HQT Spezial: Neue Perspektiven für US-Wirtschaft und Dollar

Die Zollerhöhungen von Donald Trump haben die Unsicherheit weltweit erhöht und den US-Aktien zeitweilig einen Dämpfer versetzt. Das wirft die Frage auf, ob die Politik der aktuellen Regierung die beeindruckende Dynamik der US-Wirtschaft auf mittlere Sicht beeinträchtigen könnte. Ist die Zeit der amerikanischen Überlegenheit, des „US-Exceptionalism", beendet?

Strukturelle US-Wachstumsvorteile gegenüber der EU

Die Meinungen über diese Frage gehen weit auseinander. Für den Wachstumsvorsprung der USA seit 2020 sehen manche Sonderfaktoren und konjunkturelle Entwicklungen am Werk, die die US-Wirtschaft begünstigt haben. Zum einen waren die wirtschaftlichen Belastungen durch den Krieg in der Ukraine geringer als in Europa. Der Angriff auf die Ukraine hatte einen Energiepreisschock ausgelöst und diese in Europa noch weit über das US-Niveau hinaus ansteigen lassen. Vor allem für stark industriell geprägte Volkswirtschaften wie Deutschland war das ein starker Bremsfaktor.

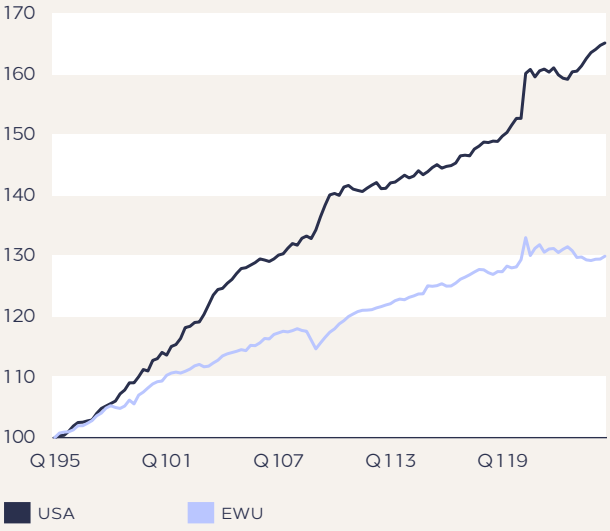
Hinzu kam zum anderen eine äußerst expansive Finanzpolitik in den USA, die die Wirtschaft mit großen schuldenfinanzierten Programmen angekurbelt hat. Auch in Europa war die Finanzpolitik expansiv, aber nicht in gleichem Umfang. Sie zielte auch weniger als in den USA auf die Steigerung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage, sondern mehr auf die Stabilisierung der Beschäftigung und die Vermeidung von Insolvenzen. Schließlich gehört zu den temporär wirksamen Antriebsfaktoren auch die Börsenrallye, insbesondere bei Tech-Aktien, die das Aktienvermögen massiv ansteigen ließ und damit nachfragesteigernd wirkte.

All diese Faktoren sind nicht ohne weiteres in die Zukunft fortzuschreiben. Wachstumsraten von etwa 3 %, wie sie in den Jahren 2023 und 2024 realisiert wurden, dürften daher in näherer Zukunft wohl nicht erreicht werden. Auch wenn die „Big Beautiful Bill“ positive Wachtsumseffekte durch zusätzliche Steuersenkungen erwarten lässt. Der konjunkturelle Vorsprung gegenüber der EU dürfte geringer werden.

Diese konjunkturellen Faktoren können jedoch nicht den langfristigen Produktivitäts-

Abb. 1 | Die Kluft wird größer

Arbeitsproduktivität je Arbeitsstunde (995 Q 1 = 100)*



Quelle: Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics, Eurostat, eigene Berechnungen.

und Wachstumsvorsprung erklären, der sich in den vergangenen 30 Jahren aufgebaut hat (siehe Abb. 1). Dafür sind mehrere strukturelle Vorteile der USA verantwortlich.

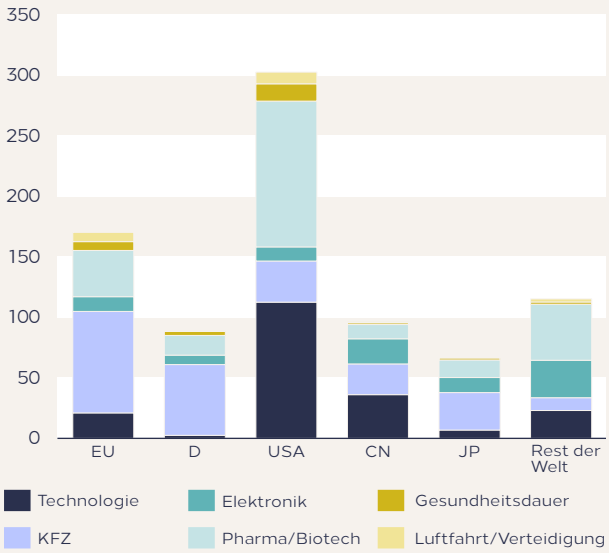
Hohe Investitionen der US-Wirtschaft

Eine Schlüsselrolle spielt die Informations- und Kommunikationstechnologie (IKT). Allein die schiere Größe dieses Wirtschaftszweigs in den USA steigert mit seinen weit überdurchschnittlichen Produktivitätsfortschritten das gesamtwirtschaftliche Ergebnis. Noch bedeutsamer ist jedoch, dass technologische Innovationen aus diesem Bereich auf breiter Front Produktivitätsgewinne in anderen Wirtschaftssektoren ermöglichen. US-Unternehmen investieren besonders stark in Informations- und Kommunikationstechnologie und adaptieren neue Technologien schneller als ihre europäischen Pendants. Studien zeigen, dass IKT-intensive Unternehmen größere Produktivitätsfortschritte erzielen. Zudem gelingt es US-Firmen, die stark in immaterielle Vermögenswerte investieren, davon stärkere Produktivitätseffekte zu erzielen als europäische Wettbewerber.

