

FINANZWOCHEN

50
Jahre

INTERNATIONALE KONJUNKTUR- UND MARKTANALYSE SEIT 1974

KOMPAKT

ALLGEMEINER MARKTKOMMENTAR

- Für die Börsianer steht die US-Wahl am 5.11. im Blickpunkt. Zwei Tage später folgt die FED-Sitzung, wo der Leitzins um 0,25% gesenkt werden dürfte. Bei der nächsten EZB-Sitzung (12.12.) steht sogar eine 0,5%-Zinssenkung im Raum. Hintergrund ist die miserable Konjunktur in Europa, speziell in Deutschland.
- Warum sind die Zinsen in den USA nach der Zinssenkung am 18.09. um über 0,6% gestiegen statt zu fallen? 1.) Mehr Wirtschaftswachstum als erwartet braucht weniger Zinssenkung. 2.) Leichter Anstieg der Inflation passt nicht zu Zinssenkung. 3.) Bedenken hinsichtlich der Bonität von US-Staatsanleihen wegen historischer Rekordneuverschuldung. Da weitere US-Zinssenkungen realistisch sind, sollten sich die Anleihe-Kurse erholen. Bei Trump-Sieg weniger in den USA als in Europa. Aktienaussichten wahlbedingt schwer kalkulierbar.
- Goldnachfrage in Hauptkäuferländern China und Indien preisbedingt zurückgegangen. US-Gold-ETF-Käufe steigend.



DR. JENS EHRHARDT
Herausgeber Finanzwoche

Nachdem es zunehmend schwieriger geworden ist, die Richtung der Weltleitbörse Wall Street anhand von Zinsentwicklung oder Gewinntrends zu bestimmen, richten die Börsianer ihr Hauptaugenmerk auf die kommende US-Präsidentenwahl. Zwar signalisieren die Umfragen ein Kopf-an-Kopf-Rennen, aber die Aktienbörsen orientieren sich an Wetten und am Momentum bzw. den sich zuletzt zu Gunsten von Trump verschiebenden Umfrageverhältnissen. Ein Trump-Wahlsieg würde (obwohl erwartet) wohl zu steigenden Aktienkursen in Wall Street führen, allerdings wahrscheinlich auch zu fallenden Anleihe-Kursen, da ein Präsident Trump wesentlich höhere Staatsdefizite bedeuten würde als eine Präsidentin Harris. Höhere US-Zölle unter Trump (angeblich generell zehn bis 20%) würden weniger Importe bedeuten, was neben steigenden Zinsen durch Importpreisinflation (ca. ein Prozent höhere US-Teuerung pro zehn Prozent Zoll) dem Dollar helfen sollte.

Steigende US-Aktienkurse nach dem Wahltermin sind nur realistisch, wenn es eine klare Mehrheit für Trump gibt. Käme es wieder zu einem Kopf-an-Kopf-Rennen und Unsicherheiten über den Wahlausgang wie bei der letzten Wahl, würde dies die Märkte belasten. Auch beim 2000er-Wahlkampf zwischen Bush und Al Gore gab es Unsicherheiten über den Wahlausgang. Entscheidend war damals Florida, wo der Bush-Verwandte die jahrzehntealten IBM-Wahlzählmaschinen (angeblich dutzende Male) so lange laufen ließ, bis sich

eine 1.000-Stimmen-Mehrheit für Bush ergab. Damals reagierte die Börse auf die Unsicherheit mit sechs Prozent Indexabschlag in der Woche nach der Wahl. Klare Verhältnisse nach der Wahl sind auch diesmal alles andere als sicher. Hinzukommt die Besonderheit des US-Wahlrechts, wo nicht derjenige mit den meisten Wählerstimmen gewinnt, sondern derjenige mit den meisten Wahlmännerstimmen. Bekanntlich hatte bei der vorletzten Wahl Frau Clinton mehr Stimmen als Sieger Trump.

