

# FINANZWOCHEN

50 Jahre

INTERNATIONALE KONJUNKTUR- UND MARKTANALYSE SEIT 1974

KOMPAKT

## ALLGEMEINER MARKTKOMMENTAR

- ➔ Tauschoperationen des globalen Südens von US-Staatsanleihen in Gold sind neben Käufen noch unterinvestierter Privatanleger (besonders bei Silber) Motor der Preissteigerung bei Gold und Silber. Silber auf 14-Jahreshoch (mit 44\$ unter dem Allzeithoch von 2011 bei 50\$). Trotz kurzfristiger Edelmetall-überhitzung könnte sich der Aufwärtstrend längerfristig fortsetzen.
- ➔ Zwei weitere erwartete Zinssenkungen in den USA in diesem Jahr wären international positiv für Aktien, aber auch Edelmetalle.
- ➔ US-Zinsniveau weiter trotz Senkung noch "moderat restriktiv". Möglicher "Shutdown" von US-Behörden. VIX (Aktien-Vola) steigt. Signalisiert Vorsicht.
- ➔ US-Dollar stabilisiert sich. 80% der ausländischen Käufe für US-Aktien und Aktien-ETFs werden währungsmäßig abgesichert. Bei US-Anleihen wird ca. die Hälfte abgesichert. Eine solch ungewöhnlich hohe Absicherungsquote spricht markttechnisch dafür, dass keine große Dollar-Baisse bevorsteht.



DR. JENS EHRHARDT  
Herausgeber Finanzwoche

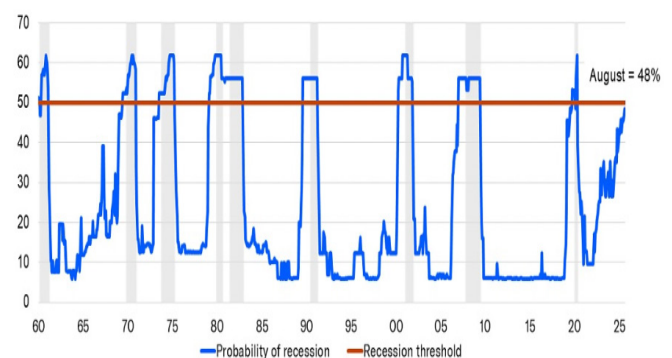
Der saisonmäßig übliche internationale Aktienrückgang im September ist bisher in diesem Jahr ausgeblieben. Erklärung sind die monetären und markttechnischen Hintergründe. Die US-Zentralbank hat erstmals in diesem Jahr die Zinsen gesenkt, was aufgrund der schlechten US-Arbeitsmarktdaten zu erwarten war. Immerhin hat die US-Zentralbank im Gegensatz zur Europäischen Zentralbank neben der Inflationsbekämpfung darauf zu achten, dass der Arbeitsmarkt monetär unterstützt wird. Realistischerweise kann man davon ausgehen, dass ein längerfristiger Trend von US-Zinssenkungen begonnen hat. In der Vergangenheit hat dies die Aktienmärkte international unterstützt, wenn es keine US-Rezession gab. Wenn auch Minderheitsmeinungen, so haben doch einige große US-Aktienhäuser die Wahrscheinlichkeit für eine US-Rezession in letzter Zeit leicht auf 30 bis 48% bei Moodys angehoben (siehe Chart).

Hintergrund sind Arbeitsmarkt, Immobilienmarkt und relativ schwacher Konsum als Hauptkonjunkturfaktor. Angesichts wieder leicht steigender Inflation und leicht sinkender Lohnsteigerungen sinkt das real verfügbare Einkommen. Tatsächlich ist die zukünftige Inflation ein äußerst wichtiger Konjunkturbestimmungsfaktor.

Der Haupteinflussfaktor auf die US-Inflation dürften derzeit die Auswirkungen der US-Zölle sein. Während zuerst allgemein angenommen wurde, dass die US-Importunternehmen die Einfuhrzölle als Preissteige-

rung an die Konsumenten voll weitergeben würden und der Konsum wie bei einer Steuererhöhung belastet werden würde, zeigt sich zuletzt, dass ein wachsender Anteil von Importunternehmen die Zölle zum Teil selbst übernimmt. Die Konjunkturexperten hatten eine volle Weitergabe an den Konsumenten erwartet, Trump hingegen nicht, womit er recht behielt. Aber nicht nur ausländische Produzenten der von den USA importierten Güter übernehmen einen Teil der Zölle, die Hauptlast scheinen die US-Importunternehmen zu zahlen, was entsprechend Gewinnrückgänge bei solchen Firmen bedeutet. Steigen die US-Preise aber nicht wesentlich, profitieren in den USA produzierende Konkurrenzunternehmen nicht, beziehungsweise können ihrerseits nicht die Preise anheben. Die US-Produzentenpreise fielen im letzten Monat unerwartet um 0,1%.

