

# FINANZWOCHEN

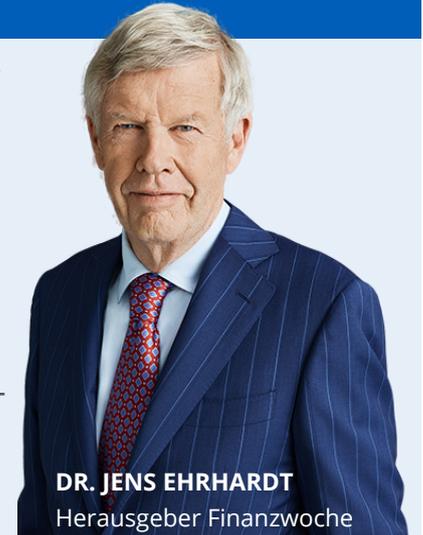
50  
Jahre

INTERNATIONALE KONJUNKTUR- UND MARKTANALYSE SEIT 1974

KOMPAKT

## ALLGEMEINER MARKTKOMMENTAR

- Niedrige US-Teuerungsrate sollte baldige US-Zinssenkung wahrscheinlicher machen. Positiv für Wachstumswerte.
- Generell sind US-Aktien bezogen auf Gewinn und Substanz, sowie Zinsniveau, teuer. Auch Europa nicht billig z.B. beim deutschen Kurs/Buchwert.
- Setzt sich Trump mit weit überhöhten Zöllen durch, dürfte dies in Europa und USA noch nicht in den Kursen enthalten sein. Zudem 44 Mrd. € Kürzungen im französischen Haushalt negativ für Konjunktur.
- Die Frage ist, wie sich die US-Langfristzinsen entwickeln. Die Staatsverschuldung könnte den Zinssenkungsprozess bremsen wie Trumps Bestrebungen, den Notenbankpräsidenten auszutauschen. Eine unabhängige Notenbank ist Garant für niedrige Inflation, gute Währung und wenig Staatsverschuldung.
- August u. September saisonmäßig relativ schwache Monate für Aktienmärkte.
- Dollar short ist most crowded trade.



DR. JENS EHRHARDT

Herausgeber Finanzwoche

Hatten gerade die ökonomischen Faktoren in Europa wieder Auftrieb (neues historisches Aktienhoch in Deutschland im Juli im Hinblick auf bessere Konjunkturerwartungen wie ZEW von 47,5 auf 52,7), schieben sich schon wieder die politischen Faktoren (Trump's unerwartet hohe Zölle wie 30% für EU und 50% für Brasilien) in den Vordergrund. Zuletzt waren zwei Faktoren positiv für die Aktienmärkte: einmal die vorangegangene scharfe markttechnische Bereinigung. Wall Street war im April um fast 20% gefallen, was viele Pessimismusindikatoren in die Kaufzone brachte, um dann aber wieder 27% zu steigen und sogar neue Hochs zu erreichen. Allerdings liegt der in Euro rechnende Investor in Wall Street bedingt durch den Dollarrückgang von 13% noch immer etwa 6% unter Jahresanfang.

Der zweite positive Faktor war die verbesserte monetäre Perspektive in den USA. Ging man noch im zweiten Quartal überwiegend von ersten Zinssenkungen erst um die Jahreswende aus, liegt die höchste Wahrscheinlichkeit jetzt beim übernächsten FED-Treffen im September. Entscheidend ist hier die US-Inflationsrate, die mit 2,7% für den CPI und 2,9% für die Kernrate ähnlich den Erwartungen kam. Die schon halbierte Mietkomponente, die mit 35-40% in den wichtigsten US-Teuerungs-raten gewichtet ist, schwächt sich ab. Auch der Ölpreis drückt die Inflation. Das sind auch positive Inflationszahlen für den Dollar (Monatsteuerung nur +0,2%). Andererseits täuschen wahrscheinlich die zuletzt relativ

niedrigen Teuerungs-raten darüber hinweg, dass bald die Preise für importierte Güter zollbedingt doch noch scharf angehoben werden müssen.

