

FINANZWOCHEN

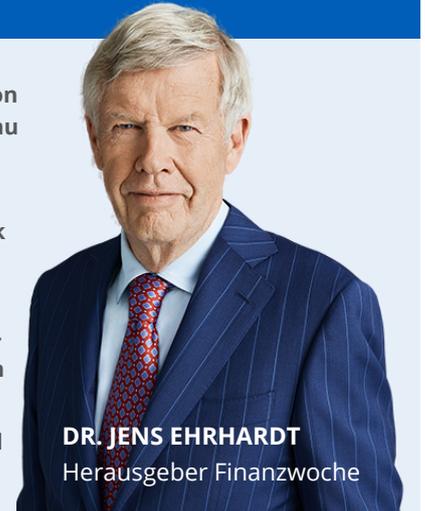
50
Jahre

INTERNATIONALE KONJUNKTUR- UND MARKTANALYSE SEIT 1974

KOMPAKT

ALLGEMEINER MARKTKOMMENTAR

- Schock-Zahlen für US-Arbeitsmarkt und Rezessionsängste mit 10% Yen-Anstieg und überraschende Japan-Leitzinsanhebung führten zu Einbruch. Japan-Nikkei von 42.000 auf 31.000! Vergleichbar mit 1987. Allein NVIDIA -1 Bio. \$. S&P 500 auf Niveau Ende Februar. Nur kurzfristige Markttechnik positiv: Fear & Greed unter 19. Intel -26%. Stärkster Sturz seit 42 Jahren. Größtes Problem: 20 Bio. \$ Yen-Carry-Trades.
- Vorteil der am Ende doch noch wirkenden monetären US-Konjunkturpolitik ist eine steigende Wahrscheinlichkeit, dass die US-Zentralbank die Zinssenkung vorzieht und gleich mit 0,5% statt 0,25% Zinssenkung beginnt.
- Zinssenkungen waren für die Börse aber nur positiv, wenn die Konjunktur zumindest stabil war. Sonst hatten Zinssenkungen keine positiven Aktienauswirkungen (wie zuletzt in China).
- Aufwärtsbewegung bei Staatsanleihen (kurzfristig überkauft) sollte sich im Trend fortsetzen. US-Teuerung annualisiert unter 2%, weit niedriger als in Europa.



DR. JENS EHRHARDT
Herausgeber Finanzwoche

Fast über Nacht erinnern die Zeiten an den Börsensturz 1987 (z.B. in Japan mit 20% TOPIX-Absturz in drei Tagen, schlimmster Rückgang seit 1949). Auch 1987 war die japanische Währung ähnlich wie heute einer der Mit-auslöser des Crashes. Dazu kamen gestiegene Zinsen im Verlauf des Jahres und hohe Spekulationsbereitschaft ähnlich wie in diesem Jahr: Amerikanische Privatanleger engagierten sich in US-Aktien im Juli in Rekordhöhe und besonders in US-Technologie-Aktien – ein Vorsichtssignal! Berücksichtigt man, dass in Deutschland nur acht Prozent des Gesamtvermögens der erwachsenen Bevölkerung in Aktien und Aktienfonds investiert ist (17,6% Aktionärsquote), dagegen in den USA aber die Alterssicherung bei mehr als der Hälfte der Bevölkerung im Wesentlichen durch Aktienbesitz (kaum in festverzinslichen Papieren) besteht, kann man sich Auswirkungen auf Konsum und US-Konjunktur vorstellen. Nachdem plötzlich die Rezessionswahrscheinlichkeit in den USA deutlich gestiegen ist, können auch Zinssenkungen außerhalb der FED-Sitzungen (nächste reguläre ist am 18.09.) nicht ausgeschlossen werden. Morgan Stanley rechnet sogar mit mehreren Zinssenkungen nicht um 0,25, sondern um 0,5%. Theoretisch kann die FED die kurzfristigen Zinsen um nicht weniger als 5,5% senken, sodass erhebliches Potenzial für die Notenbank besteht. Die große Frage ist allerdings, wie die US-Börse, aber auch die Weltbörsen auf Zinssenkungen (die EZB wird sicherlich mitziehen) reagieren. Der "Worst Case" wäre, dass die Zinssenkungen

