



Knappere monetäre Bedingungen sollen das Wachstum dämpfen

Donnerstag, Mai 2, 2024

Available reports

- Global Financial Markets
- Global Political Analysis
- Interest Rates Outlook
- Currencies Outlook
- Monthly Chart Pack
- Asset Allocation
- Expected Returns
- Money Talks, Money Walks
- Fund Selection
- Technical Trend Outlook

Questions or Comments?



Edward Markus

+31(0)30 232 8000

ecr@ecrresearch.com

Why join ECR Research?

- ✓ Outspoken mid-term analysis
- ✓ Based on world's leading research
- ✓ +40 years' experience, 3500 readers
- ✓ 10 research titles
- ✓ Tailor made subscriptions

≡ CONTENT

1. KURZGEFASST	2
2. IMMUN GEGENÜBER HÖHEREN ZINSEN?	4
3. ENDE DES KOMMUNISMUS & GLOBALISIERUNG	5
4. DREI EINSCHNEIDENDE FOLGEN	6
Die Notenpressen mussten immer schneller laufen	6
Chinas Aufstieg	7
Spaltung & Populismus	8
5. AUFSTEIGER & ABSTEIGER	9
6. ZWEI ESSENZIELLE WAHLEN	10
EU: Der Gang zur Urne	11
Amerikanisches Wahlspektakel	12
Hohe Defizite & monetäre Finanzierung	13
7. LANGSAMER RÜCKGANG WACHSTUM & INFLATION	13
Änderung der Angebots- & Nachfragefaktoren	14
8. RINGEN MIT DEN MONETÄREN BEDINGUNGEN	15
9. UNAUFHALTSAMER DOLLAR-AUFSTIEG?	16
10. FOLGEN FÜR DIE FINANZMÄRKTE	18
Zinsen	18
Aktien	20
EUR/USD	21
Der chinesische Yuan	22
Gold	23
Übrige Inflation Hedges	24



Kurzgefasst

- » Zu hoch ist auf jeden Fall das amerikanische Wirtschaftswachstum, aber auch das Europäische, um die Inflation strukturell auf 2 % oder etwas tiefer zu drücken.
- » Eine Komplikation ist, dass von 2008 bis 2020 abwärts gerichtete Kräfte auf die Inflation einwirkten, die Pfeile jetzt aber aufwärts weisen. Zu denken ist vor allem an die großen Mengen Liquiditäten, die umfangreichen Haushaltsdefizite und die Deglobalisierung.
- » An sich ist erstaunlich, dass das Wirtschaftswachstum im Westen nach dem scharfen Zinsanstieg nicht stärker nachgelassen hat. Die Hauptgründe hierfür sind die fiskalischen Impulse und die locker gebliebenen monetären Bedingungen (die Höhe der Vermögenspreise, Zinsspreads, Dollarkurs, Realzinsen usw.).
- » Andere haben Kräfte das Wachstum daneben angeschoben, doch sie haben sich bereits umgekehrt oder drehen sich gerade.
- » Für die USA wird es immer schwieriger, China und Russland im Zaum zu halten. Das ist nämlich so kostspielig, dass es zu Lasten des Wohlstands der eigenen Bevölkerung geht. Immer mehr Amerikaner drehen den Spieß daher um: das eigene Volk zuerst, danach der Rest der Welt. Auf Dauer wird aber auch das viel Geld kosten.
- » Europa kann nur verhindern, dass es zwischen China und den USA aufgerieben wird, wenn es einen großen Wirtschafts- und Militärblock bildet. Das ist allerdings sehr mühsam und kostet Unsummen.
- » Unterm Strich werden Amerikas und Europas Haushaltsdefizite sehr wahrscheinlich zu groß bleiben und zunehmend von den Zentralbanken finanziert werden (müssen). Mit anderen Worten, die Inflation wird immer höher.
- » Große Hoffnungen weckt die künstliche Intelligenz. Nach unserer Befürchtung wird die westliche Wirtschaftspolitik aber nicht genug auf die Produktivitätssteigerung ausgerichtet sein, um KI zu einem Gamechanger zu machen, zumindest nicht auf kurze Sicht.
- » Haben wir damit recht, werden die Konjunkturaussichten recht mäßig, denn es ist wenig Spielraum für neue monetäre und/oder fiskalische Anreize vorhanden.
- » Außerdem schmälert die Überalterung das Wachstum und der Aufstieg populistischer Parteien ist auch nicht gerade hilfreich.



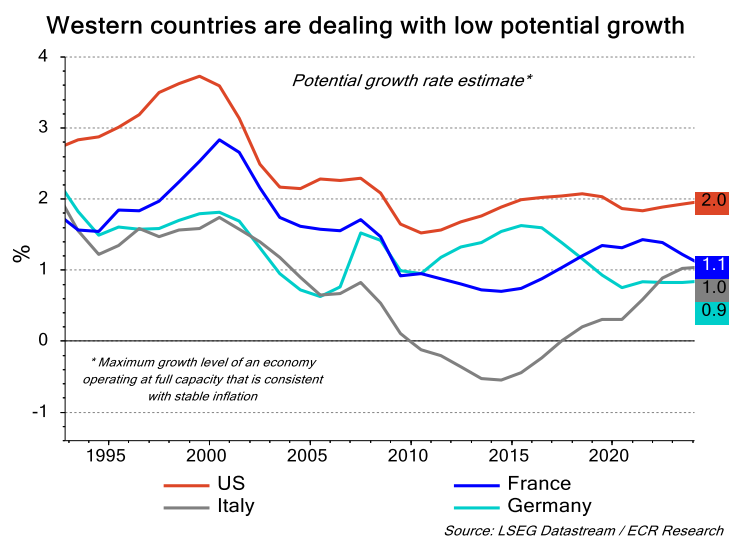
- » Um das Wachstum in naher Zukunft so sehr zu dämpfen, dass die Inflation strukturell auf 2 % sinkt, müssten die monetären Bedingungen verknappert werden. Das impliziert niedrigere Aktienkurse und höhere (reale) Langfristzinsen und Zinsspreads sowie einen starken Dollar. Die Frage ist nur, ob dazu noch höhere Zinsen nötig sind oder ob sie auf dem aktuellen Stand belassen werden sollten. Wir meinen: Sie sollten auf ihrem jetzigen Stand bleiben. Das gilt übrigens stärker für die USA als für Europa.
- » Müssen die Zinsen in den USA tatsächlich vorerst hoch bleiben und bleibt der Dollar infolgedessen stark, entsteht für die Weltwirtschaft eine gefährliche Situation, denn dann müssen die Zinsen auch in vielen anderen Ländern hoch bleiben, die eigentlich niedrigere Zinsen bräuchten.
- » Sollte sich die Lage verschärfen, wird man sich sehr wahrscheinlich immer mehr für die monetäre Finanzierung der Defizite entscheiden, also für Inflation.
- » Die amerikanische und die europäische Wirtschaft dürften vorläufig nur langsam abschwächen. Dasselbe gilt für die Inflation.
- » Die Fed dürfte die Leitzinsen Ende dieses Jahres um 0,25 Prozentpunkte senken und diesen Schritt 2025 alle drei bis vier Monate wiederholen (bis vor kurzem waren wir für 2025 von einer stärkeren Zinsrücknahme ausgegangen).
- » Die EZB fängt wahrscheinlich im Juni mit der Zinssenkung an und wird die Leitzinsen danach auch alle drei bis vier Monate ermäßigen.
- » Die Renditen auf amerikanische und deutsche zehnjährige Staatsanleihen dürften sich zuerst seitwärts bewegen, bevor ein neuer Anstieg beginnt.
- » Für die Aktien in den USA und Europa dürften sich die Umstände allmählich verschlechtern (für Aktien der meisten Schwellenländer noch mehr).
- » Der S&P 500-Index dürfte nicht weit über 5300 klettern und vorerst insgesamt in einen Downtrend eintreten.
- » EUR/USD dürfte in den nächsten Monaten bis Quartalen auf ca. 1,00 fallen (zwischendurch dürfte der Kurs auch nicht weit über 1,10 steigen).
- » USD/CNH dürfte noch eine Weile nahe 7,25 verharren. In nicht allzu ferner Zukunft erwarten wir aber einen Anstieg auf 7,50 – 7,60. EUR/CNH dürfte dabei zwischen ca. 7,50 und 7,80 fluktuieren.
- » Der Goldpreis steckt noch in einer Korrekturphase, dürfte danach aber auf ca. 3000 \$ weitersteigen.



Immun gegenüber höheren Zinsen?

Zu Beginn dieses Jahres dachte man allgemein, das Wirtschaftswachstum im Westen werde wegen des scharfen Zinsanstiegs rapide abnehmen. In den USA beträgt das Wachstum (im Kern) aber noch immer ca. 2,5 % und Europas Wirtschaft erholt sich von einer leichten Rezession. Parallel dazu verharrt die Inflation auf einem (etwas) überhöhten Niveau.