Viele Importfirmen hatten einerseits rechtzeitig noch nicht von Zöllen belastete Einfuhren vorgezogen oder schon zu zahlende Zölle nicht gleich an die Konsumenten weitergegeben. Dies dürfte sich jetzt aber bald ändern, sodass vielleicht doch negative Überraschungen bei der Inflationsrate die Börsenstimmung belasten können. Hinzu kommt, dass die Importvorzieheffekte die US-Konjunktur (und den Arbeitsmarkt) besser erscheinen lassen, als es wirklich war. Auch hier könnte es also noch ein unangenehmes Erwachen geben. Global liegen die Wachstumserwartungen bei 1,4% für 2025.

Auch der allgemeine hohe Börsenoptimismus (Fear & Greed von 3 auf 78) könnte wieder enttäuscht werden, wenn der verbreitete Glaube falsch ist, dass Trump bei den Zöllen wie bisher erhebliche Rückzieher bis zum 1.8. machen wird und die Situation dadurch weniger dramatisch ist. Allerdings könnte das Ego von Trump gelitten haben, weil man ihn des „Chicken Out“, also des Rückziehens von zuvor gemachten Kernaussagen zurecht bezichtigt. Wenn er wirklich Stärke demonstrieren will durch tatsächlich völlig überhöhte Zölle und ihr Beibehalten, könnte die Börse doch noch empfindlich negativ reagieren.

Die USA ist die größte kaffeetrinkende Nation der Welt. Wenn jetzt ein Drittel des US-Kaffeeimports (der aus Brasilien kommt) um 50% teurer wird, bedeutet dies für den Konsumenten eine deutliche Teuerung. Da die US-Importfirmen versuchen werden auf Einfuhren aus anderen kaffeeproduzierenden Ländern auszuweichen, dürften die Kaffeepreise auch international steigen und die preissteigernden Effekte auch außerhalb der USA zu beobachten sein. Auch Orangensaft und Schuhe (Sneaker) kommen in großen Mengen aus Brasilien in die USA. Was hier in einem kleinen Teil der Weltwirtschaft zu beobachten ist, dürfte auch in anderen Sektoren ähnlich ablaufen, sodass ein spürbarer Inflationseffekt nicht ausgeschlossen werden kann. Dies wiederum würde sich negativ auf die Zinsen (besonders in USA, aber auch global) auswirken.

Zuletzt sind die US-Staatsanleihezinsen wieder fast 4,5% gestiegen für 10-jährige Titel, bzw. auf gut 5% für 30-jährige Titel (die für die Festlegung der US-Hypothekenzinsen maßgebend – fast 7% – sind). Hintergrund für den Zinsanstieg sind nicht nur Inflationsbefürchtungen, sondern die ca. 3,3 Bio. Dollar Neuverschuldung durch Trumps neues Gesetz (Big Beautiful Bill). Da auch der Kassenbestand des amerikanischen Schatzamtes um ca. 500 Mrd. Dollar unter der Sollstärke liegt und schon aus diesem Grund die Ausgabe von marktbelastenden neuen US-Staatsanleihen zu erwarten ist, dürfte die Zusatzbelastung durch neue Staatsanleihen im Zuge des BBB-Trump-Gesetzes doppelt zinssteigernd sein.