verpuffen. Schon zuletzt reagierte Wall Street (ähnlich schon länger in China) nicht mehr auf die gesunkenen US-Zinsen bei 10-Jahres-Anleihen (seit dem Hoch von fünf Prozent immerhin auf 3,7%), sondern reagierte nur noch auf Konjunkturmeldungen, die sich entgegen allgemeiner Erwartung meist deutlich verschlechterten. Es bleibt also ratsam, bei einer vorsichtigen, defensiven Anlagepolitik zu bleiben. Besonders drastisch waren die jüngsten Kurseinbrüche in Japan mit zwölf Prozent am Montag, in Korea mit neun Prozent und in Taiwan mit über acht Prozent. Hauptauslöser ist hier die Stärke des japanischen Yen, der gegenüber Euro seit seinem Tief über zehn Prozent gewonnen hat. Man fragt sich, wie die Weltbörsen auf diese Entwicklung reagieren. Zahlreiche Indizes sind seit Jahresanfang im Minus, wie der Dow Jones Transport mit -4,0%, der NIKKEI mit über fünf Prozent oder der MDAX mit zwölf Prozent im Minus als Spiegelbild des breiten deutschen Marktes. Der französische CAC40 liegt nur sechs Prozent im Minus seit Jahresanfang (Italien +2,0%, Spanien +2,0%). Gleichgewichteter S&P 500 nur +3,0%. Wie krisenhaft die Stimmung an den Weltbörsen eingeschätzt wird, zeigt die Wall Street-Volatilität VIX, die um über 200% in kurzer Zeit gestiegen ist (Hoch war 67, jetzt 24).

Inflation und Arbeitsmarkt zeigen in den USA immer deutlicher abwärts. Die Anzahl der in den USA neugeschaffenen Arbeitsplätze halbierte sich im Juli nahezu (auf 114.000 und dies zu 70% vom Staat und im

Gesundheitswesen) gegenüber Vormonat. Es erscheint realistisch, dass nach Revision die Arbeitsplätze im Juli überhaupt nicht stiegen. Wie hier vorausgesagt wurde zuletzt durch die Revision bekannt, dass bisher rund 800.000 neue Arbeitsplätze zu viel ausgewiesen wurden. Die Arbeitslosenrate stieg auf jetzt 4,3%, was auch damit zusammenhängt, dass immer mehr Menschen einen Arbeitsplatz suchen beziehungsweise die sogenannte Partizipationsrate auf 62,7% (Höchststand für diesen Zyklus) stieg. Der erste US-Konjunkturindikator weist jetzt ganz knapp den Beginn einer Rezession aus. Nach der sog. Sahm-Regel ist eine 0,5%-Steigerung der Arbeitslosenrate gleichbedeutend mit dem Beginn einer Rezession. Auch die sog. US-Unterbeschäftigungs-Arbeitslosenrate (Underemployment Rate) stieg von 7,4 auf 7,8%. Die Verschlechterung des US-Arbeitsmarktes kommt für die meisten Beobachter überraschend (rund 60% mehr neue Arbeitsplätze im letzten Monat wurden erwartet). Auch der etwas wahrscheinlicher gewordene Beginn einer US-Rezession kommt für über 80% der Beobachter völlig überraschend. Entsprechend negativ reagierte die US-Börse und damit die Weltbörsen.