Auch das allgemeine Investitionsniveau ist ein bedeutender Faktor für die Produktivitätsentwicklung. Je schneller der Kapitalstock wächst und modernisiert wird, desto höher ist die durchschnittliche Arbeitsproduktivität. Dieses sogenannte „Capital Deepening" war einst ein Motor des europäischen Aufschwungs in der Nachkriegszeit, hat jedoch in den letzten Jahrzehnten deutlich an Dynamik verloren. Die Investitionsquoten US-amerikanischer Unternehmen und das Wachstum des Kapitalstocks über-

Abb. 2 | Einsamer Spitzenreiter

Ausgaben in Mrd. Euro für Forschung & Entwicklung in 2023 ausgewählter Branchen*



Quelle: LSEG, HQ Trust Research.

treffen inzwischen aber die europäischen Vergleichswerte (siehe Abb. 2).

Tiefer und breiter Finanzmarkt

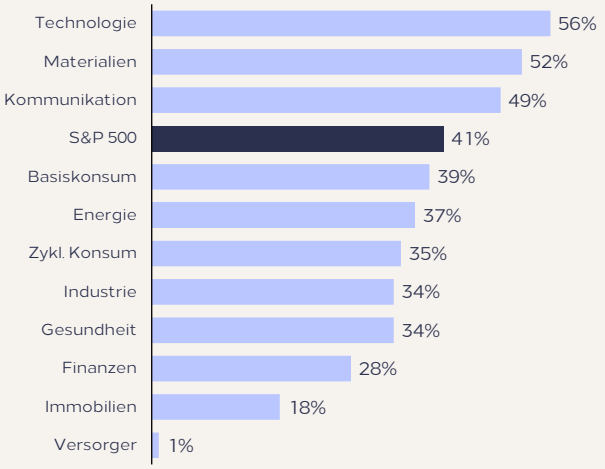
Investitionen erfordern Kapital – und hier besitzen die USA mit ihrem tiefen, gut entwickelten Finanzmarkt einen klaren Vorteil. Während in Europa ein Großteil der Unternehmensfinanzierung über Banken erfolgt, spielt in den USA der Kapitalmarkt eine zentrale Rolle. Dies begünstigt insbesondere risikobehaftete Innovationen. Junge, wachstumsstarke Unternehmen benötigen Risikokapital, das in Europa weniger leicht verfügbar ist – nicht zuletzt aufgrund kultureller Unterschiede und der Fragmentierung des europäischen Marktes. Auch hinsichtlich der Marktgröße bieten die USA

Unternehmen größere Skalierungsmöglichkeiten. In Europa erschweren nationale Unterschiede einheitliche Produktlösungen. Das gilt nicht allein im Finanzsektor, sondern auch in Bereichen wie Digitalisierung, Verteidigung und Energie. Hier sind die Märkte nach wie vor zersplittert und ohne Fortschritte bei der Schaffung europäischer Binnenmärkte bleibt ein struktureller Nachteil gegenüber den USA bestehen.

Dabei ist zu berücksichtigen, dass viele US-Unternehmen international stark aufgestellt und damit nicht allein von der heimischen Konjunktur abhängig sind: Ein erheblicher Teil ihrer Umsätze wird auf Auslandsmärkten erwirtschaftet. Damit sind diese Unternehmen nicht nur verhältnismäßig resilient gegenüber binnenwirtschaftlichen Schwächen, sondern sie partizipieren auch an globalen Wachstumstrends – insbesondere in dynamischen Regionen wie Asien oder Lateinamerika (siehe Abb. 3).

Abb. 3 | Wer international aufgestellt ist

Anteil der Auslandsumsätze (außerhalb der USA) der verschiedenen Sektoren des S&P 500 per Ende 2024*



Quelle: MSCI, HQ Trust Research.

Zukunftsorientierte Kapitalanlage bedeutet, an den globalen Wachstumsfeldern der kommenden Dekaden teilzuhaben – viele dieser Megatrends sind technologiegetrieben, kapitalintensiv und werden derzeit maßgeblich von US-Unternehmen vorangetrieben: Die überproportionale Präsenz amerikanischer Firmen in Bereichen wie Künstliche Intelligenz, Cloud-Infrastruktur, Biotechnologie oder CleanTech unterstreicht die technologische Führungsrolle der USA und verschafft ihnen einen strukturellen Vorteil – nicht nur im Hinblick auf Wachstumsperspektiven, sondern auch in Bezug auf ihre Attraktivität für langfristig orientierte Investoren.

Günstige Energie und viele Arbeitsstunden

Ein weiterer bedeutender Standortvorteil der USA ist die dauerhaft günstigere Energieversorgung. Preiswerte Energie steigert die Effizienz von Kapital- und Arbeitseinsatz – ein Vorteil, der in Zeiten energieintensiver Technologien wie künstlicher Intelligenz nochmals an Relevanz gewinnt. Europa muss daher verstärkt auf energieeffiziente Technologien setzen, um seinen Wettbewerbsnachteil auszugleichen.