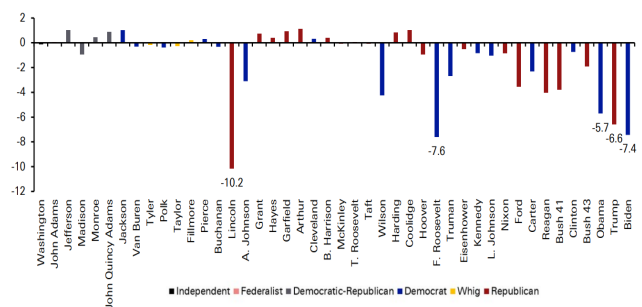
Auch die US-Markttechnik macht die Beantwortung der Frage, inwieweit man sich vor der US-Wahl in Aktien engagieren soll, schwierig. Zwar zeigen die markttechnischen Indikatoren deutlichen Optimismus, aber nicht mehr so stark, dass man mit hoher Wahrscheinlichkeit von einer starken technischen Korrektur ausgehen könnte. Die NAIM-Fondsmanager sind z.B. mit 79% investiert, was hohen Optimismus zeigt, aber auch keinen Überoptimismus von Werten über 100%, die eine baldige starke Marktkorrektur signalisieren würden. Ähnliche Signale geben fast alle anderen markttechnischen Indikatoren wie z.B. hohe Anlegerpositionierung und geringe freie Barreserven, aber jeweils noch etwas entfernt von ganz extremen Positionierungen.

Auch die volkswirtschaftliche Entwicklung in den USA gibt keine klaren Signale. Der Economic Surprise-Indikator, der bis vor kurzem durch überwiegend leicht

schlechtere Signale (Manufacturing PMI) gekennzeichnet war, hat sich zuletzt wieder erholt (der europäische Economic Surprise-Indikator ebenfalls). Positiv zu werten ist der anhaltende Abwärtstrend bei der US-Teuerungsrate. Dies könnte allerdings auch mit einer sich mittelfristig abschwächenden Konjunkturtendenz (schwächere Konjunktur = schwächere Nachfrage = schwächere Inflation) zusammenhängen. Das gerade veröffentlichte, neuste Beige Book der Regierung mit den landesweiten Konjunktüreindrücken lässt sich jedenfalls so zusammenfassen, dass sich gegenüber dem Vormonat keine Verschlechterung, aber auch keine nennenswerte Verbesserung ergeben hat. Durch den stabilen US-Arbeitsmarkt (neue Zahlen kommen am Freitag!) ergibt sich für das Federal Reserve Board kein zwingender Grund, überhastet mit Zinssenkungen einzugreifen. Entsprechend gibt es vermehrt Stimmen aus diesem Gremium, die sich auch vorstellen können, mit weiteren Zinssenkungen zunächst abzuwarten. Entsprechend negativ reagierten die Bondmärkte (Anstieg der 10-jährigen Zinsen von 3,60 auf 4,28%). Auch die gestiegene Wahrscheinlichkeit für einen Trump-Wahlsieg (bedeutet Bondschwäche) spiegelt sich hier.

Biden mit höchsten Staatsdefiziten seit Roosevelt in der Weltwirtschaftskrise. Auch Obama & Trump schon mit Extremen.

Figure 1: Average annual US budget deficit (% of GDP) under each President since George Washington. Colour coded by party and with top 5 annotated



Source: GFD, FRED, Deutsche Bank
 Note: Each year's annual deficit assigned to the President who was in office for the largest part of that year. William Henry Harrison excluded as President for only 31 days. Grover Cleveland's non-consecutive terms both included as one. Data for George Washington only available from 1791.

Der zur Zeit offensichtlich fehlende monetäre Einfluss auf Wall Street (trotz noch immer hoher Zinsen kein Konjunkturerinbruch, der sonst in ähnlicher Konjunkturphase fast immer zu beobachten war) und das stabile Wachstum der US-Konjunktur (wenn auch auf niedrigem Niveau) erklären sich (im Gegensatz zur eigentlich zu erwartenden Konjunkturschwäche) aus der Tatsache, dass die USA auf über sieben Prozent bei der Neuverschuldung (vom BIP) zusteuern. Das sind Sätze, die sonst nur in Kriegen erreicht wurden und selbst an Roosevelts New Deal-Neuverschuldung in den 30er

Jahren zur Überwindung der Weltwirtschaftskrise heranreichen (siehe Graphik). Die Kriegsdefizite lösten anders als jetzt jeweils einen erheblichen Wirtschaftsboom mit rekordtiefen Arbeitslosenzahlen aus. Diesmal dürfte der Hauptgrund, dass sich die US-Wirtschaft (und die US-Börse) nicht in einer tiefen Krise befinden, darin liegen, dass die Biden-Regierung – noch mehr als Trump – mit den extremsten Staatsneuverschuldungen aller Zeiten in Nicht-Rezessionszeiten die Konjunktur gestützt hat.