Das Wachstum muss demnach deutlich unter dem Potenzialwachstum stehen (mehr dazu in unseren vorigen GFM-Berichten). Für die USA heißt das ca. 1,75 % Wachstum und für Europa ca. 0,5 %. Erreicht werden kann das durch kräftige fiskalische Verknappung und/oder hohe Zinssätze. Knapper kann die Fiskalpolitik im aktuellen Klima aber kaum noch werden, also geht es vor allem um die Höhe der Zinsen. Doch die sind schon ein ganzes Stück gestiegen. Normalerweise genug, um die Wirtschaft in eine Rezession zu treiben. Um besser verstehen zu können, weshalb es dieses Mal anders läuft, machen wir einen Sprung in die Vergangenheit.



Seit den 1950er Jahren wurden die Theorien von Keynes und Friedman oft missbräuchlich angewendet, d.h. nicht für die Abflachung des Konjunkturzyklus, sondern um eine ohnehin expandierende Volkswirtschaft zu einem noch zügigeren Wachstum zu veranlassen. Die Inflation und die Schuldenquote kletterten daraufhin immer höher. Anfang der 1980er machte Fed-Chef Paul Volcker jedoch Schluss mit der hohen Inflation und erhöhte die Leitzinsen so lange, bis Wirtschaft und Inflation einbrachen.

Bei seinem Kampf gegen die Inflation erhielt Volcker Hilfe von zwei wichtigen Entwicklungen:

- » Die Elektronik–Revolution steigerte die Produktivität zügig.
- » Das kommunistische System brach zusammen und darauf folgte die Globalisierung.



Ende des Kommunismus & Globalisierung

Beide Phänomene bedürfen einer Erläuterung. Als das Aus für das kommunistische System kam und Chinas Wirtschaft erheblich offener wurde, sah man im Westen recht geringschätzig auf die Schwellenländer herunter. Hinsichtlich der Produktivität ihrer Arbeitskräfte, moderner Produkte, Infrastruktur usw. hinkten sie dem Westen schließlich weit hinterher. Besonders China, das simple westliche Produkte nur annähernd imitieren konnte und selbst das in nur sehr mittelmäßiger Qualität.

In dieser Zeit sah kaum jemand China als ernstzunehmenden Konkurrenten für den Westen, weder wirtschaftlich noch militärisch oder geopolitisch. Für den Westen aber sah man gute Chancen, moderne Technologien und westliches Management in die ehemaligen kommunistischen Länder und nach China zu schicken und sie dort mit den sehr billigen, aber häufig recht passabel ausgebildeten Arbeitskräften zu kombinieren. Das hatte zwei große Vorteile:

- » Beispielsweise konnte in China und Osteuropa bedeutend billiger produziert werden als im Westen.
- » China und die früheren kommunistischen Staaten verdienten durch den Export dieser viel billigeren Erzeugnisse in den Westen gutes Geld. So konnte ihre Binnenwirtschaft ebenfalls flott expandieren. Westliche Firmen würden daraufhin viel in die Schwellenländer exportieren. Im Westen wurden ja noch immer viele Produkte hergestellt, die aufstrebende Volkswirtschaften nicht produzieren konnten. Anders ausgedrückt, es würde eine Win-Win-Situation entstehen.



Source: LSEG Datastream / ECR Research



Für die westlichen Zentralbanken, die gegen die Inflation ankämpfen mussten, hatte das zwei wichtige Konsequenzen:

- » Billigimporte aus den Schwellenländern trugen in erheblichem Maße zur Senkung der Inflation bei.
- » Hunderte Millionen Arbeiter - allesamt Billiglöhner - wurden im Zuge der Globalisierung plötzlich dem Heer der Arbeitskräfte hinzugefügt. Logischerweise setzte das den Lohnanstieg im Westen unter Abwärtsdruck. Das drückte wiederum die Inflation.

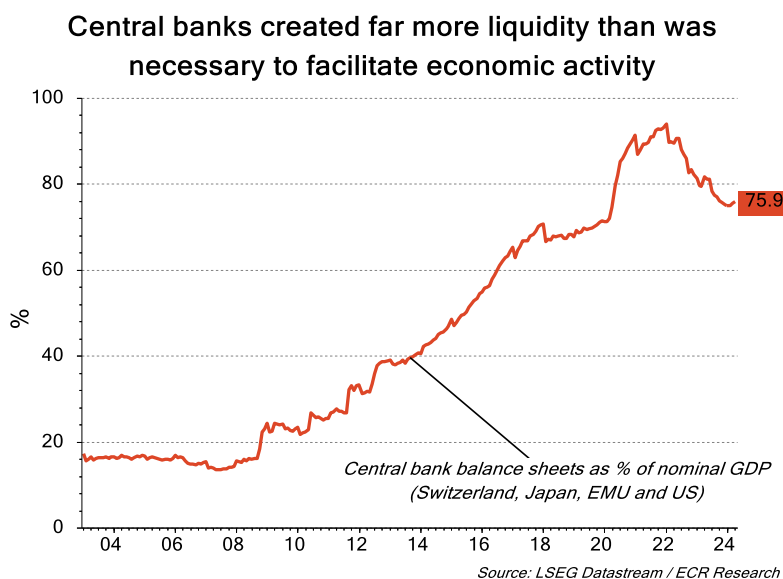
Resultat: Aus Inflationsgefahr wurde ab dem Ende der 1990er Jahre (nach der Asienkrise) Deflationsgefahr.

Drei einschneidende Folgen

Die beschriebenen Entwicklungen hatten jedoch Konsequenzen.

Die Notenpressen mussten immer schneller laufen

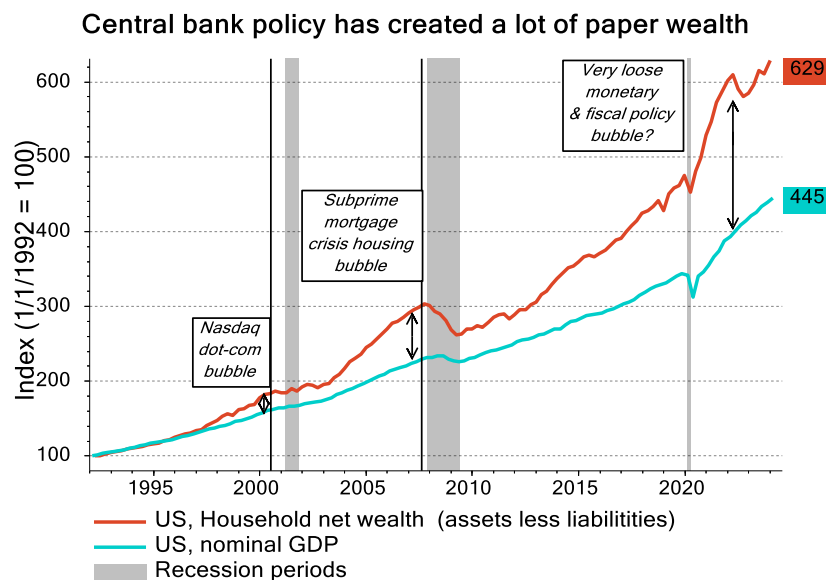
Die Inflation geriet unter so schweren Abwärtsdruck, dass eine Deflation drohte. Die Kombination aus Deflation und turmhoher Verschuldung ist für Volkswirtschaften aber extrem gefährlich. Westliche Zentralbanken öffneten darum die Geldschleusen und ermäßigten die Zinsen energisch. Diese Taktik sollte die Spartätigkeit verringern und zu Kreditaufnahmen anspornen. Dann würde nämlich viel Geld ausgegeben und die Deflation würde verdrängt.





Doch besonders nach der Kreditkrise von 2008 wurde es immer schwieriger, die Kreditaktivität zu steigern und die Sparquote zu senken. Die Zentralbanken schöpfen deshalb so viel frisches Geld, dass die Realwirtschaft es bei weitem nicht ganz aufnehmen konnte. Immer mehr Liquiditäten strömten daher an die Vermögensmärkte in Aktien, Anleihen, Immobilien usw. und trieben deren Preise immer höher (Vermögenspreis-inflation). Den Altschulden standen also immer höhere Vermögenswerte gegenüber. Das verbesserte die Bilanzen so sehr, dass am Ende doch mehr Geld geliehen und weniger gespart wurde.

Als sich aber zeigte, dass die Vermögenspreise immer höher klettern mussten, damit die Kreditvergabe stabil blieb, musste immer mehr Geld gedruckt werden, um die Vermögenspreise hochzutreiben. Logisch, denn sie wurden gegenüber ihrem realen wirtschaftlichen Wert ja immer stärker überbewertet.



