

FINANZWOCHEN

INTERNATIONALE KONJUNKTUR- UND MARKTANALYSE SEIT 1974

KOMPAKT

ALLGEMEINER MARKTKOMMENTAR

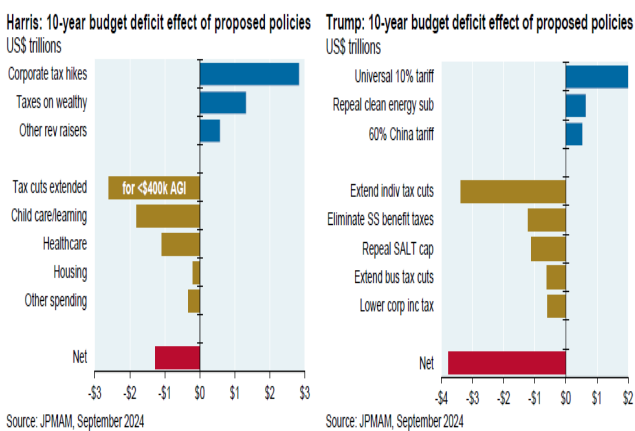
- ➔ Die US-Wahlen am 05.11. dürften die Volatilität an Aktienmärkten deutlich erhöhen. Viel spricht für Trump als Wahlsieger, mit großen Unsicherheiten am Wahltag wegen Briefwahl (z.T. Handauszählung!).
- ➔ Trump-Wahlsieg bedeutet wahrscheinlich höheren Dollar, vorübergehenden Druck auf die Bondmärkte und US-Konjunkturstimulierung durch Rekorddefizite, bessere Unternehmensgewinne und höhere Aktienkurse.
- ➔ China-Börse sollte sich anders als 2015 bei größerer fiskalpolitischer Stimulierung (zwei Bio. Yuan neue Schulden im Minimum nötig) freundlich entwickeln. Bewertung und internationale Positionierung in China sind weiter gering.
- ➔ Markttechnik an Weltbörsen (primär USA) zeigt überdurchschnittlich viel Optimismus (Aktien USA 85%) , Börsenkorrektur damit realistisch.
- ➔ Inflation fällt global (UK nur 1,7%). Rezessionsanzeichen?



DR. JENS EHRHARDT
Herausgeber Finanzwoche

Vor der US-Präsidentenwahl sind die Börsenschwankungen bzw. die Volatilität meist relativ gering. Nach der Wahl – nachdem die Unsicherheit vorbei ist – geht es in der Regel dann aufwärts. Gibt es wie zuletzt ein Kopf-an-Kopf-Rennen, kann es nach der Wahl wieder Probleme geben, beziehungsweise neue Unklarheit, die die Börse bremsen würde. Am meisten hat der US-Aktienmarkt in der Vergangenheit positiv reagiert, wenn ein Machtwechsel von Demokraten zu Republikanern stattfand.

Harris-Defizit 1 Bio. \$, Trump-Defizit 4 Bio. \$?



Voraussetzung, dass andere Einflussfaktoren gleich bleiben – um knapp zehn Prozent senken. Die verschiedenen Steuererleichterungen, die Trump angekündigt hat, würden die Unternehmensgewinne entsprechend steigern lassen. Harris würde die Staatseinnahmen durch diverse Steuermaßnahmen vergrößern. Trump würde die Staatseinnahmen durch eine generelle Steuer von zehn Prozent auf alle Einfuhren und eine 60%ige Steuer auf China-Einfuhren und eventuell sogar noch höhere Zölle für Waren aus Mexiko einerseits erhöhen, andererseits durch Steuersenkungen deutlich mindern. Unter dem Strich würde sich das Staatsdefizit wahrscheinlich unter Trump auf ca. vier Bio. \$ und unter Harris auf gut eine Billion Dollar belaufen (siehe Graphik).

Die Frage ist, wie die Bondmärkte auf solche politischen Aktionen reagieren würden. Wahrscheinlich reagieren sie unter Trump negativ, denn die Inflationsraten dürften steigen. Dafür spricht, dass die höheren Zölle auf Einfuhren die Konsumentenpreise in die Höhe treiben. Zudem wird das Angebot an Anleihen (kursdrückend) stark erhöht, denn die Defizite müssen finanziert werden, wofür neue Staatsanleihen ausgegeben werden müssen. Die Trump-Maßnahmen würden sehr wahrscheinlich die US-Konjunktur stimulieren. Dies wiederum dürfte den Dollar nach oben treiben, was inflationsdämpfend wirken könnte. Unter Berücksichtigung der verschiedenen Einflussfaktoren dürfte