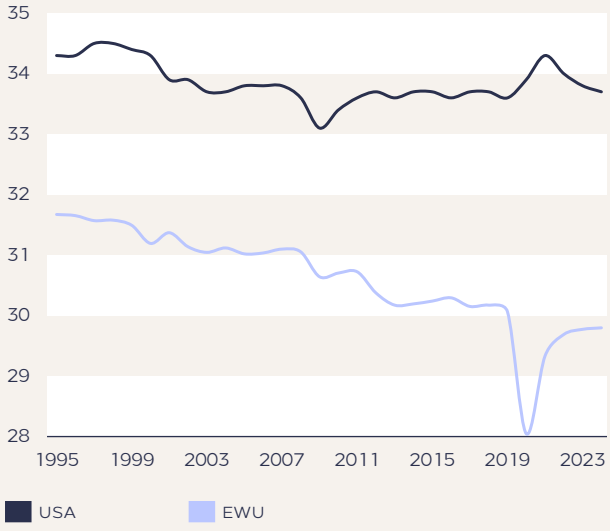
In der Vergangenheit wurde Europa oft wegen seines hohen Bildungsniveaus und der Verfügbarkeit hochqualifizierter Fachkräfte gelobt. Doch mit dem digitalen Wandel und der Ausbreitung künstlicher Intelligenz hat sich dieses Bild relativiert. Die schnelle Einführung neuer Technologien in den USA spricht dafür, dass es dort keinen größeren Fachkräftemangel im IKT-Bereich als in Europa gibt – eher im Gegenteil. Allerdings werden auch die USA die Herausforderun-

gen bewältigen müssen, die der markante Wandel am Arbeitsmarkt durch neue Technologien mit sich bringt. Während KI-Experten und Technologieentwickler immer gefragter werden, sind zahlreiche Tätigkeiten durch die Automatisierung und zunehmende künstliche Intelligenz obsolet geworden.

Auffallend ist, dass die durchschnittliche Anzahl an Arbeitsstunden pro Erwerbstätigem in Europa langfristig stärker gesunken ist und deutlich niedriger liegt als in den USA (siehe Abb. 4). Das bedeutet, dass der Wachstumsbeitrag des Faktors Arbeit deutlich geringer ist als in den USA. Ursachen für den Rückgang der Arbeitsstunden in Europa sind unter anderem der Anstieg der Teilzeitbeschäftigung – oft bedingt durch mangelnde Kinderbetreuung oder durch (Fehl-) Anreize, die vom staatlichen Steuer- und Transfersystem ausgehen.

Abb. 4 | Deutlicher Abstand

Durchschnittliche Wochenarbeitsstunden*



Quelle: EU Kommission Ameco Datenbank, HQ Trust Research.

In unteren Einkommenssegmenten lohnt sich der Übergang von Teilzeit- zu Vollzeitbeschäftigung vielfach nicht, da staatliche Transfers entfallen und Steuerbelastungen zunehmen. Diese Faktoren dürften angesichts stark ausgebauter Sozialsysteme in Europa eine größere Rolle spielen.

Irrungen der Politik könnten die Vorteile der USA gefährden

Trotz großer Herausforderungen wie etwa wachsender sozialer Ungleichheit und Problemen im Gesundheitswesen konnten die USA dank ihrer strukturellen Stärken Europa über die letzten drei Jahrzehnte wirtschaftlich abhängen und deutlich höhere Produktivitäts- und Wachstumsergebnisse erzielen.

Ob sich diese strukturellen Vorteile halten lassen, hängt von der künftigen Politik ab. Eine dauerhaft protektionistische Ausrichtung könnte den Wettbewerb schwächen und den Wohlstand gefährden. Die verhältnismäßig geringe internationale Wettbewerbsfähigkeit mancher Industriebranchen in den USA etwa im Automobilbereich, bei manchen Konsumgütern und in Teilen des Maschinenbaus würden dadurch perpetuiert. Der US-Konsument würde langfristig höhere Preise zahlen müssen.

Gefährlich für die USA wäre auch eine gezielte Schwächung des US-Dollars – etwa durch Diskussionen über Umschuldungskonzepte für ausländische Gläubiger von Staatsanleihen (sogenannter „Mar-a-Lago-Akkord“) oder durch Überlegungen, Strafsteuern auf Erträge von Investoren

und Unternehmen zu erheben, die in den USA produzieren oder investieren. Zwar wurde die umstrittene Section 899, die solche Maßnahmen vorsah, letztlich aus dem Haushaltsgesetz gestrichen – allein die öffentliche Debatte darüber reichte jedoch aus, um das Vertrauen internationaler Kapitalgeber in US-Assets spürbar zu belasten.

Drohungen steigern die Investitionsbereitschaft nicht

Für einen Staat, der in großem Umfang auf Kapitalimporte angewiesen ist, erscheinen solche Gedanken widersinnig. Ähnlich wie bei den Zollandrohungen dürften sie als Drohpotential eingesetzt werden, um Maßnahmen anderer Länder wie etwa eine Digitalsteuer, die US-Unternehmen träfe, zu verhindern. Eine weitgehende Umsetzung der Strafmaßnahmen würde Kapitalabflüsse aus den USA zur Folge haben und die US-Kapitalmärkte und die Staatsfinanzierung schwer belasten.

Am Ende dürfte genau dieser Umstand die Trump-Administration zum Einlenken bewegen. Alles, was das Renditeniveau für US-Staatsanleihen steigen lässt, liegt nicht im Interesse der Regierung. Eine allmähliche Abwertung des überbewerteten US-Dollars wäre zwar grundsätzlich willkommen, da sie das Außenhandelsdefizit verringern könnte – doch sie als Nebeneffekt einer Politik zu provozieren, die Aktien- und Anleihemärkte massiv belastet, wäre volkswirtschaftlich äußerst riskant und mit hohen Kosten verbunden.

