

FINANZWOCHEN

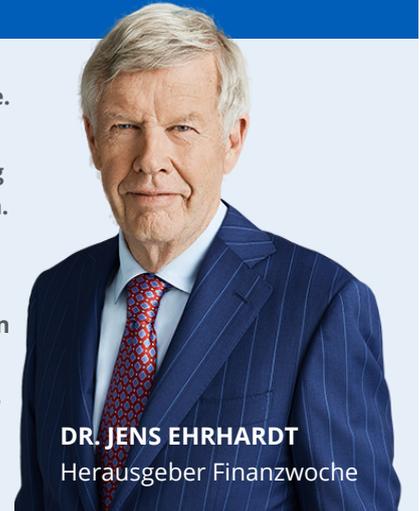
50
Jahre

INTERNATIONALE KONJUNKTUR- UND MARKTANALYSE SEIT 1974

KOMPAKT

ALLGEMEINER MARKTKOMMENTAR

- Die US-Notenbank verschiebt Fokussierung von Inflation auf vermehrte Wachstumsschwäche. Mehrere Zinssenkungen in Sicht, was den Dollar drücken dürfte.
- Gold profitiert meist von fallenden Zinsen. Markttechnisch aber kurzfristig überreizt (Optimismus bis 80%) und eher Spiegelbild der Dollarschwäche (wenig Anstieg in €). Besser könnten vorübergehend Platin und Palladium abschneiden.
- Anleihe-Kurse sollten weiter steigen. Optimismus mit 70% zwar hoch, aber Abwärtstrend der Zinsen an Anleihe-Märkten sollte sich fortsetzen.
- Dollar-Schwäche sollte Schwellenländer-Aktienmärkte unterstützen. Indonesien fundamental und technisch aussichtsreich.
- International könnten Value- und Small-Cap-Titel mehr profitieren als bisherige Favoriten. Auch MDAX im Vergleich zum DAX oder RUSSELL 2000 zu S&P 500. Pharma-, Zement-, Solar- und Reiseaktien mit relativer Stärke.

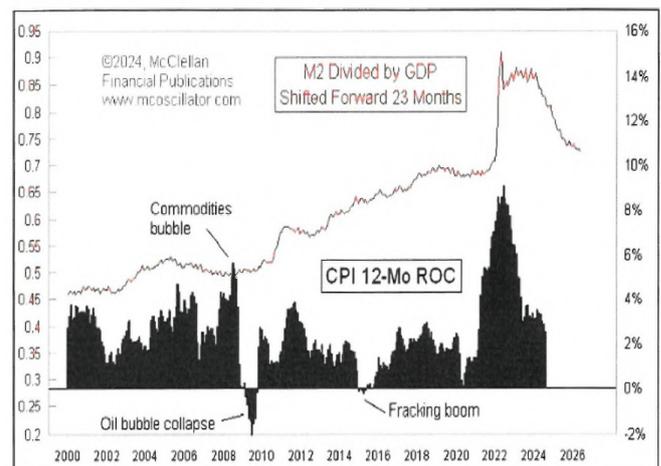


DR. JENS EHRHARDT
Herausgeber Finanzwoche

Die Weltaktienmärkte und insbesondere Wall Street werden in den nächsten Monaten im Wesentlichen von drei Faktoren bestimmt. Zuerst die US-Notenbankpolitik, dann die US-Wahlen und zuletzt die Geopolitik. Nach den jüngsten US-Inflations- und Arbeitsmarktzahlen ist nicht daran zu zweifeln, dass die US-Zentralbank die Zinsen senken wird. Notenbank-Chef Powell hatte dies schon auf dem August-Treffen der Notenbanker in Jackson Hole quasi garantiert. Die Frage ist nur, ob um 0,25 oder 0,5%. Nachdem die EZB in zwei Schritten bereits um 0,5% gesenkt hat, könnte die FED voll nachziehen (erste Senkung der Zinsen nach 4,5 Jahren). Die Wahrscheinlichkeit für einen Zinsschnitt um 0,5% ist wieder über 50% gestiegen. Aber im Grunde dürfte es für die Aktienmärkte nicht entscheidend sein, ob ein kleiner oder größerer Zinsschnitt stattfindet. Inzwischen dürfte beides in Wall Street, aber auch international an den Aktienmärkten eingepreist sein. Nach den im Trend günstigen US-Inflationszahlen (Kernrate der letzten drei Monate annualisiert 2,06%) und den überraschend schwachen US-Arbeitsmarktzahlen muss ein Zinsrückgang erfolgen. Die Tatsache, dass der US-Arbeitsmarkt eigentlich schwächer als die offiziellen Zahlen ist, wurde hier schon öfter analysiert. Die Zahl der Beschäftigten stieg im August nur um 142.000 gegenüber geschätzt 165.000. Am wichtigsten aber war, dass die beiden letzten Monate um 86.000 Arbeitsplätze nach unten revidiert wurden und dass im Juli nach der Revision nur noch 89.000 neue Arbeitsplätze