Source: LSEG Datastream / ECR Research

Chinas Aufstieg

Entgegen den ursprünglichen Erwartungen konnte insbesondere China den Westen im Eiltempo einholen. Der ausgeprägte Geschäftssinn, die aus dem Westen importierte Technologie und die erheblich verbesserte Berufsausbildung ermöglichten China den Sprung nach vorne. Das Reich der Mitte hat sich in vielen Bereichen zu einer beachtlichen Konkurrenz für den Westen gemausert, und zwar nicht nur wirtschaftlich, sondern auch geopolitisch.

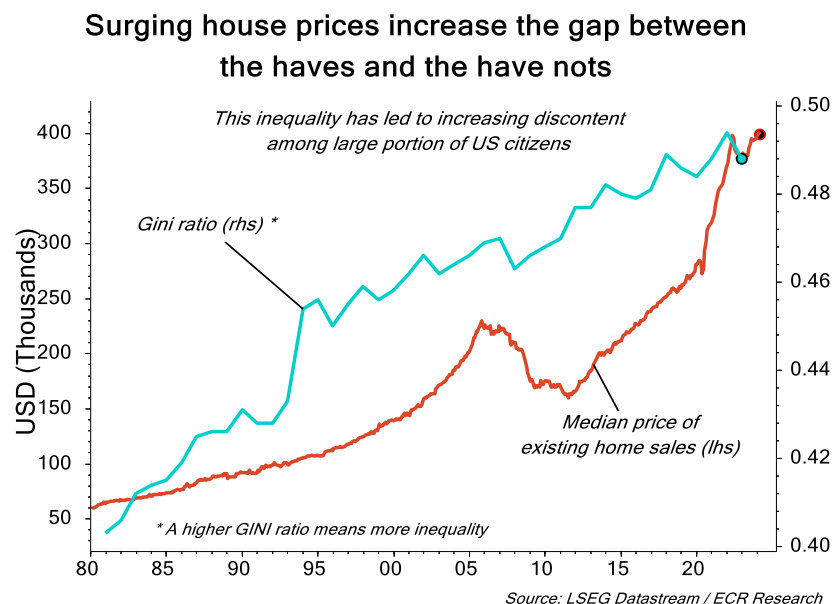
China erhebt Anspruch auf einen immer wichtigeren Part auf der Weltbühne. Wichtig ist auch, dass China dennoch eine Diktatur der Kommunistischen Partei als solche sowie parteiintern von Xi Jinping und seinen Vertrauten geblieben ist. Xi & Co haben große Angst vor der westlichen Demokratie. Deshalb haben sie ständig das Bedürfnis, zu beweisen, dass autoritäre Regimes dem Volk viel besser dienen können als der Westen, der in ihren Augen zudem immer tiefer abrutscht und den man möglichst auf Abstand halten sollte.



Spaltung & Populismus

Die Konkurrenz aus den Schwellenländern und China hat im Westen nicht nur die Inflation hochgejagt, sondern auch zur Zweiteilung der westlichen Gesellschaft beigetragen. Die Kaufkraft derer, die an der Gestaltung und der Regulierung der Globalisierung beteiligt waren (meist Höherqualifizierte), wurde kontinuierlich besser. Das galt allerdings nicht für die Arbeitskräfte im Westen, die mit den Billiglöhnern aus Schwellenländern konkurrieren mussten; für sie gibt es real schon seit Jahrzehnten kaum oder gar keine finanziellen Verbesserungen.

Darüber hinaus verfügt die erste Gruppe über Mittel, um Aktien, Anleihen, Immobilien und dergleichen erwerben zu können, die zweite Gruppe dagegen nicht; sie profitiert deswegen kaum oder gar nicht von den steigenden Vermögenspreisen.



Unter anderem deswegen verzeichnen wir überall im Westen den gewaltigen Aufstieg populistischer Parteien. Ihr wichtigster Ausgangspunkt ist im Prinzip, dass man sich um Menschen in anderen Ländern oder um diejenigen, die von dort kommen, viel weniger kümmern sollte und dass stattdessen die eigene Bevölkerung und dann hauptsächlich die Benachteiligten im Vordergrund stehen sollten. Diese Populisten finden ein offenes Ohr bei der Gruppe, die finanziell schon seit Jahren auf der Stelle tritt und sich von den Regierungen der vergangenen Jahre/Jahrzehnte im Stich gelassen fühlt.

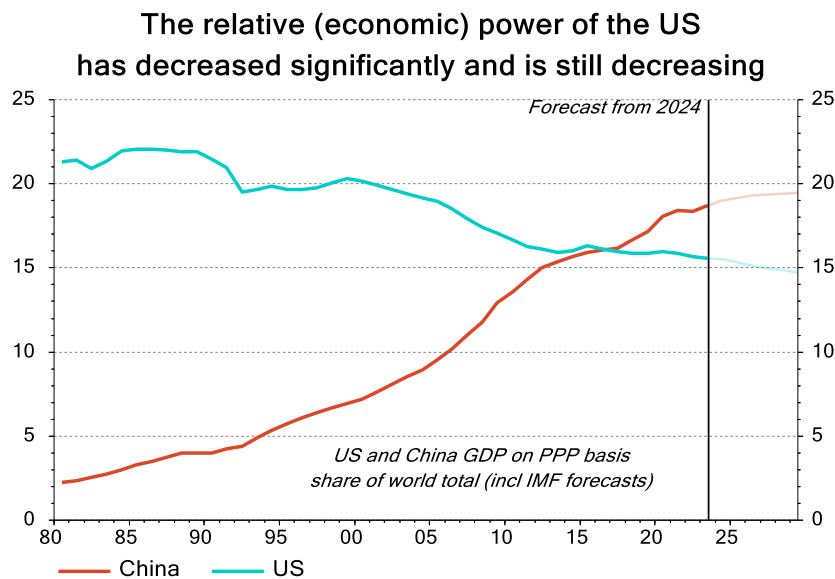


Aufsteiger & Absteiger

Nach dem Kalten Krieg existierte nur noch eine einzige Supermacht: die USA. Sie boten anderen Staaten militärischen und wirtschaftlichen Schutz und konnten Allianzen schmieden, die China und Russland einkapselten. Amerika war der Weltpolizist.

Doch die relative Macht der USA ist erheblich abgebröckelt und schwindet weiter. Der Einfluss von Staaten wie China und Indien dagegen wuchs. Auch Russland stieg in das entstandene Vakuum ein. Die weitreichenden Folgen:

- » China und Russland dehnen ihren Einflussbereich immer weiter aus und es wird für die USA schwieriger, die Allianzen zusammenzuhalten. Im Hintergrund wollen China und Russland den Einfluss der demokratischen Staaten möglichst weit eindämmen.
- » Der Aufstieg der Populisten verstärkt diese Bewegung. Wenn die USA ihren Einfluss so weit wie es geht behalten wollen, kostet sie das Unsummen. Aber die stehen Washington wegen der Megaverschuldung und der geschwächten US-Wettbewerbsposition nicht zur Verfügung. Darauf stürzen sich unverzüglich die Populisten und behaupten, man müsse sich entscheiden: entweder die alte Weltordnung aufrechterhalten oder für die eigene Bevölkerung in die Bresche springen.
- » So einfach ist die Sache aber nicht. Russland hat in der Ukraine einen Krieg angezettelt und würde ihn, wenn es die Möglichkeit bekäme, auf den Rest Europas ausdehnen. China und Russland sind auch wichtige Mächte hinter Iran und Teheran wiederum hinter Hamas und Hisbollah. Dauern diese Entwicklungen an, wird die US-Wirtschaft das in Form von erheblich geringeren Exportmöglichkeiten zu spüren bekommen. Das ist auch Washington klar. Reichlich Kapital fließt darum aktuell in die Repatriierung von Produktion, die heimische Förderung seltener Minerale und von Produkten, die sonst importiert werden müssten, sowie in Rüstungsausgaben.
- » Diese Ausgaben weiten das Haushaltsdefizit aus, erst recht, wenn man die notwendigen Klimaschutzmaßnahmen berücksichtigt. Angesichts der weit überhöhten Schuldenquote müsste die Politik allerdings exakt die Gegenrichtung einschlagen. Soll nicht allein schon der Posten Zinszahlungen außer Kontrolle geraten (und damit die Zinsen immer höher treiben), müssten die Haushaltsdefizite abgebaut werden. Kurzum, die Politik steht vor enorm schwierigen Entscheidungen.



