nun haben Absichtserklärungen aus dem Wahlkampf oft eine geringe Halbwertszeit. Das gilt umso mehr, wenn der politische Gegner ein Mitspracherecht hat. Sollte es also zu einem gespaltenen Kongress kommen (s. unsere Szenarioanalyse im ersten Abschnitt), werden aussergewöhnliche Vorhaben vielfach deutlich geschliffen. Prognosen über quantitative Effekte einzelner wirtschaftspolitischer Vorschläge sind insofern nur Szenario-Rechnungen. Bei handelspolitischen Massnahmen kommt es für die makroökonomischen Effekte sehr darauf an, inwiefern die Handelspartner der USA ihrerseits mit Zöllen reagieren («Retorsionszoll»). Wir werden einige Berechnungen dennoch zitieren, um zumindest Anhaltspunkte für die potenzielle Wirkung einzelner Politikmassnahmen zu geben.

² Vgl. Mildner (2024), a.a.O.

Handelspolitik: Beide Kandidaten agieren protektionistisch

Gemeinsam ist Kamala Harris und Donald Trump ein protektionistischer Ansatz. Beide würden auf erhebliche Teile des wohlstandsfördernden Freihandels verzichten. Dieser Verzicht geht offenbar über ein Mass hinaus, das aus geoökonomischen Gründen, also u. a. für eine höhere Unabhängigkeit von autokratischen Ländern, zu rechtfertigen wäre, denn sonst würden Freihandelsbestrebungen etwa mit der befreundeten EU intensiviert. Trotz der gemeinsamen protektionistischen Grundhaltung – neue Freihandelsabkommen sind von beiden Kandidaten nicht zu erwarten – wäre eine weitere Amtszeit Donald Trumps geoökonomisch und geopolitisch wohl deutlich unwägbarer als eine Präsidentschaft von Kamala Harris. Harris würde protektionistische Massnahmen wahrscheinlich zielgerichteter einsetzen als Trump und sie wäre für befreundete Staaten wohl verlässlicher und berechenbarer.

Trump hingegen hat sehr weitreichende, protektionistische Pläne: So schwebt ihm ein allgemeiner Basiszoll in Höhe von 10% bis 20% auf alle Importe vor. Auf chinesische Produkte soll der Zoll 60% betragen, auf Autos könnten sogar Zölle in Höhe von 100% erhoben werden.

Der allgemeine Basiszoll würde die wichtigsten Handelspartner der USA besonders stark treffen: Kanada, China, Japan, Mexiko und Deutschland. Auch die USA müssten mit Wachstumseinbussen rechnen. Für den wahrscheinlichen Fall, dass andere Länder mit Retorsionszöllen reagieren, schätzt das Peterson Institute for International Economics den Wachstumseffekt für die USA auf -0,9% im Jahr 2026. Das heisst, ohne die Zollerhebung in Höhe von 10% könnte das amerikanische BIP 2026 um 0,9% höher liegen. Die Inflation würde in diesem Szenario um 1,3% höher liegen. Der 60%-Zoll auf chinesische Importe würde bei chinesischen Gegenmassnahmen zusätzlich zu einem BIP-Effekt von -0,2% und einem Inflationseffekt von +0,7 Prozentpunkten führen.³ Zu ähnlichen BIP-Effekten kommen Berechnungen des *Instituts der deutschen Wirtschaft (IW Köln)*.⁴

Europa wäre insbesondere über die grösste Volkswirtschaft, Deutschland, von den verschärften Handelskonflikten betroffen. Für Deutschland sind die USA das wichtigste Exportland (Abbildung S.16). Nimmt man die Importe hinzu, liegt China als Handelspartner auf Platz 1. Doch auch hier könnten die USA bald vor China liegen, da die Importe aus China stark sinken.⁵ In jedem Fall hat Deutschland mit den USA und China ausgerechnet die beiden Länder als wichtigste Handelspartner, die untereinander einen ernsthaften Handelskonflikt austragen. Für Deutschland und für Europa gilt zudem, dass für sie die Handelsbeziehungen mit den USA einen grösseren Stellenwert haben als andersherum. Gut 8% der industriellen Wertschöpfung in Europa gehen direkt oder indirekt in die Vereinigten Staaten, dagegen hängen nur rund 3,3% der industriellen Wertschöpfung in den USA von der Nachfrage in der EU ab.⁶ Mit anderen Worten: Für die EU steht prinzipiell mehr auf dem Spiel als für die USA.

Modellrechnungen, die auch die internationalen Verflechtungen berücksichtigen, kommen zu dem Ergebnis, dass die deutschen Exporte insgesamt um 2% fallen würden.⁷ Dabei wird ein Einfuhrzoll in Höhe von 60% auf Importe aus China unterstellt und 20% für alle anderen Importe. Die Berechnungen zeigen einen handelsumleitenden Effekt. Die rückläufigen Ausfuhren in die USA würden zum Teil durch Exporte in andere Länder, vor allem Kanada und Mexiko, ausgeglichen.

³ Vgl. McKibbin/Hogan/Noland (2024), [How much would Trump's plans for deportations, tariffs, and the Fed damage the US economy?](#), Peterson Institute for International Economics.

⁴ Vgl. Obst/Sultan/Matthes (2024), [Handelspolitische Konsequenzen einer Wiederwahl von Donald Trump](#), in: ifo Schnelldienst 9/2024.

⁵ Vgl. Viklenko (2024), [Ist China bald nicht mehr Deutschlands größter Handelspartner?](#), German Trade & Invest.

⁶ Vgl. Baur/Flach/Hillrichs (2024), [Deutsch-amerikanische Handelsbeziehungen vor der US-Wahl: Auswirkungen eines Trump-Comebacks](#), in: ifo Schnelldienst 9/2024.

⁷ Vgl. Baur/Flach/Hillrichs (2024), a.a.O.

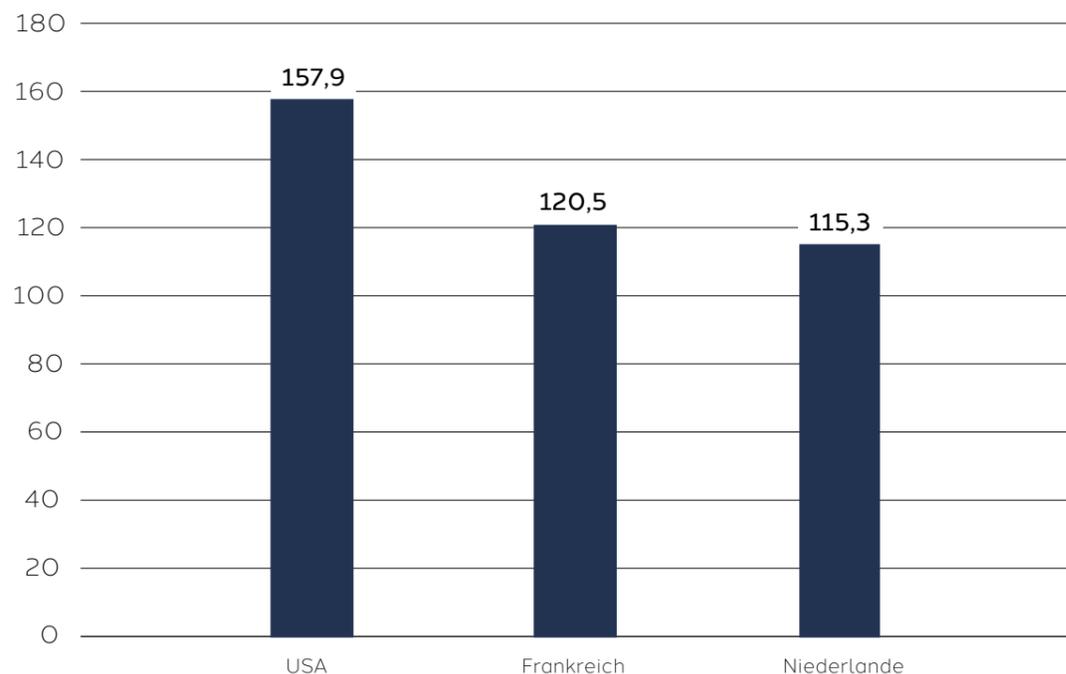
⁸ Einen guten Überblick über die migrationspolitischen Absichten gibt Hogan (2024), [Trump vs. Harris on immigration: Future Policy Proposals](#), Peterson Institute for International Economics.

Migration: Höhere Inflation und schwächeres Wachstum?

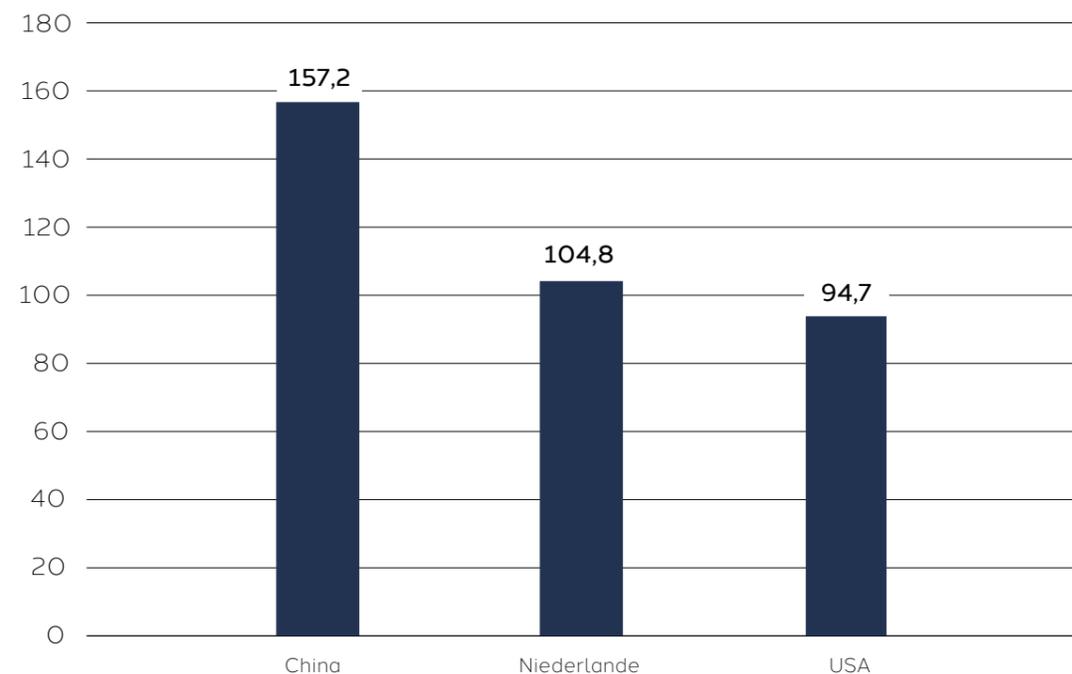
Migration ist in den USA – wie in vielen anderen Ländern – ein dominierendes Thema. Aus modelltheoretischer Sicht ist grenzüberschreitende Arbeitskräftemobilität positiv zu bewerten. Arbeitskräfte wandern dorthin, wo sie am dringendsten gebraucht werden und die höchste Produktivität entfalten können. Aus dieser modelltheoretischen Perspektive ist kaum zu verstehen, warum in vielen Ländern grenzüberschreitende Migration so kritisch gesehen wird. Einfache Modelle zur Arbeitskräftemobilität beinhalten allerdings häufig die Aspekte nicht, die in der realen Welt für Probleme sorgen. Für Migrationsentscheidungen sind in der Praxis nicht allein die Löhne, welche den Bedarf der Unternehmen bzw. Arbeitsmärkte anzeigen, ausschlaggebend. Für potenzielle Migranten spielen neben den Chancen auf dem Arbeitsmarkt auch etwaige Sozialleistungen in den Zielländern eine Rolle. Dies macht insbesondere die europäischen Sozialstaaten für Migranten attraktiv.