### Moody's: USA Rezessionswahrscheinlichkeit.



Insgesamt bleibt das US-Konjunkturszenario im Großen und Ganzen eine Stagflation. Zwar reichen die geschätzten Wachstumsraten für das dritte Quartal annualisiert bis drei Prozent, für das vierte Quartal erwartet man aber allgemein nur noch ein Prozent Wachstum. Andererseits werden Preissteigerungen von ca. drei Prozent erwartet. Also keine ideale Kombination für einen allgemeinen US-Aktienaufschwung.

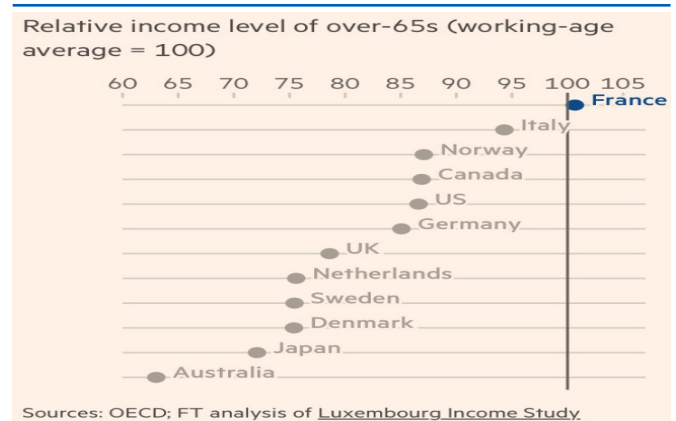
Auch in Europa werden weiterhin Wachstumsraten der Konjunktur und Gewinnsteigerungen zu wünschen übrig lassen. Die deutsche Industrieproduktion liegt jetzt zehn Prozent unter ihrem Höchststand und Erholungsansätze sind gering. Es ist erstaunlich, dass acht Zinssenkungen der EZB und massive Schuldenaufnahme in Deutschland bisher nicht zu besseren Konjunkturergebnissen geführt haben. Veronika Grimm (Sachverständigenrat) sagt, dass "die Bundesbank festgestellt hat, dass der finanzpolitische Spielraum von rund 70 Mrd. €, der im Jahr 2025 durch das Schuldenpaket im Kernhaushalt entsteht, in Höhe von 56 Mrd. € für konsumtive und Transferausgaben genutzt wird".

Wenn aber 80% der neuen Schuldenaufnahme in den Konsum geht und nicht in wachstumsfördernde Investitionen, bleiben große Konjunkturerwartungen unrealistisch. Eine Hoffnung ist die neue Wirtschaftsministerin Katherina Reiche (CDU), die Steuersenkungen bei der Einkommensteuer in Aussicht stellt und Steuererhöhungen wie z.B. bei der Erbschaftsteuer (was besonders den Wachstumsmotor Mittelstand total schädigen würde) konsequent ablehnt. Wachstum und Investitionen sind nur möglich mit niedrigeren Steuern. Diese ökonomische Kernthese scheint die CDU begriffen zu haben (Ausnahme Spahn). Destruktiv auch Koalitionspartner SPD, der mit seinem sozialistischen Ansatz das Gegenteil der Schröder-SPD (hatte damals in der Spitze 42% der Wählerstimmen) verfolgt. Dass hohe konsumtive Ausgaben auf Staatsschulden die Konjunktur sogar beeinträchtigen, zeigt das Beispiel Frankreich. Frankreich wurde von den Rating-Agenturen herabgestuft, Italien jetzt sogar auf BBB+ heraufgestuft. Eine Entwicklung, die die FINANZWOCHE – in Deutschland allein in der Presse – schon seit vielen Jahren richtig erkannt hatte. Mit nur noch 0,8% Zinsvorteil gegen deutsche 10-jährige Staatsanleihen erscheint das Potenzial aber bei italienischen Staatstiteln (wurden im Gegensatz zu französischen empfohlen) weitgehend ausgereizt.

Frankreich fällt volkswirtschaftlich in vielerlei Richtungen negativ auf (Zinsen jetzt mit 3,56% erstmals höher

als in Italien mit 3,54% und Griechenland mit 3,40%). Nur ein Drittel der Bevölkerung arbeitet in der freien Wirtschaft (also nicht beim Staat). Die Pensionszahlungen liegen international am höchsten und sogar geringfügig über dem letzten Gehalt (siehe Grafik).