» Die Ereignisse in der Ukraine und im Nahen Osten sind für Europa lebenswichtig. Der Ukrainekrieg wegen der direkten militärischen Gefahr, Nahost wegen der Erdöllieferungen (die USA sind praktisch Selbstversorger, Europa aber bei weitem nicht). Daneben exportiert Europa relativ viel nach China und in den Nahen Osten und es importiert aus China vieles, das in Europa schon seit langem nicht mehr produziert wird, aber von wesentlicher Bedeutung ist. Verständlich, dass Europa weniger auf eine Konfrontation mit China aus ist als die USA. Will Europa aber auf Dauer nicht zwischen China und Amerika zerrieben werden, muss es einen wirtschaftlich und militärisch mächtigen Block bilden. Doch das ist angesichts der großen kulturellen und wirtschaftlichen Unterschiede sehr schwierig. Auch das steht wiederum vor dem Hintergrund des weit überhöhten Schuldenbergs. Obwohl in Europa durchaus die Notwendigkeit erkannt wird, dass sich die Staaten zu einer Einheit zusammenfinden müssen, ist das nicht so einfach in die Praxis umzusetzen. Das machen sich die USA, China und Russland gerne zunutze.

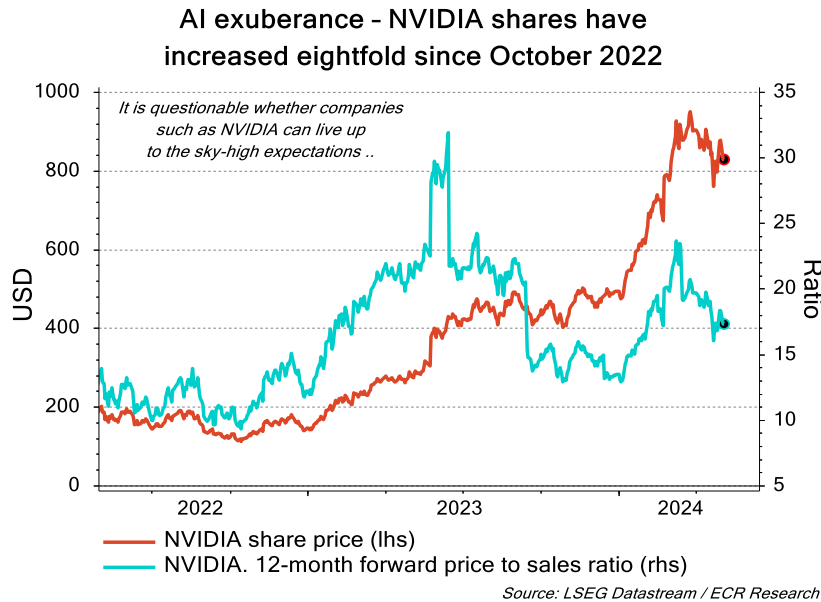
Zwei essenzielle Wahlen

In unseren vorigen Berichten erläuterten wir, dass die Wirtschaft in den vergangenen Jahrzehnten viel zu sehr mit Hilfe der Finanz- und der Geldpolitik gelenkt wurde. Diese Instrumente sind zwar gut, um eine Rezession oder Überhitzung aufzufangen, aber die Ertragskraft einer Wirtschaft können sie auf längere Sicht nicht verbessern. Die Ertragskraft ist viel stärker auf produktionssteigernde Maßnahmen angewiesen: eine bessere Aus- und Weiterbildung der Arbeitskräfte, höhere Ausgaben für Infrastruktur, Forschung und Entwicklung, Anreize für Unternehmen, Produkte zu erfinden und zu vermarkten, ein flexibler Arbeitsmarkt, etc.

Dass diesen Punkten nur wenig Aufmerksamkeit gewidmet wird, rächt sich jetzt, denn der Spielraum für monetäre und/oder fiskalische Impulse wird wegen der hohen Schuldenquote immer kleiner. Ohne eine drastische Änderung der Politik im Hinblick auf die Produktivität werden die westlichen



Volkswirtschaften dadurch immer langsamer expandieren (es sei denn, die künstliche Intelligenz erweist sich als Retter in der Not, aber danach sieht es vorerst nicht aus. Die Zunahme der Erwerbsbevölkerung ist außerdem rückläufig oder wird sogar negativ.



EU: Der Gang zur Urne

Vor diesem Hintergrund finden dieses Jahr zwei wichtige Wahlen statt: die Europa-Wahl und die US-Wahlen. Europa wählt ein neues EU-Parlament (und im Anschluss daran wird eine neue Europäische Kommission ernannt). Offenbar werden die (extrem) rechten Parteien hier einen wichtigen Wahlsieg verbuchen. Damit kommen sie zwar nicht an die Macht, erlangen aber größeren politischen Einfluss.

Die Frage lautet dann: Wie werden sie das Prinzip „das eigene Volk zuerst“ ausgestalten? Es wird viel interne politische Streitigkeiten geben. Für die Zusammenarbeit in Europa wird das nicht förderlich sein. Wahrscheinlich werden beispielsweise Frankreich und Deutschland versuchen, den Einfluss der Populisten einzudämmen, indem sie rundum das Haushaltsdefizit möglichst viele Beschränkungen einführen. Das heißt nicht, dass die Defizite überhaupt nicht weitersteigen, wohl aber, dass sie in geringem Umfang steigen werden. Dann stehen also doch schwierigere politische Entscheidungen an.

Wir bezweifeln allerdings, dass eine solche Politik lange durchzuhalten ist. Wenn Europa relativ immer tiefer abgleitet, ist doch der einfachste Ausweg, das Haushaltsdefizit auszuweiten und das von der Zentralbank in stärkerem Maße finanzieren zu lassen. Inflationspolitik also.



Amerikanisches Wahlspektakel

Richten wir unseren Blick auf die Wahlen in den Vereinigten Staaten, sind Donald Trumps Ausgangspunkte recht eindeutig:

- » Wenn die USA nicht mehr über die finanziellen Mittel verfügen, um als Weltpolizist aufzutreten, müssen sie sich für ihre eigene Bevölkerung entscheiden. Dass diese Politik auf Dauer vielen amerikanischen Interessen schaden wird, wird man als das kleinere Übel bewerten.
- » Die USA werden sich viel besser gegen die Konkurrenz aus China und dem Rest der Welt verteidigen müssen. Machbar wäre das durch hohe Importzölle oder einen niedrigeren Dollarkurs.
- » Wollen andere Staaten weiterhin den Schutz der US-Armee genießen, werden sie dafür zur Kasse gebeten.
- » Um dem ärmeren Teil der US-Bevölkerung unter die Arme zu greifen, erhalten sie keine Steuervorteile oder Finanzhilfen. Steuervorteile sind eher Reichen und Unternehmen vorbehalten. Man nimmt an, dass sie dann mehr Personal einstellen werden.
- » Der ärmere Teil der Bevölkerung, aber auch die amerikanische Kultur, sollen geschützt werden, indem die Einwanderung drastisch eingeschränkt und christlichen Werten eine größere Rolle zuerkannt wird.
- » Unklar ist, was Trump mit der Federal Reserve vorhat. Im Prinzip verlangt er größeren Einfluss auf die Höhe der Zinsen. Logisch, denn auch bei seiner Politik bleibt das Haushaltsdefizit gigantisch, und das kann die Zinsen hochjagen. Erst recht, wenn infolge der US-Außenpolitik weniger Staaten ihr Kapital in Dollars anlegen.

Sollte Joe Biden wiedergewählt werden, wäre in erster Linie zu befürchten, dass die Republikaner weiterhin die Kongress-Mehrheit stellen. In der Praxis hieße das, die USA werden bzw. bleiben ein Schiff ohne Steuerermann. Sofern Washington dann überhaupt noch dazu kommt, Politik zu machen, will Biden sich sicher gegen den wachsenden Einfluss von China und Russland stemmen, aber ohne die von Trump befürworteten drastischen Maßnahmen.

In der Praxis bliebe das Haushaltsdefizit also auch unter Biden riesig. Das will er mit höheren Steuern für Vermögende und Unternehmen auffangen. Demnach dürften die Defizite auch mit Biden als Präsident so groß bleiben, dass dies die Zinsen unter Aufwärtsdruck setzt.