In den USA ist der Sozialstaat weit weniger ausgeprägt. Doch auch hier gibt es verschiedene Faktoren, die zu Reibungen zwischen der inländischen Bevölkerung und Einwanderern führen können. So kommt es nicht nur zur Konkurrenz auf dem Arbeitsmarkt, sondern auch um Wohnraum und um andere knappe und öffentliche Güter. Von diesen Konkurrenzsituationen sind unterschiedliche gesellschaftliche Gruppen sehr unterschiedlich betroffen. Daraus resultieren oft unterschiedliche Haltungen zur Migrationsfrage. Ob Einwanderung letztlich zu gesellschaftlichen Spannungen führt, hängt nicht nur von ihrem Umfang ab, sondern auch von ganz alltäglichen kulturellen Faktoren. In der Praxis verlangt Migration gerade dann, wenn sie in grossem Umfang stattfindet, sowohl den Zuwanderern als auch der einheimischen Bevölkerung viel ab. Deshalb ist die Migration zu einem so bedeutenden Thema geworden.

Donald Trump ist bekannt für seine harte Haltung gegenüber Migration. Er beabsichtigt, die Migration zu begrenzen und möglicherweise sogar (illegale) Migranten in grösserem Umfang auszuweisen.⁸ Insgesamt beabsichtigt Trump, neue Massnahmen zu ergreifen und Massnahmen aus seiner ersten Präsidentschaft wiederzubeleben. Seine



Deutsche Exporte 2023 in Mrd. Euro
Quelle: Destatis



Deutsche Importe 2023 in Mrd. Euro
Quelle: Destatis

Vorhaben zielen praktisch durchweg auf eine Begrenzung bzw. Umkehrung der Zuwanderung.

Besondere Aufmerksamkeit zieht Trumps Plan auf sich, (illegale) Migranten in grossem Stil abzuschieben. Wie für viele Ankündigungen von Donald Trump gilt, dass seine Pläne nicht ohne Weiteres umsetzbar sind. So sind die Zuwanderer ein wichtiger Stützpfeiler auf dem Arbeitsmarkt. Ihr Weggang würde eine Lücke beim Angebot von Dienstleistungen und in der Produktion reissen. Gemäss Berechnungen des *Peterson Institute for International Economics* könnte in einem Szenario mit massiven Abschiebungen die US-Wirtschaft bis 2028 nahezu stagnieren. Auch würde ein Verzicht auf weitere Zuwanderer oder gar deren teilweise Ausweisung insbesondere in Kombination mit hohen Einfuhrzöllen zu einem Anstieg der Verbraucherpreise führen. Die Folgen in diesem Extrem-Szenario wären so stark, dass Donald Trump im Fall eines Wahlsieges wohl sehr viel selektiver vorgehen würde, als er es im Wahlkampf andeutet.

Ein Effekt sollte bei diesem Thema nicht vergessen werden: Der ständige Zustrom billiger ausländischer Arbeitskräfte drückt im unteren Lohnsegment permanent auf die Löhne. Eine Verknappung des Arbeitskräfteangebots hätte somit eine potenziell lohnsteigernde Wirkung für die inländischen Arbeitskräfte. Möglicherweise ist dieser verteilungspolitische Aspekt im Kampf um Wählerstimmen zumindest ein Nebenaspekt von Trumps migrationspolitischen Vorstellungen.

Im Vergleich zu Donald Trumps Vorhaben handelt es sich bei den Plänen von Kamala Harris um migrationspolitische Feinststeuerung. Es geht ihr eher darum, die Migration in geordnetere Bahnen zu bringen als darum, sie deutlich zu begrenzen. Nennenswerte gesamtwirtschaftliche Effekte sind von Harris' Migrationsplänen nicht zu erwarten.

Steuerpolitik und soziale Gerechtigkeit: Grosse Unterschiede

Steuerpolitisch unterscheiden sich die Pläne von Donald Trump und Kamala Harris deutlich. Trump beabsichtigt, die während seiner Amtszeit im Rahmen des «Tax Cuts and Jobs Act» beschlossenen Steuersenkungen dauerhaft zu übernehmen. Ansonsten würden sie 2025 enden. Die Körperschaftsteuer sollte möglichst sogar noch weiter auf 15 % sinken. Trinkgelder würde Donald Trump genau wie Kamala Harris steuerfrei stellen. Steuererhöhungen sieht Trump nicht vor. Zusätzliche Einnahmen würde es unter Donald Trump nur durch die höheren Zollsätze geben.

Kamala Harris beabsichtigt dagegen, den Körperschaftsteuersatz von aktuell 21 % Richtung 28 % anzuheben. Darüber hinaus würde sie Steuern für Gutverdienende und Vermögende erhöhen. Für die sogenannten normalen Einkommen, zu denen alle Jahreseinkommen bis 400'000 US-Dollar zählen, sollen die Steuern nicht steigen. Es sind sogar Steuererleichterungen geplant, so sollen die Kinderfreibeträge steigen.

Mit den steuerpolitischen Massnahmen von Harris/Walz wird die Verteilungsgerechtigkeit adressiert. Darüber hinaus beabsichtigen sie, die soziale Gerechtigkeit mittels Preisbremsen zu erhöhen – zum Beispiel bei Lebensmitteln oder in der Gesundheitsversorgung. Die Vorschläge im Harris/Walz-Papier zielen dabei teilweise in die richtige Richtung. So soll mehr Wettbewerb unter den Anbietern zu niedrigeren Preisen führen. Das ist der ökonomisch richtige Weg.

Die Vorschläge reichen aber weiter. So beabsichtigen Kamala Harris und Tim Walz, Preistreiberei bzw. «Abzocke» («price gouging») zu verbieten. Sie verweisen dabei auf Indizien, dass Unternehmen während der Pandemie die Krisenzeiten genutzt haben, ihre Gewinnmargen auf Kosten der Familien zu erhöhen. Selbstverständlich klingt die Absicht, die Verbraucher vor derartiger Preistreiberei zu schützen, sympathisch. Allerdings ist es nur schwer möglich zu unterscheiden zwischen gerechtfertigten Preiserhöhungen aufgrund akuter Knappheiten und «ausbeutendem» Wucher.

Gerade in Krisenzeiten mit Versorgungsengpässen, wie die Welt sie während der Pandemie und in der ersten Phase des Russland-Ukraine-Krieges erlebte, sind abrupte Preissteigerungen nicht ungewöhnlich. Die höheren Preise liefern wichtige Knappheitssignale für Unternehmen und Verbraucher: Unternehmer bekommen Anreize, ihr Angebot auszuweiten und Verbraucher haben Anreize, sparsamer mit den besonders knappen Gütern umzugehen. Aufgrund der Komplexität der Preisbildung ist es also kaum möglich, fundamental gerechtfertigte von «ausbeuterischen» Preissteigerungen zu unterscheiden – mindestens in der akuten Phase explodierender Preise, aber oft auch nachträglich. Auch die Höhe eines angemessenen Gewinns lässt sich nicht so einfach bestimmen, wie es auf den ersten Blick erscheinen mag. Die kontroversen Diskussionen zu Übergewinnsteuern in Europa während der Energiekrise haben dies eindrucksvoll gezeigt. Solche Versuche, über Eingriffe in das Preissystem mehr Gerechtigkeit zu erreichen, sind letztlich oft von Willkür geprägt und verursachen gegebenenfalls hohe volkswirtschaftliche Kosten.

Finanzpolitik: Höhere Schulden absehbar

Bei den öffentlichen Finanzen scheinen beide Kandidaten einen Nichtangriffspakt geschlossen zu haben. Während der TV-Debatte zwischen Kamala Harris und Donald Trump wurde das Wort Schulden kein einziges Mal erwähnt.⁹ Im Programm von Kamala Harris und ihrem Vize-Präsidentschaftskandidaten Tim Walz («A new way forward for the middle class») findet sich das Wort Staatsschulden nur ein einziges Mal – auf Seite 76, der letzten Textseite des Dokuments.¹⁰ Zum Thema Haushaltspolitik beschränkt sich das Papier auf den Hinweis, Experten würden Harris für fiskalisch solider halten als Trump.

Auch sonst spielen die Haushaltsdefizite und Staatsschulden keine grosse Rolle im Wahlkampf. Einerseits ist dies erstaunlich, weil die hohen Staatsschulden absehbar zum Problem für das Land werden können.¹¹ Andererseits ist es verständlich, das Thema aus dem Wahlkampf weitgehend herauszuhalten, weil die Politik beider Kandidaten wohl nur mithilfe anhaltend hoher Haushaltsdefizite zu finanzieren wäre. Insofern wäre die passendere Formulierung: Harris ist fiskalisch weniger unsolide als Trump.