Pläne, Investoren aus Ländern mit unfairen Steuerpraktiken zu bestrafen, würden im Übrigen auch dem Ziel von Donald Trump entgegenlaufen, mehr Investitionskapital in die USA zu ziehen. Er selbst verweist gerne auf die erfolgten Investitionszusagen von US-amerikanischen aber auch globalen Unternehmen in den USA, die bei jeder Auslandsreise des US-Präsidenten noch gesteigert werden. Um Investitionsanreize für internationale Unternehmen in den USA zu erhalten, wird man eine steuerliche Diskriminierung ausschließen müssen. Allein über handelspolitische Drohungen mit Zöllen wird man kaum Investitionsbereitschaft von internationalen Unternehmen herstellen können.

„Die starke Stellung vieler US-amerikanischer Konzerne dürfte weiterhin erhebliche Produktivitätsfortschritte und eine hohe Innovationsdynamik mit sich bringen."

Christian Subbe
Geschäftsführer HQ Trust

Ein Abgesang auf den US-Dollar ist nicht angebracht

„Der US-Dollar ist unsere Währung, aber Euer Problem.“ An diese Aussage des US-amerikanischen Finanzministers J. Connally aus dem Jahre 1971, in dem die Goldbindung des US-Dollars unter Präsident Nixon aufgehoben wurde, mögen sich manche Anleger heute erinnert fühlen. Nach Jahren starker Kapitalzuflüsse in die USA, die mit einer stark wachsenden Wirtschaft und einem boomenden Technologiesektor punkten konnten, haben internationale Anleger in den ersten Monaten dieses Jahres ihre Positionen in US-Märkten tendenziell verringert.

Der US-Dollar hat daraufhin an den Devisenmärkten an Wert verloren, obwohl er im Kaufkraftvergleich zu anderen Währungen, wie etwa OECD-Analysen belegen, nach wie vor sehr hoch bewertet ist. Investoren zeigten sich zunehmend verunsichert, ob die aggressive Zollpolitik der US-Regierung die wirtschaftliche Dynamik nachhaltig belasten könnte – und ob hinter den Maßnahmen möglicherweise sogar die Absicht steht, den US-Dollar gezielt abzuwerten. Diskussionen über die Unabhängigkeit der US-Zentralbank oder über eine höhere Besteuerung ausländischer Gläubiger haben die Zweifel genährt.

Abwertungstendenzen des US-Dollars dürften bleiben

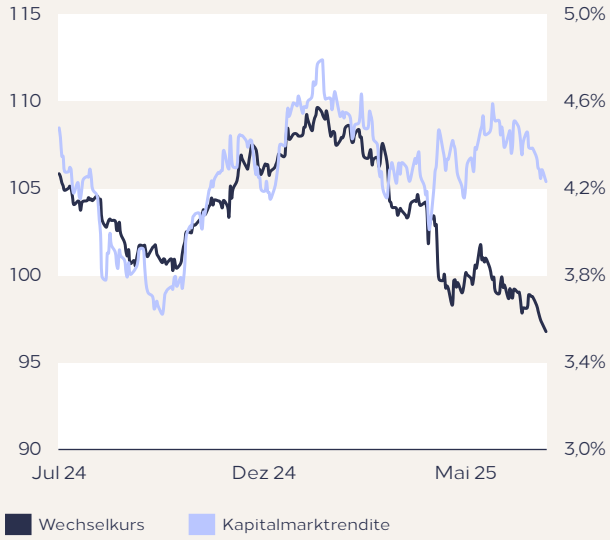
Die Kombination aus politischer Unsicherheit und einer Abschwächung der US-Konjunktur hat dazu geführt, dass internationale Anleger eine höhere Risikoprämie bei Dollar-Anlagen fordern. Erkennbar wird diese Entwicklung daran, dass der Dollar an Wert verlor, obwohl sowohl die Leitzinsen der Fed als auch die langfristigen Kapitalmarktrenditen weiterhin deutlich über denen in Europa und Japan liegen. Weder das höhere kurzfristige Zinsniveau noch der Renditevorsprung bei Anleihen reichten aus, um den Außenwert des Dollars zu stützen.

Die in den vergangenen Jahren beobachtbare enge Korrelation zwischen den Renditen zehnjähriger US-Staatsanleihen und dem US-Dollar-Kurs wurde zuletzt spürbar unterbrochen – ob es sich dabei um eine kurzfristige Abweichung oder einen nachhaltigeren Bruch handelt, bleibt vorerst offen. Zusätzliche Sorgen kamen bei den Anlegern auf, nachdem Moody’s das Kreditrating der USA herabstufte – damit vergibt nun auch die dritte der großen Ratingagenturen nicht mehr die Bestnote für US-Staatsanleihen. Auch wenn dieser Schritt

von vielen Marktteilnehmern früher oder später erwartet worden war, hat er das Vertrauen in die fiskalische Stabilität der USA weiter geschwächt (siehe Abb. 5).

Abb. 5 | Ende des Gleichschritts

US-Dollar-Index (linke Skala) & Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen (rechte Skala)*



Quelle: LSEG, HQ Trust Research.

Aus makroökonomischer Sicht spricht vieles dafür, dass sich die graduelle Abwertung des US-Dollars zunächst fortsetzen dürfte. Die USA sind zur Finanzierung ihres hohen Leistungsbilanzdefizits auf stetige Kapitalzuflüsse aus dem Ausland angewiesen. Sollten ausländische Investoren jedoch nicht bereit sein, ihre ohnehin bereits umfangreichen Dollar-Positionen weiter auszubauen, müssten US-Vermögenswerte mit Abschlägen angeboten werden – sei es in Form fallender Marktpreise oder über einen schwächeren Wechselkurs des Dollars.