Nun könnte man fragen, was eigentlich mit der US-Konjunktur und der US-Börse passiert, wenn die Rekord-Staatsneuverschuldung nicht weiter ausgedehnt wird, was zur Stabilisierung der Konjunktur notwendig ist. Nicht ganz vernachlässigen sollte man auch Konjunkturrisiken im Zuge von kriegerischen Auseinandersetzungen. Die Hauptgefahr dürfte aber darin liegen, dass die USA ihre Politik der Rekord-Staatsneuverschuldung nicht fortsetzen kann.

Notenbanken können sich bekanntlich unendlich neu verschulden und wenn man wie die USA die Weltreserve-Währung besitzt, sollte eine weiter steigende Verschuldung vorerst nicht zu Gefahren wie einem Misstrauen in den Dollar oder zu stark steigenden Zinsen führen. Die US-Konjunktur und Wall Street basieren also auf einer Politik, die nicht kurzfristig, aber wahrscheinlich langfristig zu erheblichen Schwierigkeiten führen wird. Der Wall-Street-Anstieg (über 40% in zwölf Monaten) ist nicht eine Folge von besseren Gewinnen (nur vier Prozent Anstieg in zwölf Monaten), sondern entspricht exakt der Summe aus Staatsneuverschuldung plus Ausdehnung der Notenbankbilanz. Da die Notenbankbilanz zurückgefahren wird, ist eine umso stärkere Staatsneuverschuldung nötig, um weiter der Motor für die US-Konjunktur und Wall Street zu sein.

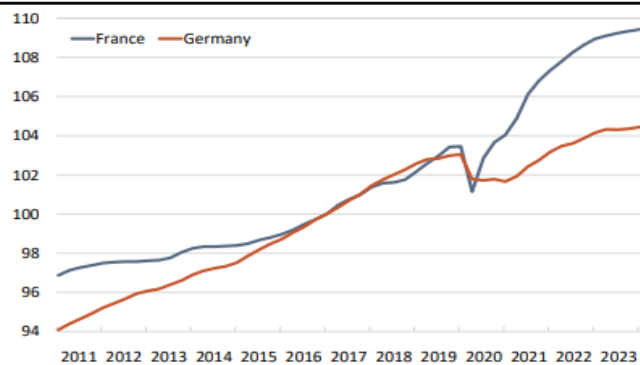
Eine solche Situation ist durchaus einmalig in der US-Wirtschaftsgeschichte, daher auch die einmalige Situation, dass Wall Street auf die schärfste monetäre Bremsung aller Zeiten (Schnelligkeit und Ausmaß an Zinssteigerungen) nicht negativ reagiert hat. In der Vergangenheit waren die monetären Einflüsse (Zinsen, Liquidität) ohne jede Ausnahme immer der wichtigste Kursbestimmungsfaktor am US-Aktienmarkt. Dass dies diesmal nicht der Fall war, liegt ausschließlich am historisch einmaligen Anstieg der US-Neuverschuldung.

Europa hat sich wegen Deutschland insgesamt weit weniger (bezogen auf das Bruttoinlandsprodukt)

neuerschuldet als die USA. Allerdings bilden Italien und besonders Frankreich (wo die Neuverschuldung ebenfalls auf sieben Prozent vom BIP zusteuert) Ausnahmen. Entsprechend positiv war die Konjunktur in Frankreich mit +0,4% gegen +0,2% in Deutschland im dritten Quartal (siehe Abbildung).

Konjunkturwachstum und Beschäftigung in Frankreich besser als in Deutschland.

Macron's achievement: strong employment growth



Employment, Q1 2017 = 100. Source: Eurostat

Ähnliches gilt für Italien, wo die Staatsneuverschuldung nicht ganz so stark aus dem Ruder läuft, dafür aber die EU-Subventionen und -Geschenke die Konjunktur ankurbeln. Auch in Europa wäre ähnlich wie in den USA das Wirtschaftswachstum wesentlich schlechter gewesen, wäre die Verschuldung in Frankreich, Italien und Spanien nicht in einem bisher nicht gekannten Rekordmaß gestiegen. Lediglich Deutschland hat zuletzt bei der Neuverschuldung gebremst, was allerdings nicht der einzige Grund für das schlechte Wirtschaftswachstum ist, sondern auch ganz wesentlich die grüne Energiepolitik.

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.