## Frankreich leistet sich die höchsten Pensionen.



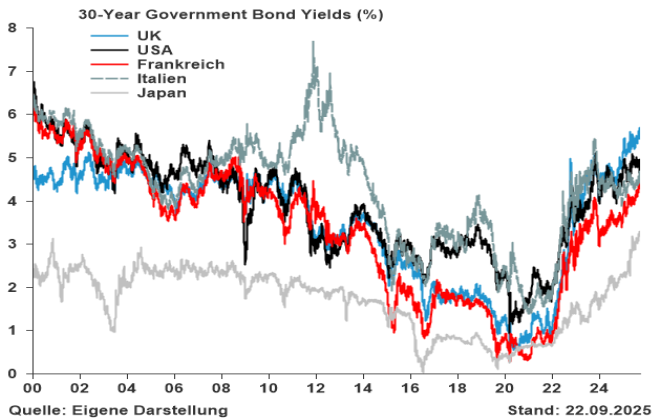
Die Unternehmensverschuldung ist neben China international am höchsten und auch die Privatverschuldung ist – ganz im Gegensatz zu Italien – im europäischen Vergleich auf hohem Niveau. Trotzdem ist die Staatsverschuldung nach Griechenland und Italien mit 114% vom BIP am dritthöchsten in Europa (absolut am höchsten). An dieser Stelle wurden die französischen Staatsverschuldungszahlen schon immer angezweifelt. Bei Staatsinvestitionen soll es angeblich zur Vermeidung von höherer Staatsverschuldung die Strategie geben, Gesellschaften zu gründen, an denen der Staat nur mit 49% beteiligt ist.

Positiv entwickelt haben sich am Anleihenmarkt in diesem Jahr in den USA und Europa hauptsächlich Unternehmensanleihen guter Bonität, die jetzt sogar teilweise niedrigere Zinsen aufweisen, als laufzeitmäßig vergleichbare Staatsanleihen. Generell haben global die Unternehmensanleihen die niedrigsten Zinsaufschläge gegenüber Staatsanleihen in diesem Jahrhundert. Im Allgemeinen kein guter Moment, eine Hausse bei Anleihen, aber auch bei Aktien zu erwarten. Besonders schlecht haben außerhalb der USA international Anleihen mit besonders langen Laufzeiten im Hinblick auf die ungelösten fiskalischen Probleme abgeschlossen. Der Zinsanstieg bei langen Anleihen (siehe Grafik, S. 3) kommt bei den Analysten keineswegs erwartet.

Im Hinblick auf hohe Staatsschulden, aber auch politische (Zölle) und geopolitische Faktoren zögern die Anleger bei Käufen von besonders langlaufenden Anleihen. Titel mit Laufzeiten von unter zwei Jahren

werden im Kurs durch die Notenbank Zinssenkungen nach oben gezogen. Allerdings sind diese in Europa auch keine attraktiven Alternativen im Hinblick auf die niedrigen Zinsen von ca. zwei Prozent bei allgemein darüber liegenden Inflationsraten.

### Zinsanstieg bei langlaufenden Anleihen.



In den USA rechnet der Markt (so auch der globale Fund-Manager-Survey) noch mit vier Zinssenkungen, davon zwei weitere in diesem Jahr im Oktober (zu 85% wahrscheinlich) und Dezember. Eigentlich ein Positivum für die internationalen Aktienmärkte, allerdings fragt man sich, ob eine Aktienhausse in US-Kurs/Gewinn-Verhältnissen von 22 auf die erwarteten Gewinne nicht bereits vorweggenommen ist. Dagegen wären negative Überraschungen möglich, wenn US-Gerichte am Ende die US-Zölle für rechtswidrig erklären würden. Dann würden die US-Zinsen steigen, was Aktien- und Bondmärkte auf dem falschen Fuß erwischen würde.

Die Frage ist, ob es Trump gelingt, in absehbarer Zeit die Zusammensetzung der Entscheidungsträger in der US-Zentralbank so zu seinen Gunsten zu verändern, dass die von ihm gewünschten Zinssenkungen tatsächlich vorgenommen werden. Wenn eine Zentralbank

ihre Zinspolitik nach politischen, aber nicht nach wirtschaftlichen Notwendigkeiten ausrichtet, hat dies in der Vergangenheit für Konjunktur, Börse und Wechselkurse schlechte Auswirkungen gehabt. Siehe im Extremfall Erdogan in der Türkei. Kurzfristig könnte Trump mit Extrem-Zinssenkungen die Konjunktur zwar ankurbeln, aber höhere Inflation (über steigende Importpreise via fallendem Dollar) würde längerfristig bedeutende Konjunkturnachteile mit sich bringen.

Heute erscheinen die USA aber weit entfernt von Zinssätzen, die die Inflation künstlich stimulieren. Im Gegenteil: Auch wenn die jüngste Zinssenkung sicherlich im Sinne Trumps war, so erscheint sie auch volkswirtschaftlich durchaus begründet. Trotz gestiegener Inflation liegt der Realzins (Zins nach Teuerung) in den USA immer noch auf deutlich höherem Niveau als in Europa und auch höher, als nach den meisten Schätzungen aufgrund des natürlichen Zinses (der weder bremst, noch stimuliert) angemessen wäre. Es erscheint also durchaus gerechtfertigt, wenn die US-Zentralbank der Europäischen Zentralbank folgt und die Zinsen in diesem Jahr noch zweimal senkt. Dann hätte sie vom Hoch die Zinsen sechsmal zurückgenommen gegenüber achtmal bei der EZB.

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