Natürlich ist eine Dollar-Abwertung nicht das einzig mögliche Szenario. Eine Stabilisierung oder gar Aufwertung des US-Dollars wäre durchaus denkbar, sollte es der US-Wirtschaft gelingen, ihre Wachstumsdynamik wieder deutlich zu steigern und damit anderen Volkswirtschaften vorauszueilen. In einem solchen Umfeld würde der Dollar für Investoren wieder an Attraktivität gewinnen, hohe Gewinnerwartungen wären gerechtfertigt, und selbst das hohe Zinsniveau ließe sich besser verkraften – nicht zuletzt, weil eine robuste Konjunktur auch die Rückführung der Staatsdefizite erleichtern würde. Wahrscheinlich ist dieses Szenario in der aktuellen Situation aber nicht. Vielmehr ist damit zu rechnen, dass die sehr große Unsicherheit und die wachstumsdämpfenden Zölle das Expansionstempo in den Jahren 2025 und 2026 verlangsamen.

Kein Ende der Dominanz des Dollars als Weltwährung

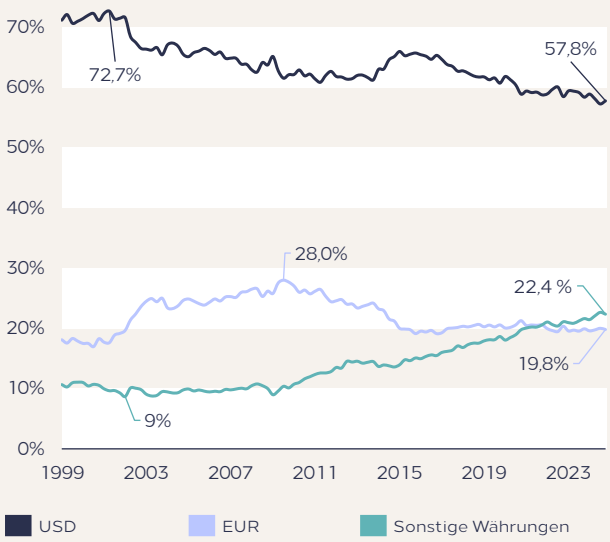
Viele Investoren treibt angesichts der aktuellen Entwicklung auch die Frage um, ob die dominante Rolle des US-Dollars langfristig gefährdet sein könnte und die Währung als Weltreservewährung an Bedeutung abnehmen könnte. Da die US-Regierung derzeit scheinbar auf eine Abschottung der Wirtschaft und einen Abbau der Auslandsverschuldung hinwirkt, ist es durchaus berechtigt, diese Frage aufzuwerfen.

Allerdings sollte man nicht von den aktuellen Kurstendenzen auf eine solche Entwicklung schließen. In der Vergangenheit hat der Dollar selbst erhebliche Wechselkursschwankungen und tiefgreifende Veränderungen im globalen Währungssystem überstanden, ohne seine Rolle als dominierende

Reservewährung einzubüßen. Weder die Aufhebung der Goldbindung noch die Freigabe der Wechselkurse oder temporäre Importzölle – wie etwa unter Präsident Nixon in den frühen 1970er-Jahren – konnten diese Position ernsthaft erschüttern. Selbst in Phasen ausgeprägter Dollar-Bewegungen und umfangreicher Interventionen der Notenbanken blieb der Anteil des US-Dollars an den globalen Währungsreserven meist deutlich über der Marke von 50 %.

Abb. 6 | Der Dollar bleibt Weltreservewährung

Entwicklung des Weltanteils an den Fremdwährungsreserven in %*



Quelle: LSEG, HQ Trust Research.

Aktuell liegt sein Anteil an den Devisenreserven der Zentralbanken bei rund 58 % (siehe Abb. 6). Er ist in den letzten Jahren etwas gesunken, da die Zentralbanken ihre Devisenreserven stärker diversifiziert haben. Der Euro hat von dem rückläufigen Anteil des US-Dollars allerdings nicht profitieren können. Vor allem kleinere Währungen wie der kanadische oder australische Dollar sind aufgestockt worden. Chinesische Renminbi haben weiterhin einen nur sehr geringen Anteil an den Weltwährungsreserven. Stark gestiegen sind vor allem die Goldreserven der Zentralbanken. Zusätzliche Goldankäufe und fulminante Wertsteigerungen des Edelmetalls haben dazu beigetragen.

Ist die Vorherrschaft des Dollars langfristig in Frage gestellt?

Diese Frage hängt vor allem davon ab, ob die institutionellen Voraussetzungen, die den starken Dollar begründen, unter der Politik von Donald Trump ins Wanken geraten könnten. Zu den wohl wichtigsten Fundamenten für eine Weltwährung gehören die Folgenden: Eine stabilitätsorientierte und unabhängige Notenbank, die nicht allein stabile Preise, sondern auch die Stabilität der Finanzmärkte sichert, ein offenes Handels- und Kapitalverkehrssystem, das eine sofortige Verwendung der Weltreservewährung bei Zahlungsbilanzungleichgewichten ermöglicht, einen großen liquiden Anleihemarkt, auf dem die Devisenreserven angelegt werden können und schließlich eine internationale Akzeptanz der Währung und ein hohes Maß an Rechtssicherheit.