übrigblieben. Im Allgemeinen werden 100.000 bis 150.000 neue Arbeitsplätze für die Aufrechterhaltung des Beschäftigungsstandes genannt. Damit verschlechterte sich der US-Arbeitsmarkt erstmals unter eine kritische Grenze.

US-Geldmenge M2 fällt relativ zum US-BIP: Weiterer Inflationsrückgang in Sicht.



September 12, 2024

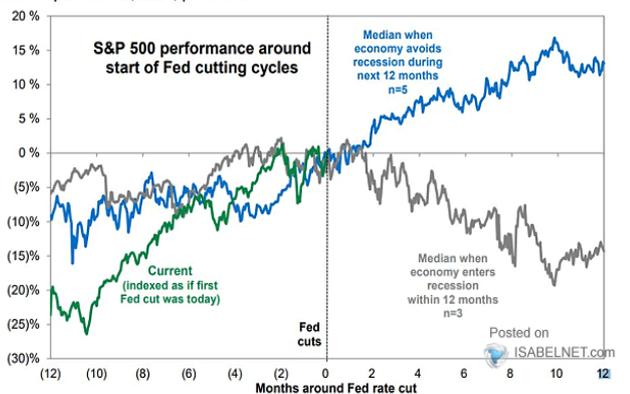
Aus monetärer Sicht bleiben US-Konjunktur, aber auch US-Inflationsrate belastet. Hintergrund ist der hier immer wieder aufgezeigte Zusammenhang zwischen der Entwicklung der US-Geldmenge und den Preisen. Da die US-Geldmenge M2 (und M1) weiterhin weniger wachsen als das US-Bruttoinlandsprodukt (obere Linie

auf der Graphik, S. 1), wird die US-Inflationsrate (unterer Teil der Graphik) voraussichtlich weiter fallen. Während die Geldmengenentwicklung einen Verzögerungseffekt von etwa einem Jahr auf die Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts hat, hat man an der Johns-Hopkins-Universität in diesem Jahr errechnet, dass die Verzögerung gegenüber den Inflationsraten knapp zwei Jahre beträgt (siehe Graphik, S.1). Damit dürfte auch der weitere Pfad der Zinssenkungen vorgezeichnet sein. Der natürliche US-Zins, bei dem die Notenbank die Konjunktur weder stimuliert noch dämpft, dürfte bei knapp der Hälfte des heutigen Zinsniveaus liegen, sodass die Zinsen voraussichtlich mehr gesenkt werden als die Märkte erwarten. Für die Anleihe-Märkte sowohl in den USA als auch international ist dies ein Hausse-Faktor.

Die Frage, ob die Aktienmärkte sowohl in Wall Street als auch in international positiv reagieren werden, ist eine andere Frage. In der Vergangenheit waren schnelle Zinssenkungen (wegen schlechter Konjunktur) mit deutlich schlechteren Aktienmärkten verbunden als Phasen langsamer Zinssenkungen (siehe Chart).

Nach US-Zinsschritt oder -Senkung: Konjunktorentwicklung entscheidend (ohne Rezession Aufwärtstrend).

Exhibit 2: Equities typically rally following the first Fed cut if no recession as of September 12, 2024; price return