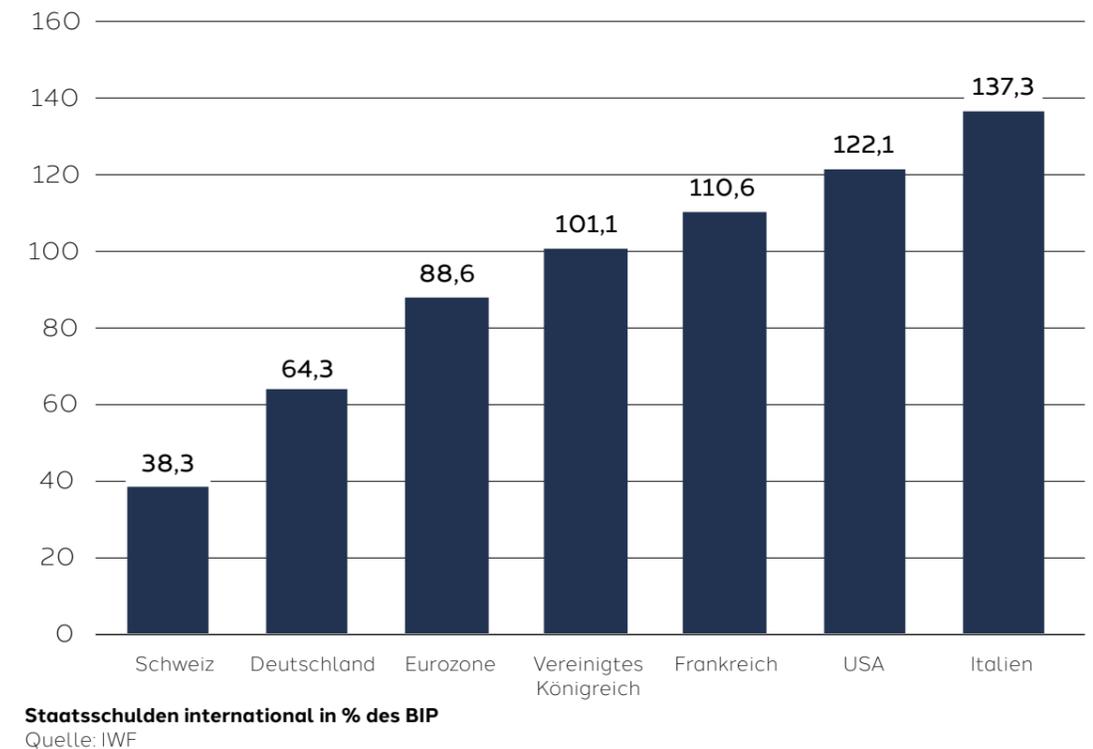
Ein Schwachpunkt zeigt sich in den wirtschaftspolitischen Konzepten beider Parteien beziehungsweise Kandidaten. Sie unterschätzen die Verhaltenswirkungen, die mit den von ihnen vorgeschlagenen Massnahmen einhergehen. Höhere Steuersätze führen oft nicht zu entsprechend höheren Steuereinnahmen, weil es bei den Steuerzahlern zu Ausweichreaktionen kommt. Und höhere Zollsätze führen nicht zu entsprechend höheren Zolleinnahmen, weil das Handelsvolumen durch die Erhebung von Zöllen abnimmt. Damit ist aber auch eine Idee von Donald Trump auf Sand gebaut, nämlich die Bundeseinkommensteuer durch höhere Zolleinnahmen zu ersetzen. Die Rechnung würde nicht aufgehen.

Insgesamt lassen sich die wirtschaftspolitischen Massnahmen so zusammenfassen: Donald Trumps Pläne mit kaum gegenfinanzierten Steuersenkungen belasten das Budget über die Einnahmeseite; Kamala Harris' Pläne bereiten eher auf der Ausgabenseite Probleme, zum Beispiel durch umfangreiche Unterstützungen im Wohnungsbau. Die quantitativen Folgen für das Haushaltsdefizit hängen davon ab, welche Massnahmenkonstellation letztlich umgesetzt wird. Bei Trump könnte im günstigen Fall das Budget leicht entlastet, im ungünstigen Fall aber auch belastet werden. Bei Kamala Harris ist aufgrund der Steuererhöhungen die Wahrscheinlichkeit höher, dass es zu einer leichten Entlastung kommt. Das eigentliche Problem ist, dass das Haushaltsdefizit schon jetzt über 6% des BIP liegt und damit ausgesprochen hoch ist. Egal, ob die wirtschaftspolitischen Massnahmen der beiden Kandidaten fiskalisch leicht be- oder entlasten, das Haushaltsdefizit bleibt auf einem sehr hohen Niveau, denn bei den grossen Ausgabeblöcken (Rente, Medicare) werden beide Kandidaten keine Abstriche machen.

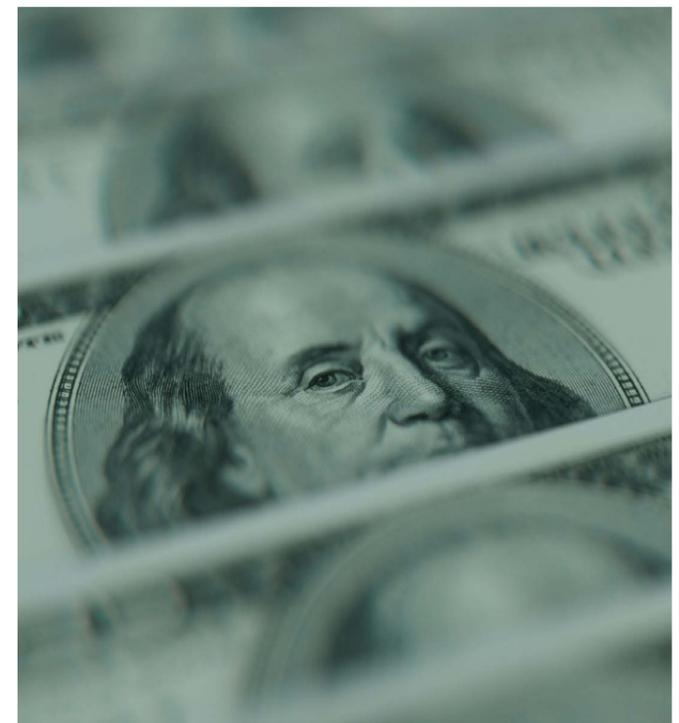
⁹Vgl. Strain, Michael R. (2024), [The Debt That Shall Not Be Named](#), American Enterprise Institute.

¹⁰ Vgl. Harris/Walz (2024), [A New Way Forward For The Middle Class](#).

¹¹ Vgl. Quitzau (2024), [Public Debt: Is The Next Crisis Looming?](#), Bergos Economics.



Für die kurz- und mittelfristige Entwicklung der Konjunktur sind hohe Haushaltsdefizite positiv, weil sie für zusätzliche Nachfrage sorgen. Doch dadurch werden die amerikanischen Staatsschulden absehbar weiter steigen. Die Finanzmarktakteure werden sich das damit verbundene Risiko langfristig bezahlen lassen wollen. Höhere Marktzinsen sind somit wahrscheinlich. Ab einem gewissen Punkt wird die Finanzierung der Staatsschulden für die amerikanische Regierung zum Problem. Dann wird die Notenbank Fed wieder in die Zwickmühle geraten und die Geldpolitik lockern müssen, gegebenenfalls durch den erneuten Ankauf von Staatsanleihen.



3

Unabhängigkeit der amerikanischen Zentralbank: Ist sie in Gefahr?

Die amerikanische Zentralbank Fed war in den vergangenen Jahren – wie viele andere Zentralbanken auch – ein wichtiger wirtschaftspolitischer Akteur. Die Fed hat die allgemeine Wirtschaftspolitik stärker unterstützt, als es ihrem originären Auftrag entspricht. Mit ihrer expansiven Geldpolitik, einschliesslich der quantitativen Lockerung (Anleihekaufprogramme), sorgte sie für ein anhaltend niedriges Zinsniveau. Damit erleichterte die Zentralbank der Regierung, konjunkturelle Schwächen abzufedern und grosse Ausgabenprogramme – zum Beispiel während der Pandemie – zu erträglichen Kosten zu finanzieren.

Die grosse Inflation ab dem Jahr 2021 zwang die Zentralbanken (und auch die Fed), die Geldpolitik erheblich zu straffen. Der Leitzins stieg von 0,0-0,25 % auf 5,25-5,50 % und die Renditen für zehnjährige US-Staatsanleihen stiegen von einem Prozent (Januar 2021) auf bis zu fünf Prozent (Oktober 2023). Der Zinsanstieg macht sich schnell im amerikanischen Haushalt bemerkbar. Innerhalb von zwei Jahren verdoppelten sich die Ausgaben für Zinsen. Dementsprechend engen sich der staatliche Handlungsspielraum und damit die politischen Gestaltungsmöglichkeiten ein, auch wenn die Zinsen inzwischen wieder etwas gefallen sind.¹²

Donald Trump will Mitspracherecht für US-Präsidenten

Für die Regierung ist eine straffere Geldpolitik offenkundig ein Problem. Das hat auch Donald Trump erkannt. Trump war die Geldpolitik der amerikanischen Zentralbank unter der Führung des von ihm selbst ins Amt des Fed-Vorsitzen-

den gebrachten Jerome Powell schon ein Dorn im Auge, während er Präsident war. Im Wahlkampf für die Präsidentschaftswahl 2024 hat Donald Trump seine Kritik in der für ihn typischen Art neu formuliert. Er – Trump – habe den besseren Instinkt als viele der geldpolitischen Entscheidungsträger innerhalb der Fed. Deshalb sei es wichtig, dass der US-Präsident ein Mitspracherecht bei geldpolitischen Entscheidungen bekomme.¹³ Auch eine Ablösung des Fed-Vorsitzenden stellte er in Aussicht.

Von Kamala Harris sind derartige Überlegungen nicht bekannt. Sollte sie die Wahl gewinnen, dürfte die politische Unabhängigkeit der Fed unangetastet bleiben. Eine Gefahr für die Fed lauert mit der defizitären Haushaltspolitik, jedoch unabhängig vom Wahlausgang. Mit höheren Staatschulden und steigenden Zinslasten nimmt der Druck auf die Fed zu, die Finanzierungsbedingungen zu erleichtern, also die Geldpolitik zu lockern.

Eine solche Konstellation wird als «fiskalische Dominanz» bezeichnet: Die Zentralbank ist gefordert, die Handlungsfähigkeit oder sogar die Solvenz des Staates sicherzustellen. Sie ist somit nicht mehr völlig frei beziehungsweise unabhängig, diejenigen Massnahmen zu ergreifen, die sie für notwendig erachtet, um ihre eigentlichen geldpolitischen Ziele – Preisniveaustabilität und maximale Beschäftigung – zu erreichen.

Warum Unabhängigkeit?

Im deutschsprachigen Raum ist es fast selbstverständlich, dass eine Zentralbank unabhängig zu sein hat. Politische Einflussnahme gilt als Tabu. Diese vermeintliche Selbstverständlichkeit hängt eng mit der Tradition der Bundesbank und ihrer erfolgreichen Geldpolitik zusammen. Schon das Bundesbankgesetz im Jahr 1957 stellte klar, dass die Bundesbank unabhängig von Weisungen der Bundesregierung ist. Diese Unabhängigkeit galt als massgeblicher Erfolgsfaktor für die Arbeit der Bundesbank.

Dass die Bundesbank völlig unabhängig sein würde, war jedoch selbst in Deutschland nicht von vornherein klar. Bundeskanzler Konrad Adenauer war entschieden gegen eine unabhängige Bundesbank, weil deren Vorgänger – die Bank deutscher Länder – ihre Geldpolitik zu oft gegen Adenauers Wünsche gemacht hatte.¹⁴ Zudem war wissenschaftlich längere Zeit umstritten, was überhaupt unter «Unabhängigkeit der Zentralbank» zu verstehen ist.