In Richtung Rezession weisen auch die US-Inflationsraten. Im vierten Monat stieg die Teuerungsrate (CPI) nur um 0,1% gegenüber dem Vormonat. Annualisiert bedeutet dies deutlich weniger als das Inflationsziel der Notenbank von zwei Prozent (Euro-Inflation dagegen zuletzt annualisiert über drei Prozent). Je schwächer die US-Konjunktur, desto mehr dürfte sich die Teuerungsrate zurückbilden. Fast alle Konjunkturbeobachter hatten vergessen, dass die nach Volcker schärfste Bremspolitik der US-Notenbank immer noch wirkt. Nur weil diesmal die Zeitverzögerung länger war als in den anderen Konjunkturzyklen der Nachkriegszeit, hatte man die Rezessionsmöglichkeiten völlig abgeschrieben und allgemein nur ein "Soft Landing" eingepreist. Ähnlich war es Mitte 2008, als allgemein die Prognose ebenso wie zuletzt "Soft Landing" hieß, obwohl dann eine heftige Aktienbaisse bis März 2009 begann und sich später herausstellte, dass die Rezession bereits im Dezember 2007 begonnen hatte. Auch diesmal ist denkbar, dass wir bereits mehrere Monate in einer Rezession sind, bevor dies jetzt die ersten Indikatoren signalisieren. Genauso wie die FED zu spät mit den Zinserhöhungen im März 2022 begonnen hatte (die EZB noch später), hat man jetzt die US-Zinsen zu lange zu hochgehalten. Es besteht damit kein Zweifel, dass die Notenbank die Zinsen am 18. September senken wird. Auch die nächsten beiden Zinssenkungen sind zu 100% bereits vom Markt eingepreist, inkl. einer Januar-

Zinssenkung. Fast täglich steigt auch die Wahrscheinlichkeit, dass man den US-Leitzins am 18.09. um 0,5% und nicht nur wie üblich um 0,25% senken muss. Wie sind die Folgen für die Aktienmärkte und den Dollar?

Als zuletzt am vergangenen Freitag (02.08.) die unerwartet (einer von 74 Analysten lag richtig) tiefen Zahlen für neue US-Arbeitsplätze und die unerwartet hohe Arbeitslosenrate bekannt gegeben wurde, reagierte der US-Dollar sofort negativ. Kommende US-Zinssenkungen drücken den Dollar. Geht man davon aus, dass der neutrale Zins (der die Konjunktur weder bremst, noch stimuliert) in den USA bei 2,75% liegt (2019 in einer laut Powell ähnlichen Konjunktursituation lag der neutrale Zins und auch die FED-Rate nur bei 1,75%), dürfte im kommenden Jahr mit stärkeren Zinssenkungen zu rechnen sein als jetzt allgemein erwartet. Nach der Taylor-Regel (arbeitsmarktabhängig) dürfte der US-Zins heute nur bei vier Prozent liegen, nicht bei 5,5%. Die starke Hausse bei US-Staatsanleihen in den letzten Tagen zeigt, dass die Märkte eine entsprechende Entwicklung bereits beginnen einzupreisen.

Da die Zinsdifferenz zum Euro seit längerer Zeit der bestimmende Faktor für den US-Dollar gewesen ist, erscheint zwar eine Dollar-Schwäche logisch. Allerdings dürfte die EZB die Zinsen ebenfalls genauso wie die FED spätestens im September senken. Es wird also bei der Dollar-Entwicklung darauf ankommen, ob sich die US-Konjunktur oder die europäische Konjunktur – mit entsprechenden Zinsauswirkungen – mehr abschwächt.