Die in den vergangenen Monaten teils erratischen Aussagen und Absichtserklärungen der US-Regierung haben Zweifel daran aufkommen lassen, ob die zentralen Voraussetzungen für die internationale Vertrauensstellung des US-Dollars auch künftig Bestand haben werden. Besonders kritisch wurden dabei Überlegungen wie der sogenannte „Mar-a-Lago-Akkord“ gesehen, der

eine Umschuldung von US-Staatsanleihen gegenüber bestimmten ausländischen Gläubigern ins Spiel brachte. Auch wenn die umstrittene Section 988 des Haushaltsgesetzes letztlich nicht verabschiedet wurde, hat allein ihre ernsthafte Diskussion bei vielen Marktteilnehmern tiefe Verunsicherung hinterlassen. Solche Signale stellen ein potenzielles Risiko für die Rolle des Dollars als stabilen Anker im Weltwährungssystem dar.

„Die Dominanz des US-Dollars als internationale Leitwährung bleibt vorerst unangetastet."

Dr. Michael Heise
Chefökonom HQ Trust

Wird die US-Regierung weitere Schritte in diese Richtung unternehmen? Das erscheint eher unwahrscheinlich, wenn man an die Konsequenzen für die USA denkt. Ein Rückzug internationaler Anleger aus dem Dollar würde die Renditen der US-Staatsanleihen erhöhen sowie Bewertungskorrekturen an den Aktienmärkten und starke Abwertungstendenzen für den Wechselkurs auslösen. Es wäre insgesamt ein äußerst kostspieliger Weg, das Außenhandelsdefizit der USA zu vermindern. Im Übrigen würde bei einer abnehmenden internationalen Bedeutung des US-Dollars auch das Machtinstrument geschwächt, das die Regierung über Sanktionen einsetzen kann, um politische Ziele zu erreichen.

Auch wenn es nicht zu bewussten Maßnahmen dieser Art kommt, könnte die steigende Staatsverschuldung der USA langfristig zu einem Risiko für den Dollar werden. Wenn dem Anstieg der Schuldenquote kein Einhalt geboten wird (124 % des Bruttoinlandsprodukts), könnten Investoren zunehmend die „Safe-Haven"-Funktion der Währung hinterfragen. Abstufungen der Kreditqualität der USA durch die Ratingagenturen sind ein Zeichen für dieses Risiko. Allerdings ist es keineswegs so, dass eine Konsolidierung der US-Staatsfinanzen unmöglich ist. Häufig bemühte Vergleiche zu hochverschuldeten europäischen Ländern mit ähnlichen Schuldenquoten (etwa Frankreich) übersehen, dass die USA ein deutlich höheres Wachstumspotential aufweisen und mit weniger einschneidenden Konsolidierungsschritten eine Stabilisierung der Staatschuldenquote erreichen könnten. Es ist möglich, dass die Staatsverschuldung in Deutschland und Frankreich ähnlich stark wie in den USA ansteigt.

Die USA verfügen in mehrfacher Hinsicht über strukturelle Wachstumsvorteile, die der Wirtschaft in den letzten drei Jahrzehnten einen deutlichen Wachstumsvorsprung gegenüber Europa beschert haben und die wohl auch in der Zukunft wirksam sein werden. Worauf es ankommt, ist, ob die US-Regierung die Kraft und die Bereitschaft zur Begrenzung der Staatsdefizite aufbringt und ob sie wachstumsorientierte Maßnahmen durchsetzen wird.

Unsere Schlussfolgerungen

Langfristig bleiben die USA trotz kurzfristiger Risiken ein attraktiver Markt. Auch wenn der aktuell hohe Anteil der US-Aktien am globalen Aktienmarkt von rund 64 % perspektivisch etwas sinken könnte – etwa durch die zunehmende Bedeutung chinesischer Unternehmen oder eine Aufholbewegung europäischer Titel –, bleibt die dominierende Rolle der USA im globalen Technologiesektor bestehen. Die starke Stellung vieler US-amerikanischer Konzerne dürfte weiterhin erhebliche Produktivitätsfortschritte und eine hohe Innovationsdynamik mit sich bringen.

Selbst bei temporären Risiken – etwa mit Blick auf Handelskonflikte, die fiskalische Schieflage oder eine weniger berechenbare Zinspolitik – sollte die strategische Allokation in den US-Markt nicht übermäßig reduziert werden. Zu groß ist der strukturelle Einfluss der US-Unternehmen auf globale Kapitalmärkte und zu bedeutend ist ihr Beitrag zu technologischer Entwicklung, Innovation und Effizienzsteigerung weltweit.

Für eine strategisch stabile US-Gewichtung sprechen insbesondere:

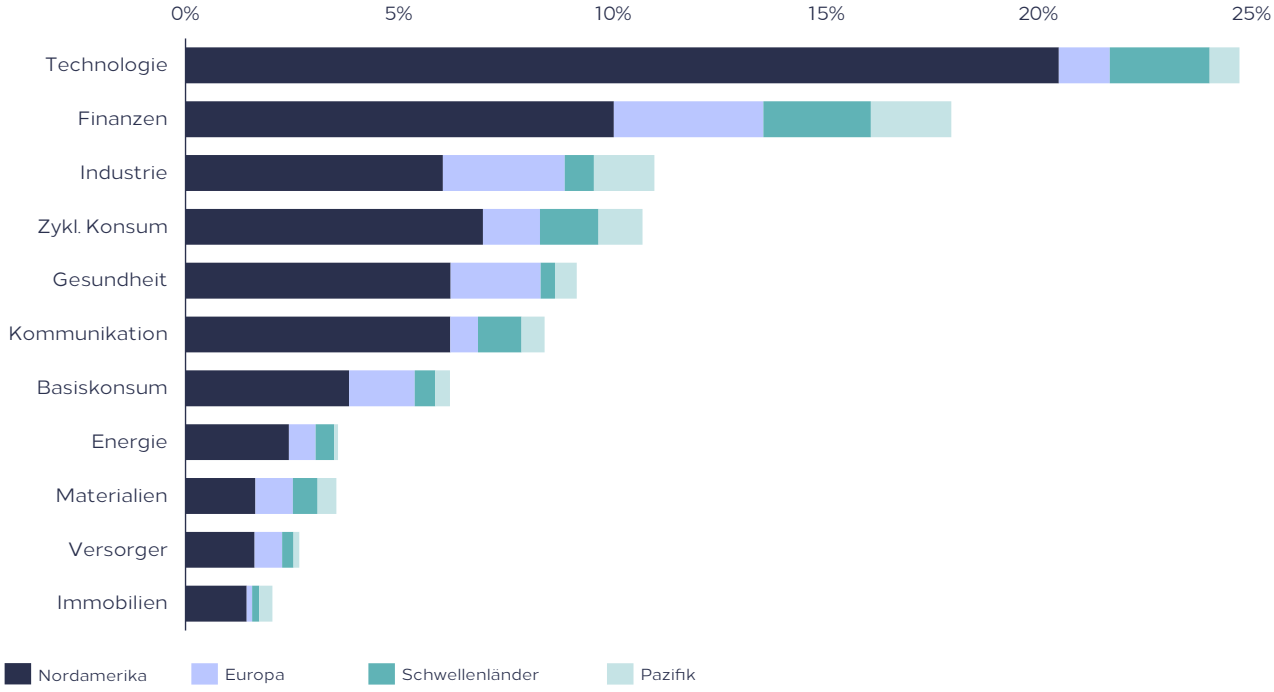
- **Globale Führungsrolle in Schlüsselsektoren**: US-Unternehmen setzen internationale Standards – sei es in Technologie, Markenstärke, Lieferfähigkeit oder Kapitaldisziplin.
- **Unabhängige Innovationszyklen**: Viele technologische Umbrüche entstehen in den USA – oft losgelöst von politischen Konjunkturen.
- **Nachgewiesene Widerstandsfähigkeit**: In historischen Stressphasen – etwa während der COVID-19-Pandemie oder nach den Zinsschocks ab 2022 – blieben US-Konzerne operativ erfolgreich.

Besonders deutlich wird die US-Dominanz im Technologiesektor: Eine Analyse der sektoralen Zusammensetzung des globalen Aktienmarktes zeigt, dass Technologie den mit Abstand größten Anteil im Index stellt. Innerhalb dieses Sektors ist das Gewicht Nordamerikas sogar noch ausgeprägter als im globalen Durchschnitt über alle Sektoren hinweg (siehe Abb. 7).

US-Technologiekonzerne sind somit nicht nur strukturelle Träger von Innovation und Produktivität, sondern auch maßgeblich für die globale Marktgewichtung. Eine Untergewichtung des US-Marktes geht zwangsläufig mit einer Untergewichtung des wichtigsten globalen Wachstumssegments einher – und birgt somit ein strukturelles Performance-Risiko. Insbesondere im Vergleich zu Europa ist nicht zu erwarten, dass sich die wirtschaftlichen Kräfteverhältnisse grundlegend verändern.

Abb. 7 | US-Dominanz im Technologiesektor

Gewichtungen sowie regionale Zusammensetzungen der MSCI ACWI Sektoren per Ende Mai 2025*



Quelle: LSEG, HQ Trust Research.

Anleger sollten sich wegen des Abwertungstrends nicht von US-Aktien abwenden. Der tendenzielle Abwertungstrend des US-Dollars ist auch als Korrektur einer Überbewertung zu sehen und dürfte sich in moderatem Tempo fortsetzen. Ein etwas schwächerer Dollar trägt dazu bei, die Exportfähigkeit der US-Unternehmen zu verbessern und das Außenhandelsdefizit der USA zu reduzieren. Nachdem der Greenback zuletzt bereits spürbar an Wert verloren hat, sind im Übrigen kurzfristige Gegenbewegung möglich, insbesondere dann, wenn sich die konjunkturelle Dynamik in den USA temporär wieder aufhellt.

Die Dominanz des US-Dollars als internationale Leitwährung bleibt vorerst unangetastet – zum einen wegen des anhaltend attraktiven Zinsniveaus, zum anderen mangels glaubwürdiger Alternativen. Allerdings dürfte die schwer vorhersehbare Politik der US-Regierung die Zinsen auf langfristige US-Staatsanleihen auf erhöhtem Niveau halten. Selbst wenn im zweiten Halbjahr oder Anfang 2026 weitere Zinssenkungen der Fed erfolgen sollten, ist daher nicht mit einem deutlichen Rückgang der Kapitalmarktrenditen zu rechnen.

Zu den Autoren

Christian Subbe
Geschäftsführer & CIO HQ Trust

Dr. Michael Heise
Chefökonom HQ Trust

Christian Subbe ist Geschäftsführer und Chief Investment Officer (CIO) von HQ Trust. Der Diplom-Volkswirt kam 2024 von der Frankfurter Leben Gruppe, wo er als Mitglied der Geschäftsleitung den Bereich Kapitalanlagen verantwortete. Zuvor war Christian Subbe in leitenden Positionen für Deka Investment und Allianz Global Investors tätig. Er hält einen Diplom-Abschluss in Volkswirtschaftslehre von der Universität Heidelberg und ist zertifizierter europäischer Finanzanalyst (CEFA/DVFA).