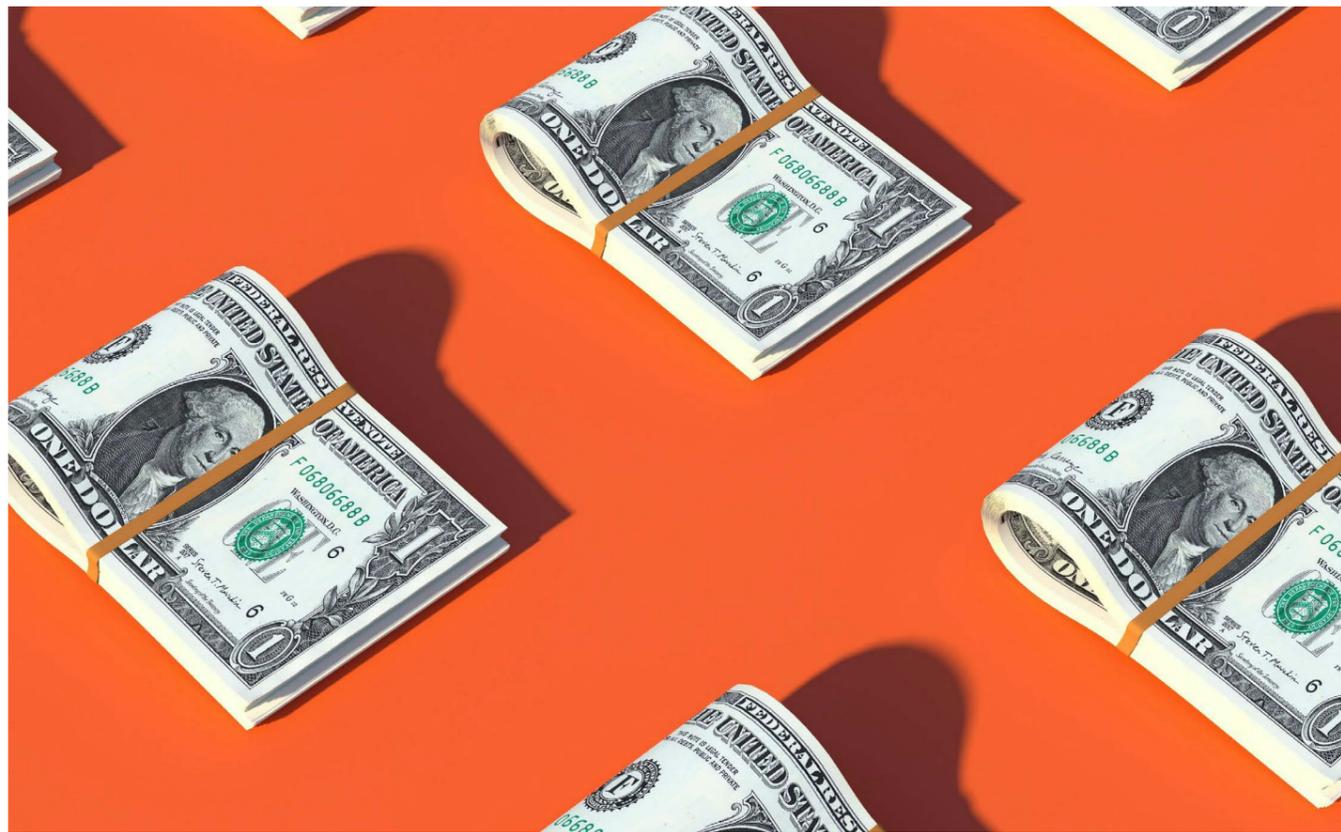
In der Wissenschaft wurde etwa diskutiert, ob nicht eher die Frage «regelgebunden vs. diskretionär» diskutiert werden sollte. Mit einer Regelbindung könnten gegebenenfalls sogar bessere Ergebnisse erzielt werden als von unabhängigen Geldpolitikern, die im Tagesgeschäft diskretionär Einzelfallentscheidungen zu treffen haben.

International war die Unabhängigkeit der Zentralbank bis Anfang der 1990er Jahre nicht die Regel. Erst als empirische Untersuchungen zeigten, dass sich die Unabhängigkeit einer Zentralbank positiv auf die Preisstabilität auswirkt, setzte sich das Bundesbankmodell durch und die Unabhängigkeit der Zentralbanken wurde zum Standard. Damit wurde Politikern der Weg verbaut – oder zumindest erschwert –, die eigene Zentralbank in die Finanzierung von Staatsausgaben einzubinden.

Welche Folgen die Einmischung von Politikern in die Geldpolitik haben kann, zeigte sich zuletzt sehr deutlich in der Türkei. Präsident Erdogan bestand immer wieder auf eine lockere Geldpolitik und wechselte die Präsidenten der Zentralbank seit 2018 fast im Jahrestakt. So kam es ab September 2021 zu einer Reihe von Zinssenkungen, die den Leitzins bis Mitte 2023 von 19 % auf 8,5 % drückten. Dieses Vorgehen war sehr eigentümlich, denn im September 2021 lag die Inflationsrate bereits bei 17 %. Zinserhöhungen wären also angezeigt gewesen. Da die Geldpolitik aber weiter gelockert wurde, schoss die Inflation in der Spitze auf über 70 % und der Wechselkurs der Lira fiel wie ein Stein.

Die politische Einflussnahme und deren Folgen sind allerdings nicht immer so unmittelbar und deutlich wie in der Türkei. Im hochverschuldeten Japan hat die Politik in der vergangenen Dekade ebenfalls Druck auf die Zentralbank ausgeübt.¹⁵ So gab es mindestens indirekte Drohungen, die Zentralbank könnte ihre Unabhängigkeit verlieren, wenn sie ihre Geldpolitik nicht ausreichend expansiv gestaltet. Bis heute ist die japanische Geldpolitik extrem expansiv und trotzdem blieb die Inflationsrate erstaunlich gering. Auch der Yen hielt sich lange Zeit recht stabil. Erst ab Anfang 2022 musste der Yen starke Verluste gegenüber dem US-Dollar hinnehmen.

Das Beispiel aus Japan zeigt, dass sich politische Einflussnahme nicht unmittelbar auf die Stabilität der Währung auswirken muss. Ob die – politische gewünschte – expansive Geldpolitik letztlich für Japan nicht doch noch starke negative Folgen hat, bleibt abzuwarten. In jedem Fall zeigt das japanische Beispiel: Eine Zentralbank kann de jure unabhängig



sein, de facto kann sie aber doch die Wünsche der Politik berücksichtigen müssen. Donald Trump könnte als Präsident also schon dann Einfluss auf die Entscheidungen der Fed ausüben, wenn er eine glaubwürdige Drohkulisse bezüglich der Unabhängigkeit der Zentralbank aufbauen würde. Ein förmliches Ende der Unabhängigkeit wäre dafür nicht nötig.

Wie gross ist das Risiko?

Die Mitglieder des Board of Governors haben mit 14 Jahren eine lange Amtszeit. Die Amtszeit der sieben aktuellen Mitglieder endet zwischen 2026 und 2038. Jerome Powells Amtszeit im Board of Governors endet 2028, seine Amtszeit als Fed-Vorsitzender bereits 2026. Die rechtlichen Hürden für eine vorzeitige Abberufung des Fed-Vorsitzenden durch den US-Präsidenten erscheinen hoch.¹⁶ Der amerikanische Senat, der zumindest derzeit noch von den Demokraten dominiert wird, müsste einem Wechsel zustimmen. Somit ist eine Einflussnahme durch Personalrochaden bis 2026 schwierig. Auch ein Mitspracherecht für den amerikanischen Präsidenten bei geldpolitischen Entscheidungen erscheint nicht ohne Weiteres umsetzbar zu sein.

Auch wenn eine stärkere politische Einflussnahme nach den Präsidentschaftswahlen nicht auszuschliessen ist, sind die Hürden vergleichsweise hoch. Grösser erscheint das Risiko, dass der Fed die Hände aufgrund der «fiskalischen Dominanz» gebunden werden. Es gilt also insbesondere, nach der Wahl die amerikanische Finanzpolitik im Blick zu behalten.

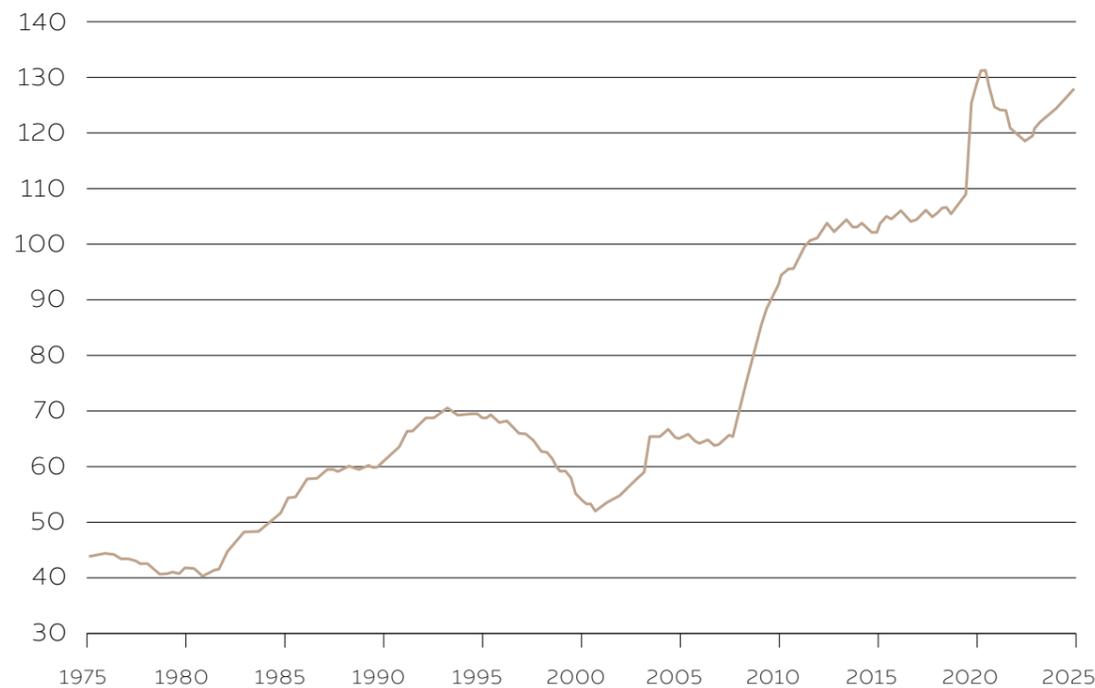
¹² Vgl. Quitzau (2024), [Rückkehr zu nachhaltiger US-Finanzpolitik nötig](#), *Börsen-Zeitung* vom 17. Juni 2024.

¹³ Vgl. etwa tagesschau (2004), [Trump will bei Geldpolitik mitreden](#), *tagesschau.de* vom 09.08.2024.

¹⁴ Vgl. hierzu und zum Folgenden: Schäfer (2014), [Sollten Zentralbanken unabhängig sein? Neue Diskussionen über ein altes Dogma](#), in: *Wirtschaftsdienst – Zeitschrift für Wirtschaftspolitik*.

¹⁵ Vgl. Neue Zürcher Zeitung (2013), [Diskreditierung der Bank of Japan](#), *Neue Zürcher Zeitung* vom 22.01.2013.