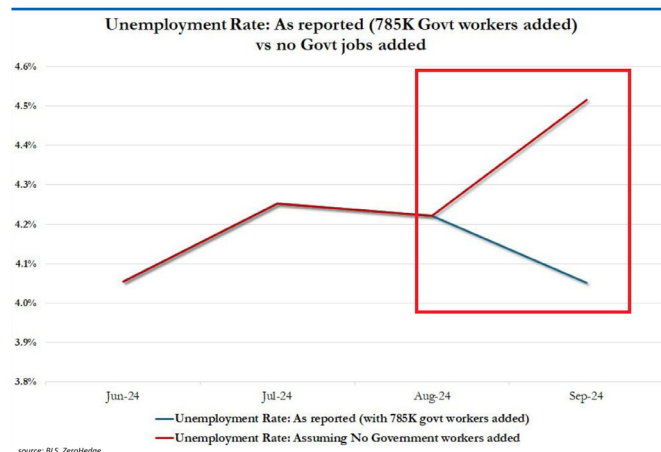
Vergleicht man die Regierungsprogramme von Trump und Harris, wäre auch diesmal ein solches – für die Börse positives – Szenario denkbar. Steuererhöhungen unter Harris würden die US-Gewinne – unter der

Trump positiv für den US-Aktienmarkt und negativ für den Anleihemarkt sein. Für Deutschland wären Trump-Zölle für deutsche Exporte nach USA klar negativ. Die geringere Defizitbelastung unter Harris würde weniger Konjunkturstimulierung bedeuten, aber wahrscheinlich auch weniger Belastung für die Bondmärkte.

In den USA ist zurzeit die Staatsverschuldung ein wichtiges Thema. Noch nie haben sich die USA in Friedenszeiten so stark neu verschuldet wie heute und weltweit stieg die Verschuldung erstmals über 100 Bio. \$. Lediglich in Kriegszeiten gab es ähnlich hohe Verschuldungsraten. Generell ist hohe Staatsverschuldung eigentlich ein Nachteil für eine Volkswirtschaft, auch deshalb, weil dies oft mit relativ hohen Zinsen verbunden ist, was wiederum die Konjunkturentwicklung bremst.

Ein Blick in die Wirtschaftsgeschichte zeigt aber, dass Wirtschaft und Börse zunächst ohne Ausnahme immer positiv auf steigende Staatsdefizite reagiert haben. Auch die gute US-Börse der letzten zwei Jahre ist nicht zu erklären vor klassischem Hintergrund (niedrige Zinsen, hohe Liquidität), sondern aus der extremen Staatsneuverschuldung, was zu besseren Unternehmensgewinnen durch Konjunkturunterstützung geführt hat. Die hohen US-Staatsausgaben spiegeln sich auch am US-Arbeitsmarkt, der zuletzt positiv überraschte. Hintergrund – ähnlich wie bei der positiven Börsenentwicklung – sind die massiv gestiegenen staatlichen Defizite bzw. Konjunkturstimulierungen.

Ohne neue Staatsangestellte wäre US-Arbeitslosenquote viel höher (4,5%).



In den letzten Monaten entfiel etwa die Hälfte der Neueinstellungen am US-Arbeitsmarkt auf den Staat direkt oder staatsabhängige Bereiche wie das Gesundheitswesen. Ohne die neuen staatlich bedingten Arbeitsplätze wäre die Arbeitslosenquote gestiegen

(siehe Chart). Dazu kommt beim letzten überraschend guten Arbeitsmarktbericht, dass die Saisonbereinigung (abgesehen vom Covid-Einfluss 2020) die mit Abstand größte war, seit in den USA die Arbeitsmarktdaten nach dem Kriegsende erfasst wurden. Dazu kommt, dass die Arbeitsmarktumfrage bei den Unternehmen (sogeannter Payroll-Survey) nur von gut 40% der befragten Unternehmen beantwortet wurde, was ein historisches Tief ist. Hinzu kommt, dass die Anzahl der befragten Unternehmen nur ein Viertel so hoch ist wie der befragten Haushalte beim ADP-Bericht. Die ADP-Zahlen sind wesentlich niedriger (weniger neue Arbeitsplätze), als die in der Presse im Vordergrund stehenden Payroll-Zahlen der Unternehmen. Hinzu kommt, dass nur bei den Unternehmen eine Bereinigung über die Geburten- und Sterbetabelle stattfindet (zusätzliche geschätzte von Selbstständigen geschaffene Arbeitsplätze). Eine Zahl, die bisher in den Folgemonaten regelmäßig erheblich nach unten revidiert wurde. Fazit: Die zuletzt sehr gut erscheinenden US-Arbeitsmarktzahlen sind bei genauerem Analysieren wahrscheinlich kaum nennenswert besser als in den Vormonaten und sind kein Grund für den Ausbruch von großem Konjunkturoptimismus oder einen Kursrückgang am Bondmarkt, wie er zuletzt stattfand. Eine gedämpfte Konjunktur dürfte zu weiterem Inflationsrückgang führen.