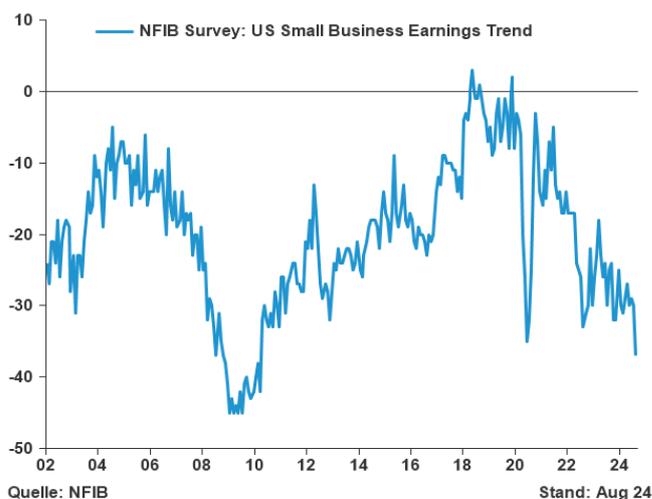


Source: Goldman Sachs Global Investment Research

Die Frage nach der zukünftigen US-Konjunktur lässt sich gut anhand der Stimmung der National Federation of Independent Business beantworten. Hier sind die kleineren US-Unternehmen zusammengeschlossen. In dieser Organisation finden sich die Unternehmen, welche die große Mehrheit der US-Arbeitnehmer beschäftigen. Nach der letzten NFIB-Umfrage berichteten nur 37% der befragten Unternehmer, dass die Unternehmensgewinne in den letzten drei Monaten gestiegen wären. Dies ist der schlechteste Wert seit 2010. Diese Zahl zeigt, dass entgegen den zuletzt

durchschnittlich über 20% gestiegenen Gewinnen der Magnificent 7-Wachstumsunternehmen die Masse der Unternehmen rückläufige Gewinne ausweist. Die von den staatlichen Stellen veröffentlichten Gewinne sind Durchschnittszahlen, welche durch die großen Unternehmen mit ihren Aktienrückkäufen nach oben verzerrt werden. Die Graphik der durch die Gewinne bestimmten Stimmung der NFIB-Unternehmen macht deutlich, dass wir uns im schlechtesten Gewinnrend seit der Finanzkrise 2008 befinden.

NFIB: Gewinnentwicklung bei den meisten US-Unternehmen im Abwärtstrend.



Quelle: NFIB

Stand: Aug 24

US-Fremdkapitalzinsen real (!) auf Stand wie unmittelbar vor Finanzkrise 2008.

Chart 5: Small business funding rate highest in 22 years (at least) US prime rate in real terms* (%)

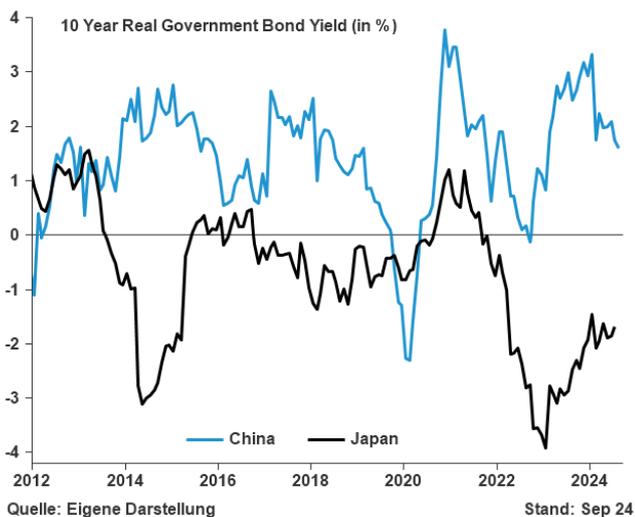


Source: BofA Global Investment Strategy, Bloomberg. US real prime rate = US prime rate minus 5-year breakeven inflation rate

So positiv die fallenden US-Inflationsraten auch für die weitere Notenbankpolitik sind, so heißt niedrige Inflation auch niedrigeres nominales Wachstum, an

dem sich die Gewinne orientieren. Es ist davon auszugehen, dass die letzten Monatsinflationen von 0,2% Wachstum gegenüber Vormonat und 2,5% gegenüber Vorjahr im Trend weiter rückläufig sein werden. So erfreulich dies ist, so lässt dies nichts Gutes für die US-Unternehmensgewinne und für den Realzins erwarten. Bei rückläufiger Teuerungsrate steigt der Realzins (siehe Chart S. 3), wenn die Notenbank nicht den Zinssenkungstrend beschleunigt. Wie sehr rückläufige Inflation Gewinne und Realzins beeinflussen, zeigt die Entwicklung in China. Dort bremst der hohe Realzins die Konjunktur deutlich. In den USA steuert der Realzins auf zwei Prozent zu und damit auf eine Größenordnung, die vor der Finanzkrise erreicht wurde. Am günstigsten ist der Realzins in Japan, wo er weiter deutlich negativ ist. In Europa liegt der Realzins etwas unter dem US-Niveau, aber ist keineswegs so günstig wie in Japan (siehe Graphik).