Hohe Defizite & monetäre Finanzierung

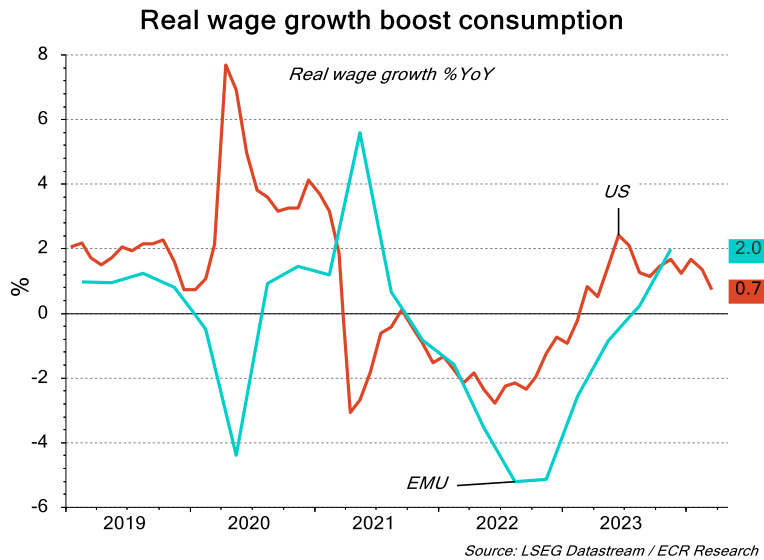
Ganz gleich, wer der neue US-Präsident sein wird - die Löcher im Staatshaushalt bleiben wohl gigantisch. Der Drang, die Lücken von der Fed stopfen zu lassen, wird bei beiden Kandidaten groß bleiben/werden. Täte die Fed das nämlich nicht, müsste die sehr unangenehme Entscheidung getroffen werden, den eigenen Bürgern wenige oder gar keine finanziellen Fortschritte zu gewähren oder die internationale Position der USA in schnelleren Tempo abbröckeln zu lassen. Wir erwarten so großen Druck auf die Fed, dass sie wenigstens einen Teil des Defizits monetär finanzieren wird.

Damit entstünde ein wesentlicher Unterschied zum Zeitraum 2009 bis 2020. Damals war die Geldschöpfung zwar auch massiv, aber viel des geschöpften Geldes blieb im Finanzsystem hängen. Jetzt fehlt immer mehr Geld in der Staatskasse, woraufhin mehr der (zusätzlich geschöpften) Liquiditäten über den Staat ins Wirtschaftssystem gelangen. So ist die Lage viel stärker inflationär geworden, zumal die Globalisierung in Deglobalisierung umgeschwenkt ist. Löhne und Inflation werden dadurch nicht abwärts gedrückt, sondern hochgetrieben. Außerdem wächst der Aufwärtsdruck auf die Rohstoffpreise stetig.

Langsamer Rückgang Wachstum & Inflation

Trotz des scharfen Zinsanstiegs bleiben Wachstum und Inflation in den USA zu hoch. Übrigens auch in Europa, aber in geringerem Maße. Damit stellt sich zunächst die Frage, warum die gestiegenen Zinsen bisher so geringe Wirkung zeigen. Wahrscheinlich hat das folgende Ursachen:

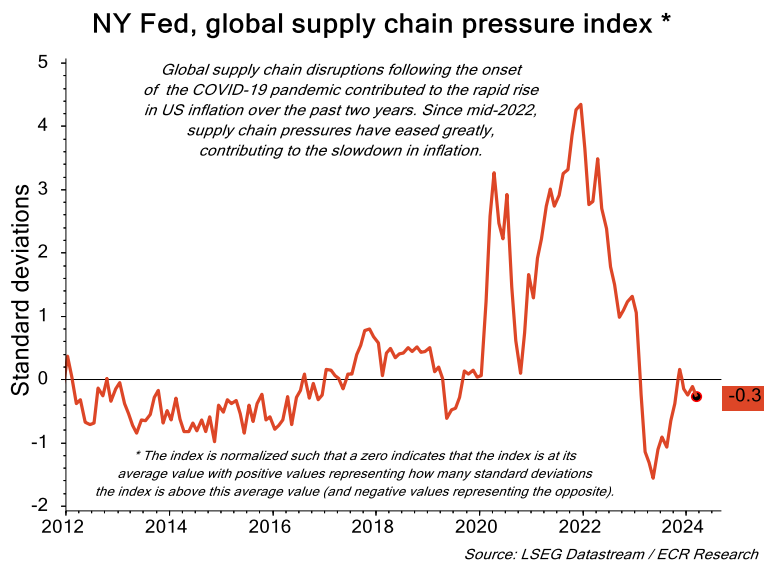
- » Es wird weiterhin kräftig fiskalisch stimuliert, während sich noch reichlich Liquiditäten im System befinden, die in der Vergangenheit geschöpft worden waren. Über die riesigen Haushaltsdefizite strömen sie jetzt in die Realwirtschaft und schieben damit das Wachstum an.
- » Viele Parteien haben ihre Zinssätze für Kredite längerfristig festgelegt, als die Zinsen nahe am Nullpunkt standen. Deswegen dauert es lange, bis sich die hohen Zinsen wirklich schmerzlich bemerkbar machen.
- » Bis vor kurzem wurde viel der in den Coronajahren extra aufgebauten Ersparnisse ausgegeben. Das sorgte für eine extra Zunahme des Jobangebots und mehr Menschen verdienten ein Einkommen. Das stützt jetzt das Wachstum.
- » Da noch so große Mengen Liquidität verfügbar sind, sind die Preise für Immobilien und Aktien hoch geblieben. Das wird von der festen Überzeugung am Markt verstärkt, dass Wachstum, Lohnanstieg und Inflation rasch nachlassen werden. Das gäbe wiederum den Zentralbanken Gelegenheit, die Wirtschaft noch vor dem Ausbruch einer Rezession wieder anzukurbeln. Daher auch die Erwartung, man werde Mitte dieses Jahres in den USA und Europa anfangen, die Leitzinsen recht entschlossen zu senken.
- » Schon seit längerem steigen die Löhne mehr als die Preise.



Diesen Punkten steht gegenüber, dass die Inflation wegen der Deglobalisierung und der riesigen Haushaltsdefizite schwerer zurückzudrängen sein wird als früher. Man muss also besonders energisch die Bremse ziehen, um die Inflation unter die 2 %-Marke zu drücken. Das Wachstum muss in dieser Situation aber eine Zeitlang unter dem Potenzialwachstum bleiben. Aus den genannten Gründen war das allerdings bisher nur wenig der Fall.

Änderung der Angebots- & Nachfragefaktoren

Dass die Lohnsteigerungen und die Inflation trotzdem schon ein Stück gesunken sind, ist daher hauptsächlich der Erholung der Angebotsseite der Wirtschaft zu verdanken. Die Lieferketten sind weitgehend wiederhergestellt und infolge der höheren Zuwanderung und der niedrigeren Krankheitsausfälle ist das Angebot von Arbeitskräften groß.





Diese Effekte verblassen jedoch recht flott, wodurch wiederum vieles von der Nachfrage abhängt. Auf der Nachfrageseite verschwinden aber auch die meisten Faktoren, die das Wachstum gestützt hatten. Insbesondere naht rasch der Moment, an dem Altschulden zu erheblich höheren Kreditzinsen refinanziert werden müssen. Dem stehen übrigens der recht hohe Lohnanstieg und die immer noch schnelle Zunahme des Beschäftigungsangebots sowie die hoch bleibenden Vermögenspreise gegenüber.

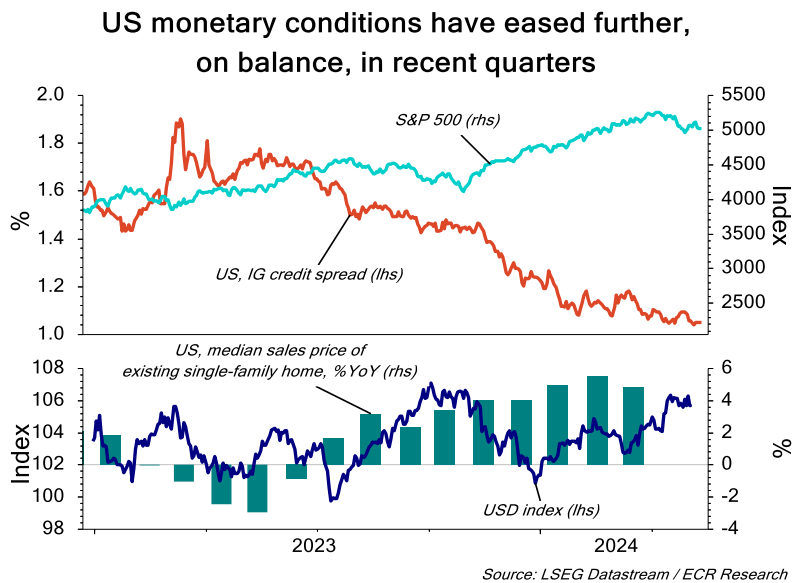
Wie es unterm Strich für das Wirtschaftswachstum ausgehen wird, ist schwer zu sagen, aber am wahrscheinlichsten ist, dass es nur langsam nachlassen wird. Dasselbe gilt für die Inflation. Übrigens mehr für die USA als für Europa, dessen Wirtschaft schließlich weniger fiskalische und monetäre Impulse erhält.