Im zweiten Quartal war die US-Wirtschaft überraschend stark mit annualisiert 2,8% gestiegen. Dies beruhte aber ausschließlich auf Sonderfaktoren wie höhere Staatsausgaben, höhere Konsumausgaben auf Kredit (Rückgang der Sparquote nahe Rekordtiefs) und eine Lageraufstockung der Industrie (weil Produkte nicht verkauft werden konnten). Also drei Negativfaktoren für die weitere Konjunkturentwicklung und nur eine Scheinblüte im zweiten Quartal. Immerhin war das besser als die neue Konjunkturschrumpfung in Deutschland mit 0,1% gegenüber Wachstumsraten von 0,3 bis 0,4% in den Mittelmeer-Ländern. Erstaunlich ist, dass sich das Konsumentenvertrauen in Deutschland in Europa am meisten erholt hat und dass der reale Lohnzuwachs in Deutschland zuletzt bei 3,8% lag, was der höchste Satz der Aufzeichnungen seit 2008 ist. Auch in den Mittelmeer-Ländern stieg das Konsumentenvertrauen wieder deutlich, wenn auch leicht schwächer als in Deutschland. Dies könnte dazu führen, dass sich

die Konsumgüterkonjunktur (auch unterstützt durch leichtere Kreditgewährung) in den nächsten Quartalen in Europa überraschend erholt mit entsprechend positiven Folgen für Konsum- und Reisetitel. Sog. Consumer Staples zeigten bereits in den letzten Tagen in Europa relative Stärke. Siehe auch auf der DJE-50-Jahresfeier im Handelsblatt ausgegebene Devise, bei Wachstumswerten wie NVIDIA einen Teil der Gewinne mitzunehmen und in Titel wie Unilever und Colgate umzusteigen. Es ist allerdings eine Frage, wie lange die deutschen und europäischen Unternehmen die überdurchschnittlichen Lohnsteigerungen (eigentlich nur eine Kompensation für die vorangegangenen realen Lohnverluste) aufrechterhalten werden können. Von der Lohnseite könnten die Gewinnmargen der Unternehmen (worauf man bisher am meisten in den USA mit Entlassungen reagiert) unter Druck kommen. Immerhin verdoppelte sich die Zahl der Unternehmenskonkurse in Deutschland auf das höchste Niveau seit Sommer 2016. Verursacht durch grüne Politik fällt die deutsche Industrieproduktion mit sieben Prozent im Rekordtempo.

Kanzler Scholz hatte ein zweites Wirtschaftswunder ähnlich dem Aufschwung in der Nachkriegszeit (!) versprochen, ausgelöst durch grüne Investitionen. Tatsächlich handelt sich die Bundesregierung selbstverschuldet um riesige Probleme (jeweils in Billionen-Euro-Größenordnung) in den Bereichen grüne Energie bzw. Klimawende, Immigrationskosten, Kriegskosten und Kosten für Europa ein. Zweistellige hohe Milliardenaufwendungen wie Umweltprojekte in Entwicklungsländern (Stichwort Fahrradwege in Peru) noch nicht einmal einberechnet.

Die Probleme Deutschlands gehen weiter zurück als die grüne Politik. Durch die Abwahl Gerhard Schröders kam trotz CDU-Parteibuch eine Politikerin ans Ruder, die noch links von Gerhard Schröder (SPD) angesiedelt war. Dann ging es steiler abwärts durch Rot-Grün. Hier wurde bald nach der Abwahl von Schröder für die SPD eine einstellige Wählerquote vorausgesagt, wenn man den eingeschlagenen Links-Grünen-Kurs fortsetzen würde. Für den Fall einer Regierungsteilnahme der Grünen wurden nichtwiedergutzumachende Schäden für die deutsche Konjunktur hier vorausgesagt.

In den USA spielt die Politik ebenfalls eine wichtige Rolle für die weiteren Konjunkturaussichten. Die demokratische Präsidentenkandidatin Harris hat gegenüber Trump erheblich aufgeholt. Trump hätte Steuersenkungen und höhere Gewinne für US-Unternehmen (durch