Realzins in China konjunkturbremsend, in Japan konjunkturfördernd.



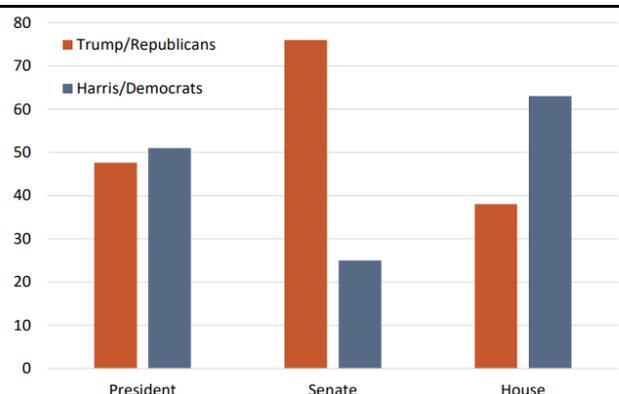
Neben dem monetären Faktor dürfte die kommende US-Wahl ein wichtiger Kursbestimmungsfaktor für die Börsen sein. Die (wohl einzige) öffentliche TV-Wahldebatte zwischen den beiden Präsidentschaftskandidaten zeigte eine sehr gut vorbereitete Kamala Harris und einen zu siegessicheren Trump. Während Trump vor der Debatte bei den wichtigen Wettergebnissen führte, liegt jetzt Harris mit 51% vor Trump mit 47% (siehe auch Graphik rechts). Dieses Ergebnis dürfte auch durch die keineswegs als neutral befundenen Fragestellungen der beiden Interviewer erreicht worden sein. Eine Wahlsiegerin Harris dürfte von den Börsen noch nicht eingepreist worden sein. Die ohnehin keineswegs sicher erscheinenden Prognosen für Gewinnsteigerun-

gen bei US-Unternehmen im zweiten Halbjahr (die noch immer belastet sind durch einen Anstieg der Unternehmenskredite mit einem durchschnittlichen Zins von zuletzt 9,5% gegenüber 9,4% im Vormonat) könnten im nächsten Jahr allein durch die Unternehmenssteuererhöhung rein rechnerisch um neun Prozent fallen.

Man fragt sich auch, wie weit die geopolitische Auseinandersetzung mit China und die Auswirkung schon bestehender (teilweise auch von Biden eingesetzter) Zölle sein wird. Auch bedingt durch den Ukraine-Krieg hat sich das Verhältnis USA/China weiter deutlich verschlechtert. Die jüngsten China-Konjunkturzahlen zeigen erneut, wie sehr China als internationale Konjunktur-Lokomotive (die in den letzten Jahren die Hälfte des Weltwirtschaftswachstums beisteuerte) inzwischen ausfällt. Sowohl die Industrieproduktion (nur noch +4,5%) als auch die Einzelhandelskonjunktur (Umsätze zuletzt nur noch +2,1%) lagen unter den Erwartungen. Angesichts praktisch fehlender Inflation in China (Produzentenpreise sogar weiterhin rückläufig) drückt dies unverändert die Gewinne und lässt die für die weitere Konjunkturentwicklung wichtigen Investitionen voraussichtlich schwach bleiben. Noch mehr als die amerikanische Konjunktur wird die europäische Wirtschaftsentwicklung durch die China-Schwäche belastet und hier wiederum am meisten Deutschland. In China haben die Ausländer im letzten Jahr erstmals mit größeren Kapitalabzügen reagiert. In Deutschland verstärkt sich der Trend schon seit mehreren Jahren. Die Ausländer reagieren mit ihren Kapitalabzügen auf die Selbstzerstörung Deutschlands im Zuge der grünen Deindustrialisierung.

Trump-Gewinne im Senat am wahrscheinlichsten.

US election betting odds – % chance to win



President: Realclearpolling betting average; Senate/House: Polymarket chance of control after 2024 election. Sources: Realclearpolling, Polymarket

Die FINANZWOCHE Kompakt gibt einen Einblick in die ersten Seiten der FINANZWOCHE. Weitere Informationen finden Sie unter www.finanzwoche.de.

IMPRESSUM

Die FINANZWOCHE erscheint bei der FINANZWOCHE Verlags-Gesellschaft für Anlageinformation mbH. Anschrift: Pullacher Straße 24, D-82049 Pullach, Tel. 089/5203770, Internet: www.finanzwoche.de, E-Mail: info@finanzwoche.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 FINANZWOCHE 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.