Höhere US-Zinsen sind nicht nur belastend für den ohnehin krisengeschüttelten US-Immobilienmarkt, sondern auch generell für die US-Konjunktur. Wenn der Staat den Kreditmarkt so stark belastet wie zu erwarten wird die private Kreditaufnahme von Unternehmen und von Verbrauchern teurer. Dieser sogenannte „Crowding-out-Effekt“ wurde auch in einem hochinteressanten Interview mit dem Princeton-Ökonomen Markus Brunnermeier im Handelsblatt deutlich (ähnlich den Ausführungen in der Finanzwoche im letzten Monat). In Europa gibt es bereits den Crowding-out-Effekt, da auf Anweisung der EZB Banken primär „grüne“ Kredite trotz des, im Gegensatz zu China, in Europa und besonders in Deutschland verschwindend geringen CO<sup>2</sup>-Ausstoßes der (schrumpfenden) Industrie bevorzugt vergeben müssen. Übrigens werden die CO<sup>2</sup>-Emissionen für Datacenter (künstliche Intelligenz) spätestens 2030 erheblich höher sein, als alle CO<sup>2</sup>-Emissionen global durch Flugverkehr.

So sehr manchen die Regierungsanstrengungen zur Förderung der Konjunktur (USA) bzw. zur Korrektur des Klimas (Europa) sinnvoll erscheinen, so dürfte dies am Ende immer zu höheren Zinsen und damit langfristigen Konjunkturbelastungen führen. Überhaupt haben staatliche Eingriffe entgegen allgemeinen Erwartungen zwar kurzfristig positive Effekte, langfristig aber negative Konjunkturreffekte. Will man zum Beispiel in Deutschland vorangegangene Konjunktursteuerungsfehler der Regierung wieder durch Subventionen ausgleichen, ist dies nur möglich, wenn man den ohnehin überlasteten Bürokratiestaat mit einer Unmenge von neuen Vorschriften beschwert. Als Beispiel kann hier gelten, wenn in Europa beim Lieferkettengesetz nachgewiesen werden muss, dass auch die letzte asiatische Zulieferfirma von Europa gewünschte Standards eingehalten hat. Ganz anders in den USA. Dort liegt die Steuerquote vom BIP bei einem Sechstel, in Frankreich dagegen bei der Hälfte des BIP.

Angeblich will man Bürokratie abbauen (von den Unternehmern als Hauptkonjunkturrhindernis gesehen), andererseits lässt sich jeder neue Staatseingriff nur durch neue Bürokratiebelastungen vollziehen. Interessant in diesem Zusammenhang ist, dass zuletzt in Europa und in den USA die Arbeitsmarktdaten bei Einstellungen von Staatsbediensteten und staatsabhängigen Bereichen wie Gesundheit anzogen bzw. dadurch erheblich geschönt aussahen. Ohne solche Faktoren, und die berüchtigte Geburten-/Sterbetabelle, durch die nach der letzten Korrektur auf 12-Monats-Sicht die US-Arbeitsmarktstatistik um 88.000 Stellen pro Monat (!) nach unten korrigiert werden musste, sieht der US-Arbeitsmarkt rezessionsanfällig aus.

Gerade die US-Arbeitsmarktzahlen sehen also in Wirklichkeit wesentlich schlechter aus als publiziert. Auch die Konsumzahlen in den USA verschlechtern sich ständig. Dies ist umso belastender, weil im Gegensatz zur Finanzkrise diesmal nicht der US-Verbraucher der größte Schuldensünder ist. Die US-Privatverschuldung ist bezogen auf das verfügbare Einkommen heute um ein Drittel niedriger als 2007. Das Hauptproblem ist diesmal die Staatsverschuldung, die nach Obama, Biden und Trump auf ein so gefährlich hohes Niveau gestiegen ist, dass Markus Brunnermeier in seinem genannten Interview nicht einmal ausschließt, dass „die USA vorübergehend einzelne Anleihen (zinsmäßig) nicht bedienen werden“. Kein Wunder, dass die Langfristzinsen entgegen vielen Prognosen in diesem Zyklus nicht gefallen sind.

Die FINANZWOCHE Kompakt gibt einen Einblick in die ersten Seiten der FINANZWOCHE. Weitere Informationen finden Sie unter [www.financewoche.de](http://www.financewoche.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.financewoche.de](http://www.financewoche.de), E-Mail: [info@financewoche.de](mailto: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 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.