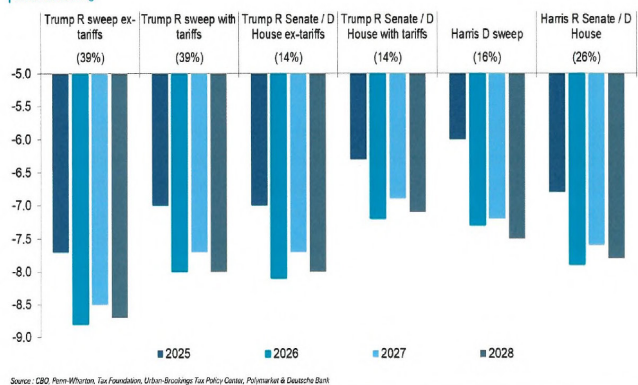
Trotzdem sollte man vor dem Hintergrund der hohen Staatsdefizite sehen, dass die Regierung die Konjunktur permanent unterstützt bzw. dass ohne die staatliche Stimulierung die US-Wirtschaft sicherlich in einer deutlichen Rezession wäre und der Arbeitsmarkt schlecht aussehen würde. Solange die Konjunkturstimulierung über historische Rekorddefizite anhält, dürfte aber auch die positive Gewinnentwicklung anhalten. Diese ist zwar mit knapp vier Prozent im dritten Quartal gegenüber Vorjahr deutlich niedriger als noch vor einem Jahr geschätzt, aber immerhin positiv und bei den US-Wachstumsunternehmen (Magnificent 7) sogar sehr positiv, wenn auch mit abnehmender Geschwindigkeit. Solange die Staatsdefizite so hoch sind wie heute, dürfte die US-Wirtschaft weiterhin – wenn auch im historischen Vergleich in sehr verhaltenem Tempo – wachsen. Es wäre sogar gefährlich, wenn die Defizite zurückgefahren würden. Ein Blick in die Geschichte zeigt, dass eine Kombination aus relativ hohen Zinsen (wie wir sie heute noch haben) und Rückführung der Staatsdefizite ohne Ausnahme Konjunktur und Börse unter Druck brachte. Interessanterweise wurde von 1928 auf 1929 (also vor Beginn der Weltwirtschaftskrise) nicht nur der kurzfristige US-Zins von drei auf

sechs Prozent angehoben, sondern auch das Staatsdefizit massiv zurückgefahren.

In der Börsengeschichte war der monetäre Hintergrund in der Regel der Hauptbörseneinflussfaktor. Lediglich in Zeiten, in denen fiskalpolitisch stark stimuliert wurde, wie zuletzt, war dieser fiskalpolitische Faktor für die Börse am wichtigsten. Wenn Harris als Präsidentin das Staatsdefizit auf nur noch gut eine Billion Dollar zurückführt, wäre dies zwar in absoluten Größen immer noch eine erhebliche Summe, aber gegenüber Defiziten von zwischen 3,2 bis 1,7 Bio. \$ in den letzten drei Jahren eine fiskalpolitische Einschränkung, die sicherlich negative Folgen für Konjunktur und Börse hätte – auch wenn die Zinsen in den USA im erwarteten Ausmaß gesenkt werden. Hohe Defizite unter Trump (vier Bio. \$) würden entsprechend positiv für Konjunktur und Börse sein (siehe Chart). Es ist klar, dass Defizit-Auswüchse auf die Dauer ihren Preis haben werden, da man früher oder später die Defizite zurückfahren muss, mit dann entsprechend großen Negativwirkungen. Ein Rückfahren der Defizite könnte nicht nur im Hinblick auf die gefährliche Höhe der Staatsdefizite (Prozentsatz bezogen auf das Bruttoinlandsprodukt), sondern auch wegen der inflationären Wirkung von hohen Staatsdefiziten nötig werden. Die Notenbank könnte dann die Zinsen nicht senken oder müsste sie sogar erhöhen. Die Langfristfolgen einer solchen Trump-Defizit-Wirtschaftspolitik wären damit negativ.

Historische US-Rekorddefizite in Sicht?

Figure 1: DB's US deficit scenario analysis under different US election outcomes with current Polymarket probabilities of these occurring.



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.