Ringen mit den monetären Bedingungen

Dennoch müssen in den USA wie in Europa die monetären Bedingungen knapper werden, wenn das Wachstum niedrig genug werden soll, um die Inflation strukturell auf 2 % oder etwas tiefer zu drücken. Vorerst bleibt die Inflation aber hartnäckig hoch (ebenso das Wirtschaftswachstum).

Übrigens steht der Index, der die monetären Bedingungen widerspiegelt (in dem u.a. die Höhe der Vermögenspreise, die Realzinsen, die Zinsspreads und der Kurs der Landeswährung verarbeitet sind), in den USA jetzt tiefer als kurz vor dem Ausbruch der Coronakrise. Kein Wunder also, dass das Wachstum trotz des scharfen Zinsanstiegs hoch bleibt.

Das heißt auch: Soll das Wachstum bis unter das Potenzialwachstum absinken, müssen die monetären Bedingungen knapper werden. Das impliziert hauptsächlich höhere Realzinsen, niedrigere Aktienkurse und zunehmende Zinsspreads.





Der Auftrag für die Zentralbanken scheint also klar und deutlich. Die Frage ist bloß, bei welchem Zinsstand die monetären Bedingungen knapper werden. Müssen die Zinsen dazu weiter erhöht werden oder genügt es, die aktuellen Zinssätze noch längere Zeit unverändert zu belassen?

Die Wachstumszahlen und die Inflation blieben in letzter Zeit recht hoch, was aber zunehmend in Frage gestellt werden dürfte. Das kann darauf hindeuten, dass die Zinsen schon hoch genug sind. Fügt man hinzu, dass die Fed nicht gerne im Vorfeld von Wahlen an der Zinsschraube dreht, ist am wahrscheinlichsten, dass sie die Leitzinsen nicht weiter anheben, sondern sie bis zum Jahresende unverändert belassen wird (was aber noch zu einem weiteren Anstieg der Langfristzinsen führen kann).

In Europa hat sich die EZB schon mehr oder weniger zu einer ersten Zinssenkung im Juni um 0,25 Prozentpunkte verpflichtet, aber uns würde keineswegs wundern, wenn sie die Zinsen danach nur einmal pro Quartal weitersenkten würde.

Sowohl für die Fed als auch für die EZB ist eine schnellere Zinsrücknahme erst angezeigt, wenn das Wirtschaftswachstum deutlich unter das Potenzialwachstum zurückgegangen ist.

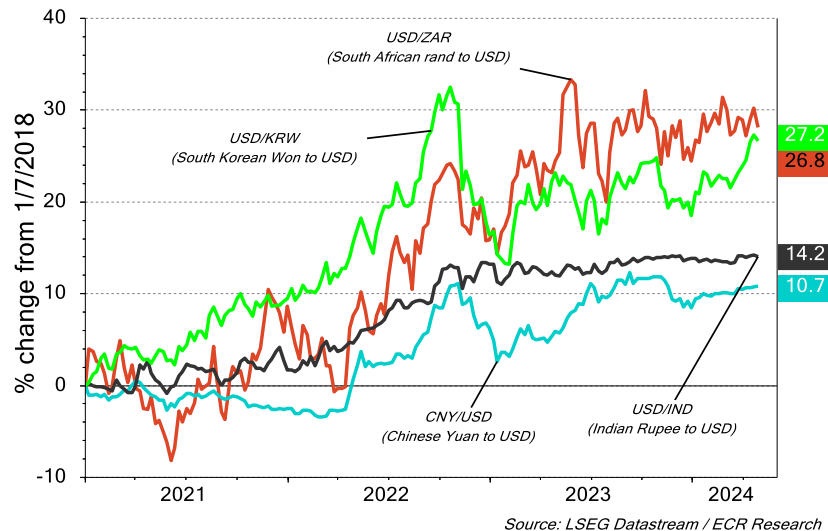
Unaufhaltsamer Dollar-Aufstieg?

Die Wachstumsprognosen beispielsweise des IWF zeigen klar, dass das Wirtschaftswachstum in Europa, Japan und China vorläufig schwach bleiben, in den USA aber deutlich höher ausfallen wird. Die Fed muss somit am energischsten monetär bremsen, um Wachstum und Inflation ausreichend zu drücken. Höheres US-Wachstum und höhere Zinsen bedeuten, dass der Dollarkurs unter Aufwärtsdruck steht. Zunächst zum japanischen Yen. Japan ist noch immer nicht fertig mit der Deflationsbekämpfung, weshalb die japanischen Zinsen immer sehr niedrig bleiben. Außerdem sind die japanischen Schuldenberge so hoch geworden, dass sich das Land gar keine viel höheren Zinsen erlauben kann. Folglich klettert der USD/JPY-Kurs immer höher und der Yen ist jetzt an der Kaufkraftparität gemessen rund 40 Prozent unterbewertet.

Das übt Abwärtsdruck auf den chinesischen Yuan aus. Er steht ohnehin unter Abwärtsdruck wegen der mühsam laufenden chinesischen Wirtschaft und der Probleme, die auch China mit der viel zu hoch gewordenen Verschuldung hat.



Weakening currencies could be an obstacle to lower interest rates



Werden der Yen und der Yuan immer mehr unterbewertet und bleiben die US-Zinsen hoch, geraten auch die Währungen diverser Schwellenländer unter wachsenden Abwärtsdruck. Viele Schwellenländer haben dringenden Bedarf an niedrigeren Zinsen, aber Zinssenkungen sind jetzt unmöglich. Vielfach haben sie sich bis über beide Ohren in Dollars verschuldet. Für diese Kredite müssen sie schon jetzt hohe Zinsen zahlen, solange die US-Zinsen hoch bleiben. Wertet dann auch noch der Kurs der jeweiligen Landeswährung gegen Dollar ab, werden ihre Dollar-Schulden immer belastender. Zahlreiche Schwellenländer können das nicht verkraften. Sie müssen darum ihre jeweilige Landeswährung stabil halten, was vielfach eine Zinserhöhung oder zumindest keine Zinsrücknahme impliziert.

Übrigens versucht Japan den Yen mittels Deviseninterventionen vor einer weiteren Talfahrt zu behüten. Wahrscheinlich werden andere Länder bereit sein, sich daran wegen des Interesses für die Weltwirtschaft zu beteiligen. Erfahrungsgemäß ist es aber so: Solange sich die Fundamentals nicht drehen, in diesem Fall die Zinsdifferenz zwischen den USA und Japan, kann die Abwertung einer Währung insgesamt lediglich verlangsamt, aber nicht verhindert werden. Je länger die Zinsen in den USA hoch bleiben, umso brenzlicher wird darum die Lage für die Weltwirtschaft.



Folgen für die Finanzmärkte

Zinsen

In letzter Zeit wurden die Zinserwartungen an den Märkten revidiert, besonders anlässlich stärkerer Zahlen und weil Lohnanstieg und Inflation in jüngster Zeit nur mühsam weiter zurückgehen. Das gilt besonders für die USA.

Hier sind aber folgende Faktoren zu berücksichtigen:

- » Bei näherer Betrachtung ist in den Zahlen auch eine gewisse Schwäche auszumachen.
- » Kräfte, die die Wirtschaft bis vor kurzem noch ankurbelten, haben sich mittlerweile gedreht oder drehen sich gerade.
- » In den USA wächst die Erwerbsbevölkerung zunächst noch kräftig wegen der hohen Zuwandererzahlen und der niedrigeren Krankheitsausfälle. Das US-Potenzialwachstum beträgt deshalb nicht ca. 1,8 %, sondern ca. 2,3 %. Das zeigt sich auch am Arbeitsmarkt. Er bleibt leer, aber nicht mehr so sehr wie vor einer Weile.
- » Es ist gut möglich, dass die Spannungen im Nahen Osten etwas nachlassen und der Ölpreis dadurch etwas niedriger werden, was Abwärtsdruck auf die Inflation ausübt.
- » Auf alle Fälle bleiben die monetären Bedingungen locker und die fiskalische Stimulierung hält an. In den USA sicher bis zu den Wahlen.
- » Die größere Zunahme der US-Erwerbsbevölkerung ist vermutlich nur ein temporäres Phänomen. Demokraten wie Republikaner wollen die hohe Migration zügig drosseln.
- » Die Drohung höherer Importzölle kann die Inflation hochtreiben.
- » Offenbar will Peking die heimische Wirtschaft energischer anschieben. Das setzt dann die Rohstoffe unter Aufwärtsdruck.
- » Die US-Wirtschaft expandiert nach wie vor um das Potenzialwachstum oder darüber. Selbst wenn das Wachstum ab jetzt abnehme, wäre fraglich, ob es bis unter das Potenzialwachstum absinkt, denn dieses wird allmählich abgleiten. Trotzdem muss das Wachstum eine ganze Weile unter dem Potenzialwachstum stehen, wenn die Inflation richtig unter Kontrolle gebracht werden soll. Anders ausgedrückt, die monetären Bedingungen müssen knapper werden.