¹⁶ Vgl. Vollmer, Uwe (2024), [Ist die Unabhängigkeit der US Fed in Gefahr?](#), in: *Wirtschaftliche Freiheit – Das ordnungspolitische Journal*.



Staatsschulden USA, in % des BIP
Quelle: Macrobond

4 Fazit

Mit den vorliegenden Konzepten wird das Wachstumspotenzial der Vereinigten Staaten von Amerika unabhängig vom Wahlausgang nicht ausgeschöpft werden können. Die wirtschaftspolitischen Konzepte beider Kandidaten sind aus ökonomischer Sicht kritisch zu sehen – gleichwohl aus zum Teil unterschiedlichen Gründen. Bei Kamala Harris sind es primär die steuerpolitischen Ansätze und hohe Ausgaben; bei Donald Trump die Kombination aus verschärfter Handelspolitik, restriktiver Migrationspolitik und geldpolitischer Einflussnahme.

Berechnungen des *Peterson Institutes for International Economics* zeigen, dass die Umsetzung der Pläne von Donald Trump – höhere Zölle, Massenabschiebungen und politische Einflussnahme auf die US-Notenbank – zu markant weniger Beschäftigung und Wachstum sowie deutlich mehr Inflation führen dürfte. Es ist schwer vorstellbar, dass Trumps ökonomische Berater die gravierend negativen Folgen einer solchen Wirtschaftspolitik nicht sehen. Insofern dürften die im Wahlkampf angekündigten Pläne nur sehr abgeschwächt umgesetzt werden. Sollte es wie in Abschnitt 1 zu einem gespaltenen Kongress kommen, wären exzentrische wirtschaftspolitische Massnahmen ebenfalls unwahrscheinlich. Insofern sind die Aussichten letztlich wohl doch nicht so schlecht, wie es angesichts der Aufgeregtheiten im Wahlkampf zu vermuten wäre.



AUSWIRKUNGEN AUF DIE GEOÖKONOMISCHE LANDSCHAFT

PETER S. RASHISH, AMERICAN-GERMAN INSTITUTE – JOHNS HOPKINS UNIVERSITY

1 Die Vereinigten Staaten und die Globalisierung: Vergangenheit, Gegenwart und Zukunft

Die Präsidentschaftswahlen 2024 finden in einer Zeit statt, in der die Vereinigten Staaten die ideologischen Grundlagen, die institutionellen Arrangements und die Rechtsgrundlage für ihre Rolle in der internationalen Wirtschaft neu bewerten. Die Einrichtung des multilateralen Handelssystems nach dem Zweiten Weltkrieg im Rahmen des Allgemeinen Zoll- und Handelsabkommens (GATT) und später der Welthandelsorganisation (WTO) hat eine Dynamik der globalen wirtschaftlichen Integration ausgelöst, die sich mit dem Ende des Kalten Krieges im Jahr 1989 und dem Beitritt Chinas zur WTO im Jahr 2001 beschleunigt hat.

Doch obwohl die Vereinigten Staaten einst der Hauptbefürworter dieser Globalisierung – oder «Hyperglobalisierung» – waren, die die letzten 35 Jahre geprägt haben, hat sich der politische Fokus des Landes inzwischen zu einer skeptischeren Haltung gegenüber dem internationalen Wirtschaftssystem verschoben. Obwohl die Wahl von Kamala Harris oder Donald Trump sehr unterschiedliche Auswirkungen auf die Vereinigten Staaten als geoökonomische Macht haben wird, scheint es unwahrscheinlich, dass der künftige Präsident oder die künftige Präsidentin das Land zu dem Status quo ante zurückführen wird, der bis 2016 herrschte.

In diesem Zeitraum waren die Vereinigten Staaten führend bei den Liberalisierungs- und Integrationsbemühungen auf multilateraler Ebene durch die Uruguay-Runde und die Gründung der WTO, auf regionaler Ebene durch die Unterzeichnung des Nordamerikanischen Freihandelsabkommens (NAFTA) mit Kanada und Mexiko und durch mehrere bilaterale Freihandelsabkommen mit Ländern in Asien und Lateinamerika. Sie war eine führende Kraft hinter der Transpazifischen Partnerschaft (TPP) mit 11 Pazifik-Anrainerstaaten und hat die Transatlantische Handels- und Investitionspartnerschaft (TTIP) mit der Europäischen Union auf den Weg gebracht.

In den letzten zehn Jahren haben die Vereinigten Staaten jedoch einen Wahlkampf erlebt, in dem die demokratische Kandidatin Hillary Clinton sich gegen das TPP aussprach, das sie als Außenministerin mit ausgehandelt hatte, und der republikanische Kandidat Donald Trump verkündete, dass «wir den Globalismus abgelehnt und den Patriotismus angenommen haben». Nach seiner Wahl zum Präsidenten im Jahr 2016 verhängte Donald Trumps Regierung nationale Sicherheitszölle auf Stahl- und Aluminiumimporte – auch von engen Handelspartnern wie der Europäischen Union –, drohte mit Zöllen auf US-Automobilimporte und zog das Land aus der TPP und dem Pariser Klimaabkommen zurück. Sie hat auch das TTIP nicht wiederbelebt, das bis zum Ende der vorherigen Obama-Regierung nicht abgeschlossen werden konnte.

Die Regierung Biden hat die Beziehungen zwischen den USA und der EU wieder auf eine kooperative Basis gestellt, indem sie mit der Europäischen Kommission die Einrichtung eines Handels- und Technologierates (TTC) zwischen den USA und der EU vereinbart hat, der während Bidens Präsidentschaft sechs Mal tagte. Dennoch hat

die Biden-Regierung keine neuen Freihandelsabkommen auf den Weg gebracht, die die Vereinigten Staaten zu einer weiteren Öffnung ihrer Märkte für Importe verpflichten würden. Auf multilateraler Ebene haben sich die Vereinigten Staaten zwar erneut zum Pariser Abkommen bekannt, doch hat Biden die Entscheidung von Präsident Trump, die Ernennung neuer Richter für das Berufungsgremium der WTO zu verhindern, nicht rückgängig gemacht, wodurch die Funktionsweise des Streitschlichtungssystems der Organisation effektiv blockiert wurde. Und obwohl die Biden-Administration Trumps nationale Sicherheits-Zölle gegen die EU vorübergehend aufgehoben hat, hängt ihre endgültige Aufhebung von einer erfolgreichen Einigung über eine «Globale Vereinbarung über nachhaltigen Stahl und Aluminium» (GASSA) ab, die beide Seiten bis zum ursprünglichen Termin im Oktober 2023 nicht erreichen konnten. (Sie haben den März 2025 als neuen Endpunkt für die Verhandlungen festgelegt.)

Diese Entwicklung in der US-Außenwirtschaftspolitik lässt sich auf Veränderungen sowohl innerhalb als auch außerhalb des Landes zurückführen, wobei beide Aspekte bis zu einem gewissen Grad miteinander verknüpft sind.

2 Neoliberalismus oder ein neuer Washingtoner Konsens?

Auf der einen Seite gibt es eine anhaltende Debatte unter US-Politikern und Akademikern über das, was als «Neoliberalismus» bezeichnet wird. Obwohl es schwierig ist, sich auf eine einheitliche Definition zu einigen, bezieht er sich im Allgemeinen auf den Glauben an die Macht des freien Handels und der wirtschaftlichen Effizienz, um den Wohlstand der USA zu garantieren. Kritiker des Neoliberalismus argumentieren, dass die US-Handelspolitik die Auslagerung der US-Produktion in Länder mit billigeren Arbeitskräften und niedrigeren Umweltstandards ermöglicht hat, was die US-Konzerne bereichert hat, aber für die Arbeiter- und die Mittelschicht im eigenen Land nachteilig war.



Die Kritik am Neoliberalismus neigt dazu, die US-Handelspolitik nicht nur als Ursache der wirtschaftlichen Verwerfungen zu betrachten, sondern sieht auch eine alternative Handelspolitik als mögliche Lösung an. Im Jahr 2023 hielt Jake Sullivan, der nationale Sicherheitsberater des Präsidenten, eine viel beachtete Rede über die internationale Wirtschaftspolitik der USA, in der er die Idee einer «Aussenpolitik für die Mittelklasse» und eines «neuen Washingtoner Konsenses» (im Gegensatz zum ursprünglichen marktwirtschaftlichen Konsens der 1980er Jahre, der die Vereinigten Staaten, die Weltbank und den Internationalen Währungsfonds miteinander verband) befürwortete, um eine «gerechtere, dauerhaftere Weltwirtschaftsordnung» zu schaffen, in der die Anhebung von Arbeits- und Umweltstandards im In- und Ausland im Vordergrund stehen sollte.

Es ist jedoch erwähnenswert, dass diese Neubewertung von den anderen fortgeschrittenen Marktwirtschaften nicht umfassend geteilt wird. Die Europäische Union beispielsweise verfügt über eine Wirtschaft von ähnlicher Grösse und Komplexität wie die US-Wirtschaft und ist sogar noch stärker in die globalen Märkte integriert. Dennoch wurde dort der Wert der Globalisierung aus der Ära nach dem Kalten Krieg nicht in gleichem Masse in Frage gestellt. Während die Vereinigten Staaten 20 Freihandelsabkommen ausgehandelt und seit 15 Jahren kein neues mehr unterzeichnet haben, hat die EU über 70 Abkommen geschlossen und 2024 ein Abkommen mit Neuseeland unterzeichnet.

Wie lässt es sich erklären, dass ähnliche Ursachen recht unterschiedliche Folgen haben? Selbstverständlich ist es normal, dass sich die Dynamik der politischen Ökonomie von Land zu Land oder Region zu Region unterscheidet: Geschichte, Kultur und Institutionen tragen alle dazu bei, die Konturen sowohl des politischen Diskurses als auch der Regierungspolitik zu bestimmen.

In diesem Zusammenhang gibt es jedoch einen bemerkenswerten Unterschied zwischen den Vereinigten Staaten und der Europäischen Union. Zwar gibt es in den Vereinigten Staaten seit 1962 ein Programm zur Unterstützung von Arbeitnehmern, die Opfer der Handelsliberalisierung wurden (Trade Adjustment Assistance), doch gilt es weiterhin als unterfinanziert und unwirksam. In Ländern wie Deutschland, Schweden und Dänemark gibt es hingegen starke aktive arbeitsmarktpolitische Massnahmen – Lehrlingsausbildung, Umschulung, Unterstützung bei der Ar-

beitssuche. Diese Massnahmen haben den Arbeitnehmern geholfen, sich an den Verlust von Arbeitsplätzen anzupassen, unabhängig davon, ob dieser durch inländische Marktkräfte oder internationale Wirtschaftspolitik verursacht wurde. Diese Länder verfügen auch über stärkere soziale Sicherheitsnetze, die dazu beitragen, die kurzfristigen Auswirkungen von Konjunkturabschwüngen abzufedern. Das Vorhandensein dieser Politiken und Programme könnte dazu beitragen, dass der Globalisierungsprozess der letzten 30 Jahre in Europa stärker akzeptiert wird als in den Vereinigten Staaten.