Dr. Michael Heise ist Chefökonom von HQ Trust. Er zählt zu den bekanntesten Volkswirten des deutschsprachigen Raumes. Vor seinem Start bei HQ Trust war er Leiter des Group Centers Economic Research der Allianz SE sowie Generalsekretär des Sachverständigenrates zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung. Dr. Michael Heise lehrt als Honorarprofessor an der Goethe-Universität in Frankfurt am Main. Er ist Mitglied in diversen hochrangigen Ausschüssen und des Planungsstabes des House of Finance.

Disclaimer

Dieser Bericht dient nur zur Information des Empfängers. Ohne Zustimmung der HQ Trust GmbH dürfen diese Informationen nicht vervielfältigt und/oder Dritten zugänglich gemacht werden. Dieses Dokument stellt weder eine Anlageberatung oder eine Finanzanalyse noch eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder eine sonstige Empfehlung im Sinne des WpHG dar. Der Zweck dieses Berichts ist die Unterstützung der Diskussion mit HQ Trust über die Anlagemöglichkeiten, die unseren Kunden zur Verfügung stehen. HQ Trust gibt keine ausdrückliche oder stillschweigende Gewährleistung, Garantie oder Zusicherung für die Richtigkeit, Vollständigkeit, Aktualität und Qualität der Informationsquellen für den Text. Der Text stellt weder eine allgemeine Anleitung für Investitionen noch eine Grundlage für spezifische Investmententscheidungen dar. Des Weiteren gibt er keine impliziten oder expliziten Empfehlungen in Bezug auf die Art und Weise, in der Kundenvermögen investiert werden sollte bzw. werden wird.

Soweit in diesem Dokument Indizes dargestellt sind oder auf diese Bezug genommen wird, ist zu berücksichtigen, dass die benutzten Indizes keine Management- oder Transaktionskosten beinhalten. Investoren können nicht direkt in Indizes investieren. Verweise auf Marktindizes oder zusammengesetzte Indizes, Benchmarks oder andere Maße der relativen Marktperformance über eine spezifizierte Zeitperiode (die Benchmark) werden nur zur Information zur Verfügung gestellt. Bezugnahmen auf diese Benchmark implizieren nicht, dass das Portfolio Rendite, Volatilität oder andere Ergebnisse ähnlich wie die Benchmark erzielt. Die Zusammensetzung der Benchmark reflektiert unter Umständen nicht die Art und Weise, in der das Portfolio in Bezug auf erwartete und tatsächliche Rendite, Portfoliorichtlinien, Restriktionen, Sektoren, Korrelationen, Konzentration, Volatilität oder Tracking-Error-Ziele, die alle über die Zeit variieren können, konstruiert ist. HQ Trust gibt keine Haftungserklärung oder Verpflichtung ab, dass die Performance des Kundenvermögens der Benchmark entspricht, sie übertrifft oder ihr folgt. Frühere Wertentwicklungen eines Index, einer Benchmark oder anderer Maße sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Der Bericht stellt kein Angebot oder keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf an Personen mit Sitz in Ländern, in deren Gerichtsbarkeit ein solches Angebot oder eine solche Aufforderung zum Kauf nicht autorisiert ist, oder an Personen, bei denen es ungesetzlich wäre, ein solches Angebot oder eine Aufforderung zum Kauf abzugeben, dar. Es liegt in der Verantwortung jeder Person oder jedes Personenkreises, die oder der dieses Material im Besitz hat, sich selbst zu informieren und alle anwendbaren Gesetze und Regularien jeder relevanten Gerichtsbarkeit zu beachten.

Die dargestellten Meinungen entsprechen ausschließlich unseren aktuellen Ansichten zum Zeitpunkt der Übergabe des Berichts und stimmen möglicherweise nicht mit der Meinung zu einem späteren Zeitpunkt überein. Bestimmte Transaktionen, insbesondere solche, die Futures, Optionen und hochverzinsliche Anleihen sowie Investments in Emerging Markets umfassen, haben unter Umständen den Effekt, dass sie das Risiko substanziell erhöhen und somit nicht für alle Investoren geeignet sind. Anlagen in Fremdwährungen unterliegen einem Währungsrisiko und können infolge von Kursschwankungen einen negativen Effekt auf den Wert, den Preis oder das mit diesen Investments erzielte Einkommen haben. Solche Investments sind ebenfalls betroffen, wenn Devisenbeschränkungen eingeführt werden sollten oder andere Gesetze und Restriktionen bei diesen Investments Anwendung finden. Investments, die in diesem Text erwähnt werden, sind nicht notwendigerweise in allen Ländern erhältlich, eventuell illiquide oder nicht für alle Investoren geeignet. Investoren sollten sorgfältig prüfen, ob ein Investment für ihre spezifische Situation geeignet ist, und sich hierbei von HQ Trust beraten lassen. Der Preis und der Wert von Investments, auf die sich dieser Bericht bezieht, können steigen oder fallen. Es besteht die Möglichkeit, dass die Investoren nicht das ursprünglich eingesetzte Kapital zurückerhalten. Die historische Performance ist kein Richtwert für die zukünftige Performance. Zukünftige Erträge sind nicht garantiert und ein Verlust des eingesetzten Kapitals kann auftreten. Die zuständige Aufsichtsbehörde für HQ Trust ist die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

HQ Trust GmbH
Harald Quandt Haus
Am Pilgerrain 17
61352 Bad Homburg v. d. Höhe

Deutschland
T +49 6172 402 850
F +49 6172 402 859

www.hqtrust.de