Per Saldo dürften die obigen Umstände vorläufig jedenfalls nicht zu einem raschen Zinsrückgang führen. Am wahrscheinlichsten ist, dass die Fed die Zinsen Ende dieses Jahres anlässlich eines etwas schwächeren Wirtschaftswachstums und eines leichten Rückgangs von Lohnanstieg und Inflation einmalig senken wird. 2025 kann sie die Leitzinsen dann alle drei bis vier Monate um je 0,25 Prozentpunkte ermäßigen.

Charttechnisch ist ein Anstieg der Zehnjahreszinsen in Kürze auf 5,5 bis 6 % sicher möglich. Darauf folgt dann eine Bewegung zurück auf ca. 4 % (die US-Wirtschaft wird von den höheren Zinsen und den knapperen monetären Bedingungen empfindlich getroffen).

Im alternativen Szenario kommen die Zehnjahreszinsen nicht über 5 % hinaus und sinken in etwa ab den aktuellen Niveaus auf ca. 3,5 %. Das passiert wahrscheinlich, wenn Wachstum und Inflation ab jetzt abnehmen.

Wir entscheiden uns jedoch für ein anderes Szenario, in dem die US-Zehnjahreszinsen in den nächsten Quartalen zwischen ca. 4 % und 5 % fluktuieren, bevor sie wegen zu hoch bleibender Haushaltsdefizite und steigender Inflationserwartungen ihren Anstieg fortsetzen.

US 10-year Treasury Note yield

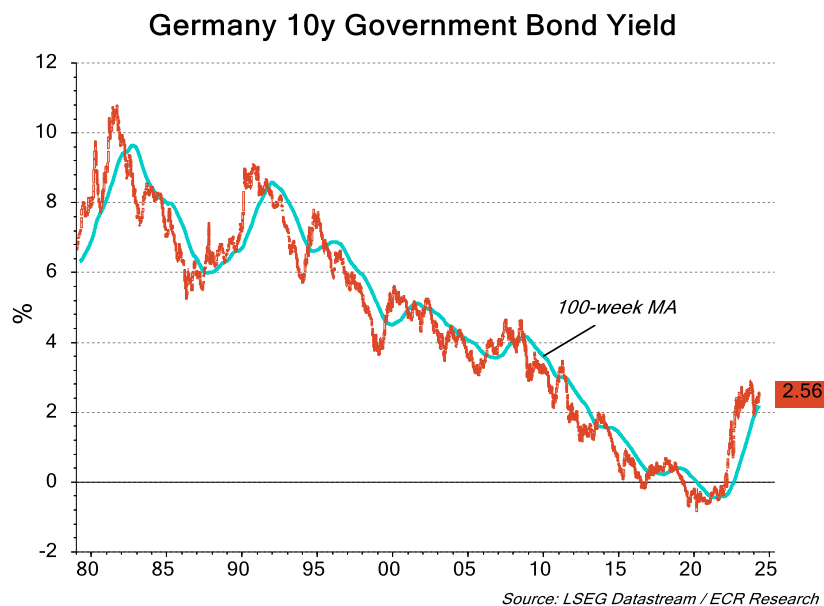


In Europa ist die Lage anders, denn dort wächst die Wirtschaft nicht so flott. Das Wachstum wird darum eher unter dem Potenzialwachstum bleiben bzw. darunter zu liegen kommen. Dennoch können fiskalische Impulse und sehr lockere monetäre Bedingungen auch hier Wachstum und Inflation höher halten, als man jetzt allgemein denkt.

Die EZB hat ihre erste Zinssenkung um 0,25 Prozentpunkte bereits mehr oder weniger für Juni angekündigt. Davon wird sie sich aus Prestige Gründen nicht so schnell distanzieren. Doch wie es danach weitergehen soll, hat die Euro-Zentralbank nicht verraten. Vorerst erwarten wir bis Ende 2025 höchstens vier bis sechs Zinssenkungen um je 0,25 Prozentpunkte, wobei recht wahrscheinlich bleibt,



dass die Zinsen in geringerem Maße gesenkt werden, als die Märkte jetzt antizipieren. Die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen dürfte dabei in den nächsten Wochen bis Monaten zwischen ca. 2,5 % und 2,7 % schwanken und in den nächsten Quartalen zwischen ca. 2,4 % und 2,7 %. Das bewerten wir als Anlauf zu höheren Niveaus.



Aktien

Soll die Inflation im Westen unter Kontrolle gebracht werden, müssen die monetären Bedingungen wahrscheinlich knapper werden. Das würde niedrigere Aktienkurse implizieren. Aber auch die fundamentalen Bedingungen für Aktien werden sich u.E. allmählich verschlechtern:

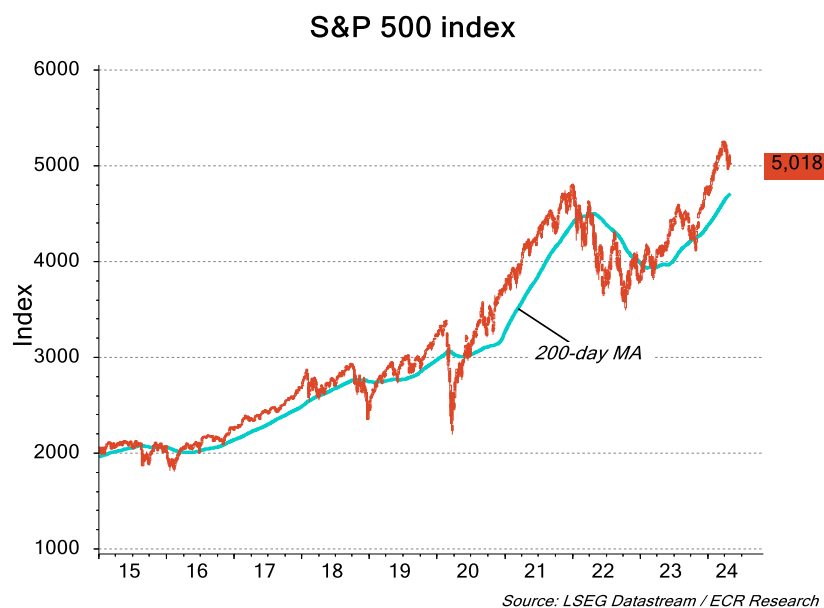
- » Das Wachstum muss das Potenzialwachstum eine Weile unterschreiten, um die Teuerung richtig unter Kontrolle zu bringen.
- » Personal bleibt knapp, was vermutlich relativ hohe Lohnanstiege mit sich bringen wird.
- » Das durch eine Erhöhung der Absatzpreise zu kompensieren wird immer schwieriger.
- » Die Rohstoffpreise werden wahrscheinlich steigen.
- » Die Zinsen werden wohl deutlich höher bleiben, als bis 2021 der Fall war.

Die Kurs-Gewinn-Verhältnisse sind aktuell sehr hoch, denn allgemein wurde davon ausgegangen, dass die Inflation rasch sinken würde. Das hätte den Zentralbanken Gelegenheit gegeben, die Zinsen zu senken und die Wirtschaft in Schwung zu bringen. Offenbar war das aber zu optimistisch. Die Zentralbanken können den Fuß nur langsam etwas vom monetären Bremspedal nehmen.



Der einzige Weg, flott zum positiven Szenario zurückzukehren, wäre ein viel höheres Produktivitätswachstum. Die Hoffnungen richten sich hier vor allem auf künstliche Intelligenz. Doch allem Anschein nach kommt sie schleppender in Gang als erhofft.

Der S&P 500-Index dürfte nicht mehr weit über 5300 hinauskommen und langsam auf ca. 4600 abgleiten. Danach wird zwar eine Aufwärtskorrektur stattfinden, aber die Hauptrichtung dürfte noch geraume Zeit abwärts weisen.



In Europa dürften die Aktien diesem Muster folgen. Die Performance der meisten Schwellenländer-Aktien wird u.E. im Vergleich vorerst schlechter sein.