3 Der Aufstieg Chinas und die Rolle der Welthandels- organisation

Der Aufstieg Chinas hat eine erhebliche Rolle bei der Entwicklung der internationalen Wirtschaftspolitik der USA gespielt. Ein Paper aus dem Jahr 2016 über den «China-Schock» trug dazu bei, die Aufmerksamkeit auf die negativen Auswirkungen der Exporte chinesischer Industriegüter auf die Beschäftigung in den Vereinigten Staaten und die langsame Anpassung des Arbeitsmarktes an diese Veränderungen zu lenken. Die Arbeitslosigkeit und die damit verbundenen wirtschaftlichen und sozialen Verwerfungen, die durch die chinesische Konkurrenz verursacht werden, wirken sich weiterhin auf die Handelspolitik der USA aus. Während seiner Präsidentschaft verhängte Donald Trump Zölle in Höhe von 380 Milliarden Dollar gegen China, die die Regierung Biden grösstenteils beibehalten hat. Im Mai 2024 fügte die Biden-Regierung gezielte Zölle in Höhe von 18 Milliarden Dollar auf chinesische Importe in sensiblen Sektoren hinzu, die die nationale Sicherheit und den Klimaschutz betreffen.

Es gibt jedoch einen wichtigen Unterschied zwischen der Art und Weise, wie die Regierungen Trump und Biden auf die Herausforderung durch China reagierten. Unter Präsident Trump verfolgten die Vereinigten Staaten eine unilaterale Strategie des Zwangs und zogen es vor, China im Alleingang mit Zöllen zu bestrafen, anstatt mit Verbündeten zusammenzuarbeiten, was den Einfluss und die Wirksamkeit der USA erhöht hätte. Die einzige Ausnahme von



diesem Ansatz, die auf der WTO-Ministerkonferenz in Buenos Aires 2017 gestartete trilaterale Initiative zwischen den USA, der EU und Japan zur Reform der multilateralen Handelsregeln für Industriesubventionen, kam nicht über das Stadium der Erklärung hinaus.

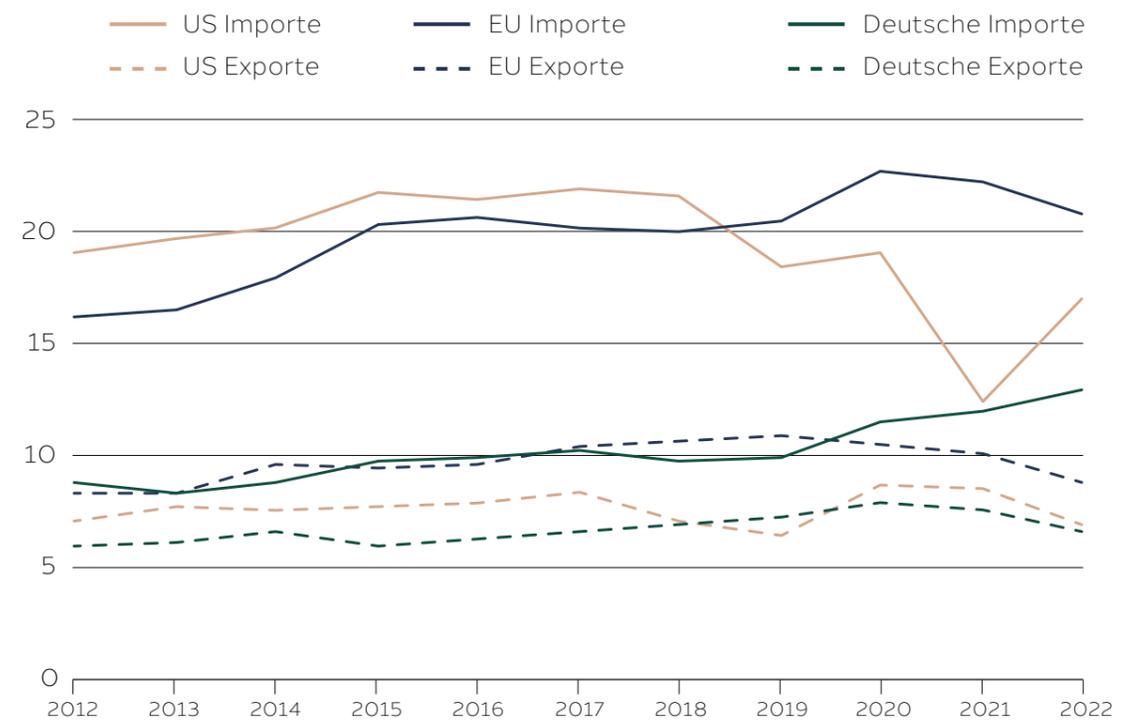
Im Gegensatz dazu hat die Regierung Biden nicht nur mit Verbündeten zusammengearbeitet, z. B. im Rahmen des Handels- und Technologierats USA-EU, der sich u. a. auf die Sicherheit und Widerstandsfähigkeit der Halbleiterlieferkette konzentrierte, sondern auch erhebliche Anstrengungen unternommen, um die Fähigkeit der US-Wirtschaft zu stärken, mit China zu konkurrieren. Sie arbeitete mit dem US-Kongress zusammen, um mehrere bemerkenswerte Gesetze zu verabschieden, darunter den « Inflation Reduction Act » (IRA), den « CHIPS and Science Act » und den « Infrastructure Investment and Jobs Act ». Der IRA enthielt zwar Bestimmungen zu lokalen Inhalten für Elektrofahrzeuge, die als unvereinbar mit den WTO-Regeln kritisiert wurden, doch können diese Massnahmen langfristig die heimische Produktion und die Beschäftigung ankurbeln – vor allem in Branchen, die für den grünen Wandel wichtig sind. Das Hauptanliegen des IRA besteht jedoch nicht darin, den US-Markt gegen Importe aus befreundeten Ländern abzuschotten, sondern vielmehr darin, asymmetrische Abhängigkeiten von unzuverlässigen Lieferanten wie China für Elektrofahrzeuge und Batteriekomponenten sowie andere für die Dekarbonisierung wichtige Güter zu vermeiden.

Es gibt jedoch noch einen weiteren wichtigen Aspekt der geoökonomischen Herausforderung durch China, der über die wirtschaftlichen Praktiken Pekings hinausgeht. Zum Beispiel die Subventionierung inländischer Industrien (Stahl, Solar, Automobile) und die anschließende Ausfuhr dieser Überkapazitäten in einer Weise, die zwar zum Wirtschaftswachstum im Inland beiträgt, aber auf Kosten von Produktion und Beschäftigung im Ausland geht. So schädlich diese Praktiken auch sind, sie finden im institutionellen und rechtlichen Kontext von Chinas Mitgliedschaft in der Welthandelsorganisation statt. Die WTO ist eine regelbasierte Organisation, die es ihren Mitgliedern ermöglicht, Beschwerden bei ihrem Streitbeilegungssystem einzureichen, wenn sie der Meinung sind, dass ihre Rechte durch andere Mitglieder verletzt wurden.

Die WTO-Rechtsprechung hat sich jedoch nicht immer als geeignet erwiesen, die chinesischen Subventionen für die chinesischen Industrieunternehmen einzudämmen.

Ein deutliches Beispiel für die Unfähigkeit der WTO-Regeln, dem nicht marktwirtschaftlichen Verhalten eines Landes wie China Rechnung zu tragen, ist der Fall aus dem Jahr 2011, bei dem es um die handelspolitischen Schutzinstrumente der USA (Antidumping- und Antisubventionsmassnahmen) ging, die sie als Reaktion auf die Einfuhr von staatlich subventionierten Produkten chinesischer Staatsunternehmen einsetzten. Das WTO-Berufungsgremium entschied sich für eine enge Auslegung des WTO-Rechts und stellte fest, dass dieses nur auf Einrichtungen (« öffentliche Einrichtungen ») anwendbar ist, die wie Regierungen handeln, und nicht auf staatliche oder staatlich kontrollierte Einrichtungen im Allgemeinen, so dass die Gegenmassnahmen der USA nicht zulässig sind. Ohne eine umfassende Reform ist es zweifelhaft, dass die WTO – eine Institution, die gegründet wurde, um in erster Linie den Handel zwischen Marktwirtschaften zu regeln – in der Lage sein wird, mit einer grossen, staatskapitalistischen Wirtschaft wie China umzugehen.

Obwohl die Europäische Union mit der Entscheidung der USA, die Arbeit des WTO-Berufungsgremiums weiterhin zu blockieren, nicht einverstanden ist, hat sich die EU-Sicht auf die Herausforderung durch China verändert. Die Entscheidung der EU vom Oktober 2024, Antisubventionszölle auf die Einfuhren chinesischer Elektrofahrzeuge zu erheben, zeigt: Das Problem des unlauteren Wettbewerbs aus China, insbesondere in einer für den ökologischen Wandel so wichtigen Branche, ist keineswegs nur ein Anliegen der USA. Diese Zölle stehen zwar im Einklang mit den WTO-Regeln, die Ausgleichsmassnahmen für unfaire Handelspraktiken zulassen – und das Vorgehen der EU trägt sogar dazu bei, ihre Legitimität zu stärken. Doch wird die Notwendigkeit einer Reform dieser Regeln immer dringlicher. Dies gilt nicht nur für die Behandlung von Subventionen für traditionelle gegenüber grünen Gütern und Energiequellen. Dies gilt auch für die Frage, wie Artikel XX. (allgemeine Ausnahmen) bestimmt werden kann, damit die Handelspolitik den Klimaschutz besser unterstützen kann. Und es gilt – angesichts der grösseren geopolitischen Rivalität im Vergleich zur Zeit der Gründung der WTO im Jahr 1994 – für die Frage, wann und wie es den Mitgliedern erlaubt sein sollte, sich auf Artikel XXI., die Ausnahme zur nationalen Sicherheit, zu berufen.



Einfuhren und Ausfuhren als prozentualer Anteil an den Gesamteinfuhren und -ausfuhren
Quelle: World Integrated Trade Solution (WITS)

4

Die Harris- und Trump-Strategien: Friendshoring vs. Protektionismus

Obwohl weder die demokratische Vizepräsidenten-kandidatin Kamala Harris noch der republikanische Präsidentschaftskandidat Donald Trump zu der Art von internationalem wirtschaftlichem Engagement zurückkehren wollen, die die Ära der Hyperglobalisierung kennzeichnete, gibt es zwischen ihren beiden Ansätzen wichtige Unterschiede für die Rolle der USA in der Weltwirtschaft. Kamala Harris befürwortet eine Strategie, die auf dem Konzept des «Friendshoring» basiert, das im Mittelpunkt einer [Rede der US-Finanzministerin Janet Yellen im Jahr 2023 stand](#). Dieses Konzept unterscheidet zwischen den Handelspartnern der USA und befürwortet die Zusammenarbeit mit gleichgesinnten Volkswirtschaften, strebt aber ein Derisking (Abkopplung in sensiblen Sektoren) des US-Handels und der Investitionen mit Ländern wie China an, deren Rolle in der Weltwirtschaft eine Herausforderung für die nationalen Interessen der USA darstellt.