Einführung von Zöllen) bedeutet. Auch die Kosten für die Ukraine wären wahrscheinlich weggefallen. Mit Harris dürfte es zu Steuererhöhungen (Nicht-Verlängerung der Trump-Steuersenkungen) und einem starken Linksruck (Bernie Sanders) kommen. Bei früheren Interviews zeigte Frau Harris nicht nur keinerlei Erfahrungen in der Außenpolitik, sondern war auch total ohne Kenntnis, was Wirtschaftsfragen anbelangt. In der Vergangenheit kam es zu einem Präsidentenwechsel in den USA, wenn sich die Konjunktur vor der Wahl deutlich verschlechtert hatte. Dies könnte diesmal einen Ausschlag zugunsten Trumps geben. Allerdings kann bis zur Wahl am 5.11. noch viel passieren. Sind schon die Entscheidungen eines Präsidenten Trump schwer kalkulierbar, dürfte der neue Kandidat für den Vizepräsidenten (Running Mate Vance) noch unberechenbarer sein. Er ist noch mehr gegen die Fortsetzung des Krieges in der Ukraine als Trump. Die Spaltung der US-Gesellschaft scheint sich immer mehr zu verschärfen.

Was bedeuten die zu erwartenden rückläufigen US-Zinssätze für den amerikanischen und internationalen Aktienmarkt? Eine Wende bei den US-Leitzinsen nach unten war in der Vergangenheit positiv für die Börsen, wenn die US-Konjunktur stabil oder aufwärts gerichtet war. Sie war negativ, wenn die US-Konjunktur zur Schwäche neigte (wie sich heute abzeichnet). Hier dürfte der wahre Grund für die jüngsten Kursabschwächungen in den USA nicht nur bei den zuvor stark gestiegenen Magnificent 7-Wachstumsaktien, sondern auch wieder beim breiteren Markt liegen. Die Abschwächung der Wachstumsaktien kommt nicht unerwartet im Hinblick auf die hohe Bewertung. Siehe Buffett-Verkauf bei Apple (PE 30). Bekanntlich war die Konzentration des US-Börsenwertes auf nur wenige Aktien größer als beim Börsenhoch im Jahr 2000 und ähnlich hoch wie vor der Weltwirtschaftskrise 1929. Andererseits ist der US-Aktienmarkt ohne die hochbewerteten Wachstumstitel mit einem Kurs/Gewinn-Verhältnis von 17 bis 18 nur leicht (um ca. zehn Prozent) überbewertet. Ginge es mit den Gewinnen auf breiter Front abwärts, würden allerdings auch hier die Kurs/Gewinn-Verhältnisse steigen bzw. die Märkte auch auf breiter Front verwundbar werden. Auch in den USA hängt die Konjunktur (und damit die Gesamtzahl der Gewinne) von der Konsumgüterkonjunktur ab (Anteil am BIP ca. 70%). Zuletzt wurde bei der Veröffentlichung der Umsatzzahlen von großen US-Konsumtiteln wie McDonalds oder Starbucks deutlich, dass die Umsätze erstmals fallen (sogar massiv beim McDonalds Pommes frites-Zulieferer Lamb Weston). Generell enttäuschten

die Umsätze bei US-Unternehmen wesentlich mehr als bei den Gewinnen. So versuchen die US-Konsumenten billiger einzukaufen (sog. Trading Down). Die Wahrscheinlichkeit bzw. die Konditionen für größere Einkäufe (Auto, Haus) gingen teilweise bis zu den Niveaus der 80er Jahre zurück.

Selbst besser verdienende Amerikaner haben begonnen, mehr bei preiswerteren Häusern wie Walmart einzukaufen. Die Aktie hat sich gegenüber anderen Konsumtiteln deshalb besser gehalten. Der sog. "Walmart-Indikator" zeigte bisher in jeder US-Rezession relative Stärke für die Aktie – Umschwenken der Amerikaner von teuren Geschäften auf relativ preiswerte. Beim Vergleich der Absatzmärkte haben westliche Unternehmen interessanterweise in letzter Zeit nicht nur in China, sondern besonders auch in den USA, unterdurchschnittliche oder sinkende Verkäufe gemeldet. Die Europa- und Japan-Verkäufe waren in der Regel besser.