EUR/USD

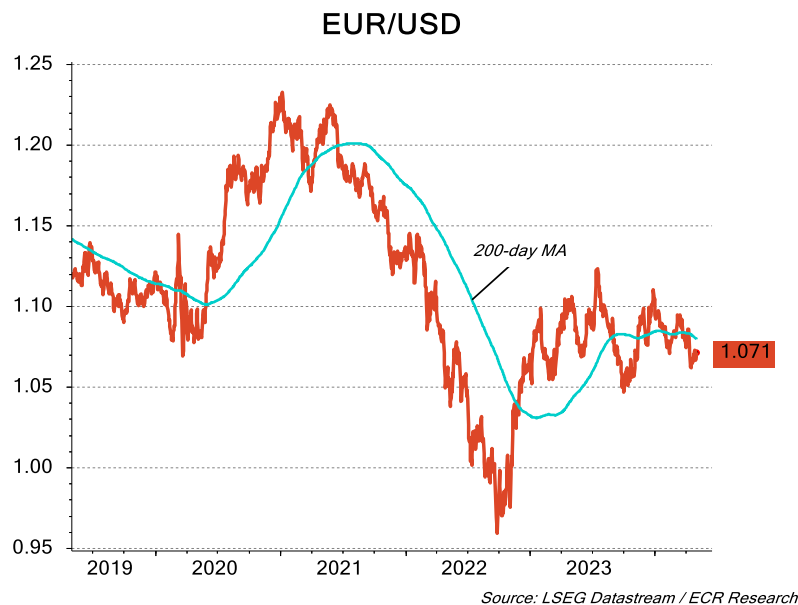
Offenbar wird die EZB früher mit der Zinsrücknahme anfangen als die Fed und die europäische Wirtschaft wird vorläufig erheblich langsamer expandieren als die Amerikanische. In diesem Klima dürfte EUR/USD langsam weiter sinken. Aber nur in geringem Maße:

- » Es ist gut möglich, dass der Ölpreis zunächst nicht viel höher zulegt. Das wäre vergleichsweise positiv für den Euro.
- » In den USA werden die Zinsen voraussichtlich ebenfalls gesenkt.

Unterm Strich dürfte EUR/USD in den kommenden Monaten bis Quartalen auf ca. 1,00 weiterfallen. Zwischendurch dürfte der Kurs auch nicht weit über 1,10 hinauskommen.



Möglicherweise expandiert die europäische Wirtschaft dann so träge, dass die EZB wieder monetär Gas geben kann. In diesem Fall könnte der Eurokurs noch tiefer fallen. Viel hängt auch davon ab, wie es um die US-Wirtschaft bestellt ist. Zieht die Fed dann weiterhin leicht die Bremse, wäre das positiv für den Dollar, auch wenn interveniert würde, um die US-Währung (vor allem gegen Yen und Yuan) abzuwerten. Ist das Wachstum dann aber auch in den USA kräftig zurückgegangen, würde der Dollar deutlich schwächer.



Der chinesische Yuan

Die chinesische Wirtschaft tut sich schwer mit dem hoch aufgetürmten Schuldenberg und der Immobilienkrise. Bis vor kurzem verweigerte Peking jedoch nennenswerte monetäre und/oder fiskalische Impulse aus Angst, dass die Verschuldung noch höher werden würde. Doch die chinesische Regierung scheint ihre Meinung geändert zu haben.

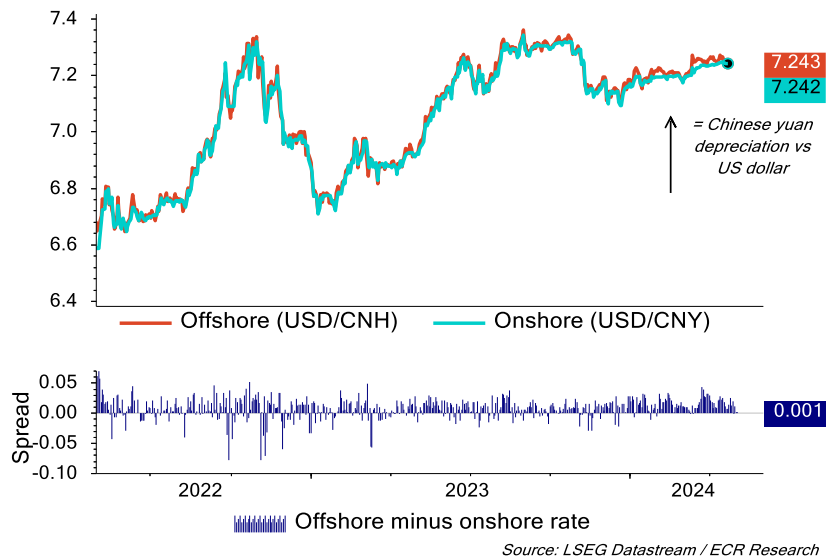
Ein schwächerer Yuan würde dazu sicher passen, aber hier ist Vorsicht angesagt, denn das würde auch die Importpreise verteuern. Bleibt aber der japanische Yen so schwach wie jetzt (womit wir trotz der Interventionen rechnen), spricht Chinas abbröckelnde Wettbewerbsposition dennoch für Initiativen seitens Peking, um den Yuan-Kurs zu drücken.

Per Saldo dürfte USD/CNH noch eine Weile um 7,25 verharren, aber in nicht allzu langer Zeit dürfte Peking einen Kursanstieg auf 7,50 – 7,60 tolerieren. Nicht nur wegen Chinas Wettbewerbsposition, sondern auch, weil sonst die chinesischen Zinsen zu hoch bleiben müssten, um die Währung zu verteidigen.

EUR/CNH dürfte bei all dem vorerst zwischen ca. 7,50 und 7,80 fluktuieren.



Renminbi (Chinese Yuan) onshore and offshore rate

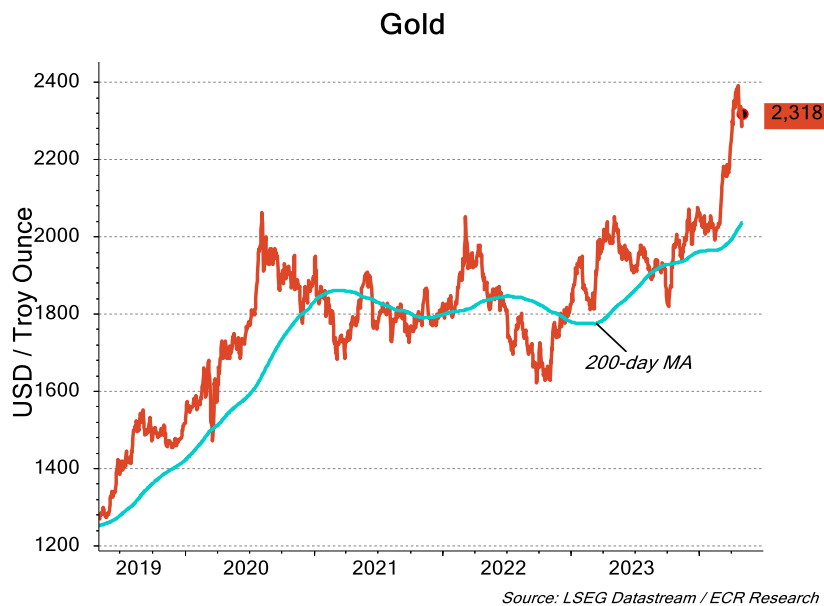


Gold

Monetär betrachtet scheint der Goldpreis vorerst eher zu fallen als zu steigen. Die Zentralbanken müssen weiterhin ziemlich energisch monetär bremsen. Allerdings kaufen zwei Gruppen enthusiastisch Gold:

- » Verwalter großer Reservefonds außerhalb des Westens befürchten, dass infolge zunehmender geopolitischer Spannungen ihre Guthaben im Westen eingefroren oder sogar konfisziert werden könnten. Gold ist dann die nahe liegende Alternative.
- » Chinesische Sparer können ihr Geld nur schwer außerhalb Chinas anlegen, misstrauen aber ihrer Landeswährung. Auch ihnen bietet Gold eine gute Ausweichmöglichkeit.

Insgesamt dürfte der Goldpreis zuerst noch etwas fallen Richtung 2240 \$, bevor sich der Anstieg Richtung 3000 \$ fortsetzt. Auf längere Sicht dürfte der Goldpreis aufgrund von Inflationspolitik im Westen noch höher werden.



Übrige Inflation Hedges

Im Prinzip sind die monetären Bedingungen für inflationsgeschützte Assets wie sonstige Edelmetalle, Rohstoffe, Immobilien usw. momentan nicht so günstig. Aber:

- » In den letzten Jahren wurde zu wenig in die Produktion zahlreicher Rohstoffe investiert. Besonders stark mangelt es an Rohstoffen, die für die Energiewende erforderlich sind.
- » In zahlreichen Ländern fehlt es massiv an Wohnraum.

DISCLAIMER

© ECR Research BV, The Netherlands. All rights reserved. No parts of this publication may be reproduced, stored in a retrieval system, or transmitted in any form or by any means, electronic, mechanical, photocopying, recording or otherwise, without the prior written consent of the copyright owner. This publication is intended as general background information and not as definitive recommendation. The publishers and authors accept no liability whatsoever for any damage that may be incurred in connection with this publication should you consider concluding transactions on the basis of information supplied in this report.