Diese Sichtweise spiegelt sich in der [Plattform der Demokratischen Partei](#) wider, die auf ihrem Parteitag im August 2024 in Chicago vorgestellt wurde. Einerseits heisst es darin:

«Viel zu lange haben die amerikanische Handelspolitik und der Ansatz der Weltwirtschaft dazu geführt, dass Arbeitsplätze der Mittelschicht ins Ausland verlagert wurden, dass unsere Lieferketten ausgehöhlt wurden, dass die Vorstandsvorsitzenden der Unternehmen belohnt wurden, anstatt die Arbeitnehmer zu schätzen, und dass es nicht gelungen ist, ein integratives Wirtschaftswachstum zu schaffen. Als Reaktion auf den bisherigen Status quo setzt sich Präsident Biden für den Aufbau einer gerechteren, dauerhafteren globalen Wirtschaftsordnung ein, zum Nutzen des amerikanischen Volkes und der Menschen überall.»

Diese Formulierung macht sich einige der Kritiken am Neoliberalismus zu eigen, einschliesslich der Betonung des Versagens der Globalisierung, im eigenen Land gerechte Ergebnisse zu erzielen.

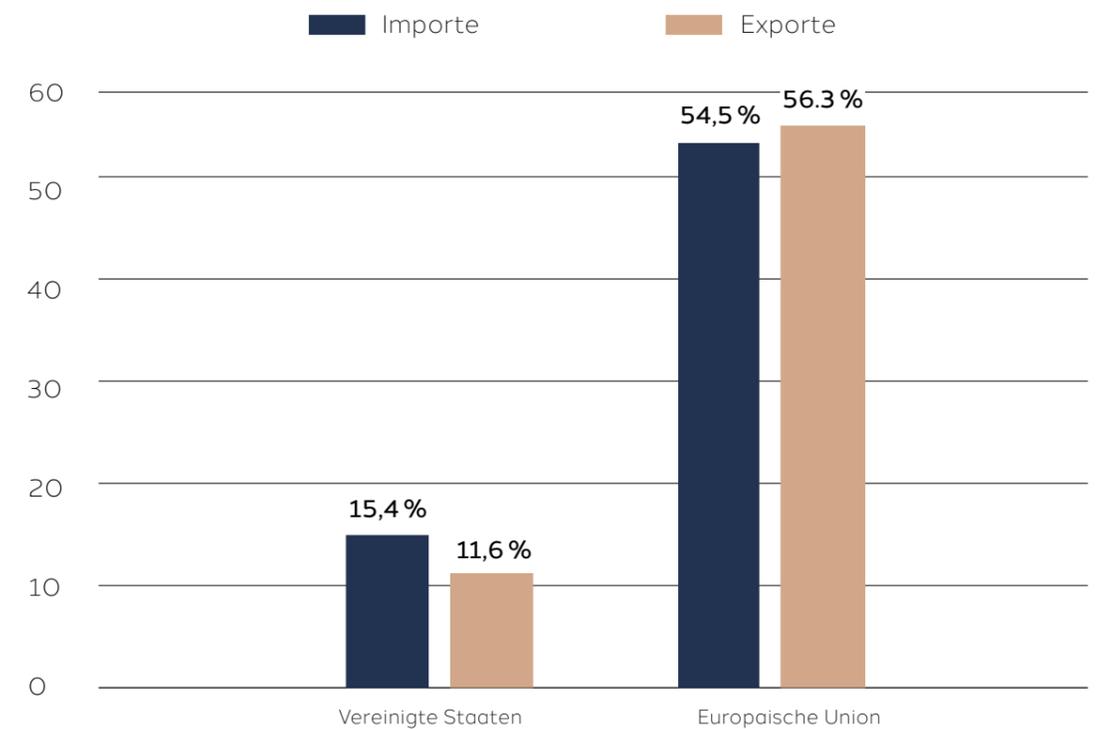
Auf der anderen Seite heisst es in der Plattform weiter:

«Amerikas Wohlstand und der Wohlstand unserer Verbündeten und Partner verstärken sich gegenseitig. Unter der Führung von Präsident Biden bauen Unternehmen von amerikanischen Verbündeten hochmoderne Fabriken in den Vereinigten Staaten und beschäftigen Hunderttausende von Amerikanern. Die Partner der USA liefern wichtige Materialien, Fachwissen und Produkte, die die Welt braucht, um die globalen Klimaziele zu erreichen, und sind wichtige Märkte für US-Waren. Der Handel mit Verbündeten und Partnern zu fairen Bedingungen fördert das Wachstum und stärkt die Bündnisse.»

Diese Aussage ist für das Verständnis des geoökonomischen Ansatzes der Demokraten wesentlich. Obwohl die Demokraten Probleme mit dem Handelssystem im Allgemeinen sehen, legt die Harris-Kampagne Wert auf wirtschaftliche Zusammenarbeit mit Freunden und Verbündeten, um gemeinsame Ziele zu erreichen. Das ist kein Protektionismus, sondern etwas, das man in der Sprache von Handelsunterhändlern als «Plurilateralismus» bezeichnen könnte. Oder, um einen anderen Begriff zu verwenden, als «Koalitionen der Willigen», auch wenn dies meist ausserhalb des Rahmens der Welthandelsorganisation stattfindet.

Das im Juli 2024 verabschiedete [Wahlprogramm der Republikaner](#) greift einige Bedenken der Demokratischen Partei gegen die Globalisierung auf, wenn auch in deutlich aggressiverer Form:

«Jahrzehntelang haben unsere Politiker mit unfairen Handelsabkommen und einem blinden Glauben an den Sirengesang des Globalismus unsere Arbeitsplätze und unseren Lebensunterhalt an die Meistbietenden in Übersee verkauft. Die Republikanische Partei steht für eine patriotische «America First»-Wirtschaftspolitik. Die Republikaner bieten einen soliden Plan zum Schutz amerikanischer Arbeiter, Landwirte und Industrien vor unfairen ausländischer Konkurrenz. Wir verpflichten uns, den Handel wieder ins Gleichgewicht zu bringen, die strategische Unabhängigkeit zu sichern und die Produktion wiederzubeleben. Wir werden der inländischen Produktion Vorrang einräumen und die nationale Unabhängigkeit bei wichtigen Gütern und Dienstleistungen sicherstellen. Gemeinsam werden wir ein starkes, selbstständiges und wohlhabendes Amerika aufbauen.»



Vergleich Gesamtimporte und Exporte (2022)

Quelle: Weltbank

Doch anstatt mit Verbündeten zusammenzuarbeiten, verfolgen die Vorschläge für die internationale Wirtschaftspolitik der USA einen wahllosen, protektionistischen Ansatz, einschliesslich der Befürwortung des Einsatzes handelspolitischer Massnahmen zur Verringerung des Leistungsbilanzdefizits der USA:

«Unser Handelsdefizit bei Waren ist auf über 1 Billion Dollar pro Jahr angewachsen. Die Republikaner werden sich für Basiszölle auf im Ausland hergestellte Waren einsetzen, den «Trump Reciprocal Trade Act» verabschieden und auf unfaire Handelspraktiken reagieren. Wenn die Zölle auf ausländische Hersteller steigen, können die Steuern für amerikanische Arbeiter, Familien und Unternehmen sinken.»

Zusätzlich zu dem im republikanischen Wahlprogramm erwähnten Gesetz über den gegenseitigen Handel (Reciprocal Trade Act) hat Trump Zölle in Höhe von 60 Prozent auf China und allgemeine Zölle in Höhe von 10-20 Prozent auf US-Importe sowie eine Abwertung des US-Dollars vorgeschlagen. Einer Studie zufolge hätten solche Zollerhöhungen stark regressive Auswirkungen, da sie das Einkommen der unteren Hälfte der Einkommensbezieher nach Steuern um etwa 3,5 Prozent senken und einen durchschnittlichen Haushalt in der Mitte der Einkommensverteilung mindestens 1'700 Dollar pro Jahr kosten würden.

Kamala Harris hat sich seit dem Parteitag der Demokraten im August bemüht, sich in Wirtschaftsfragen als gemässigt darzustellen. Sie bezeichnete Trumps Zollpläne als «nationale Verkaufssteuer», die Familien der Mittelschicht 4'000 Dollar pro Jahr kosten würde, warf Trump bei der Debatte am 10. September in Philadelphia vor, «zu Handelskriegen einzuladen», und erklärte bei einer Rede vor dem Economic Club of Pittsburgh am 25. September: «Ich bin Kapitalistin.»

Was sagt diese ideologische Positionierung darüber aus, wie eine Harris-Regierung die Gestaltung der Weltwirtschaft angehen würde? Sollte Donald Trump besiegt werden, würde sich die politische Dynamik in den Vereinigten Staaten ändern; die «Make America Great Again»-Bewegung (MAGA) würde zwar nicht verschwinden, aber sie wäre ihrer Inkarnation und treibenden Kraft beraubt. Infolgedessen dürfte ein Sieg von Harris mehr politischen Spielraum für internationale wirtschaftspolitische Massnahmen bieten, die die Vereinigten Staaten enger mit ihren Verbündeten verbinden, einschliesslich Bemühungen zur

Bekämpfung des Klimawandels und zur Reform des globalen Handelssystems.

Es ist jedoch nicht sicher, dass dies zu einer Rückkehr zu klassischen Freihandelsabkommen führen würde, die die Vereinigten Staaten verpflichten, ihren Markt für Importe aus Partnerländern zu öffnen. Die 2013 ins Leben gerufene Transatlantische Handels- und Investitionspartnerschaft war eine umfassende Verhandlung zwischen den Vereinigten Staaten und der Europäischen Union, zwei wirtschaftlichen Giganten. Sie war strategisch sehr vielversprechend, um die Standards des internationalen Handels im Interesse der USA und Europas zu gestalten. Doch aufgrund seiner umfangreichen sektoralen und thematischen Abdeckung war TTIP schwierig zu verhandeln. Es formierte sich Widerstand von Teilen der Öffentlichkeit, die starke Vorstellungen davon haben, wie Handelsabkommen gestaltet werden sollten. Weder Präsidentin Kamala Harris noch die Präsidentin der Europäischen Kommission, Ursula von der Leyen, dürften Interesse daran haben, ein gross angelegtes Freihandelsabkommen dem US-Kongress bzw. dem Europäischen Parlament zur Ratifizierung vorzulegen, da die Handelspolitik politisch ein sehr strittiges Thema ist.