Es ist also möglich, dass die Aktienkurse nicht nur in den USA, sondern international diesmal nach den Zinssenkungen fallen, weil die Gewinne, besonders im US-Konsumbereich, zurückkommen. Normalerweise sinken die Finanzierungskosten der Unternehmen und Verbraucher, wenn die Schuldzinsen gesenkt werden. In diesem Konjunkturzyklus mit seinen Negativ-Zinsen bzw. rekordtiefen Zinssätzen (US-Leitzins kommt immerhin von 0,25% und liegt heute bei 5,5%), haben sich Unternehmen wie Konsumenten teilweise sehr

langfristig zu sehr günstigen Konditionen finanziert wie auch US-Hausbesitzer. Diese zahlen durchschnittlich nur ca. vier Prozent für ihre Hypothekenzinsen. Wenn nun aber im Zuge der Leitzinssenkung der Hypothekenzinssatz unter sechs Prozent fällt, ist dies bei Umschuldung immer noch die Hälfte mehr an Zinszahlungen gegenüber dem bisher gezahlten 4%-Zins. Bei Leitzinssenkungen konnten sich Unternehmen und Verbraucher mit den neuen niedrigeren Zinsen in früheren Zyklen durch eine Umschuldung finanziell verbessern. Jetzt aber tritt bei jeder fällig werdenden Umschuldung sogar eine höhere Zinsbelastung ein. Dies ist ein Phänomen, das es in früheren Konjunkturzyklen nicht gegeben hat. Aus dieser Sicht sprechen US-Konjunkturforscher schon von "Pushing on a String", was heißen soll, dass die Konjunkturankurblungsversuche im Zuge niedrigerer Zinssätze ihre Wirkung diesmal verfehlen dürften.

IMPRESSUM

Die FINANZWOCHEN erscheint bei der FINANZWOCHEN Verlags-Gesellschaft für Anlageinformation mbH. Anschrift: Pullacher Straße 24, D-82049 Pullach, Tel. 089/5203770, Internet: www.financewoche.de, E-Mail: info@financewoche.de. Geschäftsführer: Dr. Jens Ehrhardt. Handelsregistergericht: HRB 54227. Ust-ID: 129346832

Erscheinungsweise: 14-tägig (unter Vorbehalt des Verlags). Der Verlag unterwirft sich den journalistischen Verhaltensgrundsätzen und Empfehlungen des Deutschen Presserates zur Wirtschafts- und Finanzmarktberichterstattung. Urheberrecht: Kein Teil der FINANZWOCHEN darf (auch nicht auszugsweise) ohne unsere ausdrückliche vorherige schriftliche Zustimmung reproduziert werden. Jede im Bereich eines gewerblichen Unternehmens hergestellte oder genutzte Kopie verpflichtet zur Gebührenzahlung an den Verlag. Erfüllungsort und Gerichtsstand: München. Allgemeiner Hinweis: Wir machen Sie vorsorglich darauf aufmerksam, dass die in der Finanzwoche enthaltenen Finanzanalysen eine individuelle Anlageberatung durch Ihren Anlageberater oder Vermögensberater nicht ersetzen können. Den Artikeln, Empfehlungen, Charts und Tabellen liegen Informationen zugrunde, die die Redaktion für zuverlässig hält. Eine Garantie für die Richtigkeit kann die Redaktion jedoch nicht übernehmen. Jeder Haftungsanspruch, insbesondere für Vermögensschäden, die aus Heranziehung der Ausführungen in der Finanzwoche resultieren, wird daher abgelehnt. Risiko-Hinweis: Jedes Finanzinstrument ist mit Risiken behaftet. Im schlimmsten Fall droht ein Totalverlust. Alle Angaben stammen aus Quellen, die die Redaktion für vertrauenswürdig hält ohne eine Garantie für die Richtigkeit übernehmen zu können. Die redaktionellen Inhalte stellen keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf eines Finanzinstruments dar, sondern geben lediglich die Meinung der Redaktion wieder.