Ein Bereich, in dem sich die Anliegen von Trump und Harris wahrscheinlich überschneiden, ist das Abkommen zwischen den USA, Kanada und Mexiko (USMCA), das das Nordamerikanische Freihandelsabkommen von 1993 ersetzt. Eine Überprüfung des USMCA ist für 2026 vorgesehen, und angesichts seiner Wahlkampfrhetorik ist zu erwarten, dass ein Präsident Trump in einer zweiten Amtszeit versuchen würde, US-Importe aus Mexiko und Kanada stärker zu beschränken, wenn sie chinesische Inhalte enthalten. Das gälte unter anderem für Waren, die in diesen beiden Ländern von Unternehmen in chinesischem Besitz hergestellt werden und so versuchen, vom zollfreien Zugang zum US-Markt zu profitieren. Kamala Harris könnte diese Sorge teilen, aber sie könnte auch der Aufnahme von Klimabestimmungen in das USMCA Priorität einräumen. Während die Demokraten im Kongress die Umwelt- und Arbeitsbestimmungen des Abkommens im Vergleich zu NAFTA stärken konnten, gibt es im USMCA keine Bestimmungen, die sich speziell auf den Klimawandel beziehen.

5 Transatlantische Wirtschaftsbeziehungen

Was bedeutet der Wahlausgang für die transatlantischen Wirtschaftsbeziehungen – sowohl in bilateraler Hinsicht als auch im Hinblick darauf, wie die Vereinigten Staaten und die Europäische Union ihre Macht einsetzen, um die Weltwirtschaft zu gestalten? Wie bereits erwähnt, ist weder von Trump noch von Harris zu erwarten, dass sie im nächsten Jahr ein «TTIP 2.0» auf den Weg bringen. Aber es gibt viele andere Möglichkeiten der Zusammenarbeit zwischen den USA und der EU, die über ein umfassendes Freihandelsabkommen hinausgehen.

Die Regierung Biden hat mehrere dieser Möglichkeiten geprüft, von denen die bemerkenswerteste der Rat für Handel und Technologie zwischen den USA und der EU ist. Er umfasst auch eine transatlantische Initiative für nachhaltigen Handel. Aber es gibt noch andere. Das bereits erwähnte «Global Arrangement for Sustainable Steel and Aluminum» (oder GASSA) würde ein gemeinsames transatlantisches Konzept für die Einfuhr dieser Metalle schmieden, wenn sie sowohl unfair subventioniert als auch kohlenstoffintensiv sind. Es wäre im Prinzip offen für andere Länder.

Ausserdem wurden Verhandlungen über ein Abkommen über kritische Mineralien aufgenommen, das es ermöglichen würde, importierte europäische Komponenten in die Steuervergünstigungen des IRA für den Kauf von Elektrofahrzeugen durch US-Verbraucher einzubeziehen. Während die Regierung Biden ein solches Abkommen erfolgreich mit Japan abschliessen konnte, wurden die Gespräche mit der EU durch Bedenken des Kongresses hinsichtlich des Inhalts und der Berücksichtigung seiner handelspolitischen Befugnisse aufgehalten. Die Regierung Biden führt auch einen Dialog über Anreize für saubere Energie, um sicherzustellen, dass die Industriepolitik und die Subventionen der USA und der EU einander ergänzen und nicht in Konkurrenz zueinanderstehen.

Es ist zu erwarten, dass sich die Vereinigten Staaten unter einer künftigen Trump-Administration, die erneut der unilateralen Handlungsfreiheit einen hohen Stellenwert

einräumen würde, aus den meisten, wenn nicht aus allen dieser Formen der Zusammenarbeit mit der Europäischen Union zurückziehen würden. Die einzige Ausnahme könnte das neu gestaltete US-EU-TTC sein, das sich fast ausschliesslich auf die Bedrohung der transatlantischen Sicherheit durch chinesische Wirtschaftspraktiken konzentriert. Es ist ungewiss, ob die Europäische Union, selbst wenn sie sich unter Kommissionspräsidentin von der Leyen auf die US-Position zu China zubewegt hat, zustimmen würde, den TTC in ein Instrument für Zwangsmassnahmen der Trump-Administration (Sanktionen, Zölle, Export- und Investitionskontrollen) umzuwandeln – das alles auf Kosten der Schaffung positiver Instrumente zur Gewährleistung des transatlantischen Wohlstands und der Sicherheit (Widerstandsfähigkeit der Lieferketten, Dekarbonisierung, Steuerung künstlicher Intelligenz). Dies gilt insbesondere dann, wenn Donald Trump in einer zweiten Amtszeit die Handelspolitik als Druckmittel einsetzen würde, um Ergebnisse zu erzielen, bei denen die Vereinigten Staaten als «Gewinner» dargestellt werden könnten. Ein solcher transaktionaler Ansatz könnte bei der EU nach hinten losgehen, die in den letzten zehn Jahren erhebliche Anstrengungen unternommen hat, um ihre Fähigkeit zu stärken, innerhalb der Weltwirtschaft unilateral zu handeln – nicht nur, um chinesische Massnahmen abzuschrecken oder auf sie zu reagieren, sondern auch auf solche, die von den Vereinigten Staaten ausgehen.

Eine Harris-Regierung hingegen würde nicht nur die meisten oder alle dieser transatlantischen Kooperationsrahmen beibehalten, sondern könnte sogar versuchen, deren Mandat zu erweitern. Ein Bereich, in dem Kamala Harris ehrgeiziger sein könnte als Joe Biden, ist die Klimapolitik. Es sei daran erinnert, dass Harris als Senatorin im Jahr 2019 gegen das Abkommen zwischen den USA, Mexiko und Kanada gestimmt hat, weil sie die darin enthaltenen Umweltbestimmungen für zu schwach hielt. Sie könnte sich daher dafür entscheiden, dem Abschluss des Globalen Abkommens über nachhaltigen Stahl und Aluminium mit der Europäischen Union Priorität einzuräumen, das nicht nur die nationalen Sicherheitszölle der Trump-Ära endgültig beseitigen würde, sondern auch den Grundstein für ein breiteres Konsortium ehrgeiziger Volkswirtschaften legen könnte, die eine grüne Handels-, Finanz- und Technologieagenda verfolgen wollen.

6

Fazit: Globale Wirtschaftsordnung in einer Zeit geopolitischer Brüche

Ob Russlands Invasion in der Ukraine oder Chinas zunehmende globale Ambitionen: Die geopolitischen Spannungen haben im letzten Jahrzehnt deutlich zugenommen und hinterlassen ihre Spuren in der Weltwirtschaft. Anstelle einer Haltung wohlwollender Vernachlässigung, die es ermöglicht, dass Handel, Investitionen und Kapitalströme innerhalb ihrer eigenen global vereinbarten Regeln und Normen stattfinden, unterliegen diese Phänomene zunehmend den manchmal widersprüchlichen nationalen Sicherheitserfordernissen der Länder. Obwohl sich der Weltmarkt insgesamt nicht verlangsamt hat, ist er zunehmend politisch fragmentiert.

Es ist durchaus zu erwarten, dass nicht nur die Geopolitik, sondern auch die Notwendigkeit widerstandsfähiger Lieferketten nach der Pandemie und eine bessere Integration von Klimaschutzmassnahmen in die internationale Wirtschaftspolitik dazu führen, dass Länder ihre Haltung zur Globalisierung überdenken. Dennoch bleibt es wichtig, die Welten der Wirtschaft und der Geopolitik bis zu einem gewissen Grad zu trennen. Einerseits deshalb, weil geopolitische Übergriffe zur Verhängung von Sanktionen, Zöllen, Investitionsbeschränkungen und anderen Zwangsmassnahmen führen könnten, die wenig zur Verbesserung der nationalen Sicherheit beitragen, aber den wirtschaftlichen Wohlstand eines Landes verringern würden. Andererseits wird die Reform des Welthandelssystems immer dringlicher – sei es aus Gründen des Klimawandels, wegen Technologien wie der künstlichen Intelligenz oder wegen der Herausforderung, die Chinas industrielle Überkapazitäten für dieses System darstellen.

Diese Bemühungen erfordern den Zusammenschluss einer grossen Anzahl von Ländern, die sich für eine offene, auf hohen Standards und Regeln basierende Weltwirtschaft einsetzen, die aber nicht immer die gleichen Ansichten tei-

len, wenn es um die nationale Sicherheit geht. Wenn der nächste Präsident der Vereinigten Staaten versuchen würde, eine Erneuerung der globalen Wirtschaftsordnung als Teil eines grösseren geopolitischen Wettbewerbs zu gestalten, könnte er potenzielle Verbündete verprellen, die seine wirtschaftlichen Werte teilen, sich aber nicht zwischen China und den Vereinigten Staaten entscheiden wollen. In der 2025 beginnenden Amtszeit des Präsidenten dürfte sich zeigen, ob die Vereinigten Staaten versuchen werden, das internationale Wirtschaftssystem zu demontieren, an der Seitenlinie zu stehen, oder eine Erneuerung anzustreben.





ÜBER UNS

Die Bergos AG ist eine unabhängige Schweizer Privatbank mit Fokus auf Private Wealth. Sie ist im Jahr 2021 mit neuem Aktionariat aus ihrer vormaligen Muttergesellschaft, der 1590 gegründeten Berenberg Gruppe, hervorgetreten und seit über dreissig Jahren für internationale Privatkunden und Unternehmer am Schweizer Finanzplatz tätig. Ihr Hauptsitz ist in Zürich mit einer Niederlassung in Genf. Die Schweizer Privatbank hat sich dem «Human Private Banking» verschrieben und ist auf Vermögensverwaltung und -betreuung spezialisiert. Mit über 130 Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter liegt der Fokus auf der kompetenten Beratung in allen bekannten liquiden Anlageklassen sowie in Private Markets und Alternativen Investments. Unser «beyond money» Ansatz umfasst zudem Expertise in Kunst und Philanthropie. Unternehmerischen Kunden bietet Bergos Zugang zu M&A und anderen Corporate Finance-Dienstleistungen. Die Bergos AG bietet Privatkunden, Unternehmern und deren Familien einen ganzheitlichen, generationenübergreifenden Service, der neben Anlageempfehlungen auf Sicherheit, Neutralität, Internationalität und Weltoffenheit abzielt.

Diese Publikation dient ausschliesslich zu Informations- und Marketingzwecken. Die bereitgestellten Informationen sind nicht rechtsverbindlich und stellen weder Finanzanalysen, noch einen Verkaufsprospekt, ein Angebot für Investmenttransaktionen, eine Vermögensverwaltung oder eine Anlageberatung dar und ersetzen keine rechtliche, steuerliche oder finanzielle Beratung.

BERGOS AG

HAUPTSITZ

Kreuzstrasse 5
8008 Zürich, Schweiz

+41 44 284 20 20

NIEDERLASSUNG GENF

29, Quai du Mont-Blanc
1201 Genf, Schweiz

+41 44 308 59 00

www.bergos.ch

info@bergos.ch

AUTOREN

Till C. Budelmann

Dr. Jörn Quitzau

Peter S. Rashish

MANAGING EDITOR

Sarah Thalmann | Leiterin Kommunikation

© Copyright BERGOS AG

Zürich, Oktober 2024

Alle Rechte vorbehalten
