



# Domino-Effekte

Donnerstag, 18. April 2024

## Available reports

- Global Financial Markets
- Global Political Analysis
- Interest Rates Outlook
- Currencies Outlook
- Monthly Chart Pack
- Strategic Asset Allocation
- Tactical Asset Allocation
- 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

<b>1. KURZGEFASST</b>	<b>2</b>
<b>2. HOHE ZINSEN: WENIGER BREMSEFFEKT ALS GEDACHT</b>	<b>4</b>
Lockere monetäre Bedingungen	6
Reaktion der Zentralbanker	8
Domino	11
Was wäre, wenn?	13
<b>3. FOLGEN FÜR DIE FINANZMÄRKTE</b>	<b>15</b>
Zinsen	16
Aktien	18
EUR/USD	19
Der chinesische Yuan	20
Gold	21
Sonstige Inflation Hedges	22



## Kurzgefasst

- » Bis vor kurzem gingen die Märkte davon aus, der scharfe Zinsanstieg werde das Wirtschaftswachstum, den Lohnanstieg und die Inflation bald erheblich schwächen. Daraufhin könnten die Zinsen dann sinken.
- » Inflation ist mit Hilfe einer Rezession schnell und wirksam zu bekämpfen. Der starke Anstieg der Schuldenquoten weckt bei zahlreichen Zentralbanken allerdings die Befürchtung, dass eine Rezession eine neue Kreditkrise auslösen würde, die unter den aktuellen Umständen nur sehr schwer zu bekämpfen wäre.
- » Das Ziel der Zentralbanken ist darum heute eher die weiche Landung, d.h. ein positives Wirtschaftswachstum, das aber unter dem Potenzialwachstum bleibt (in den USA jetzt ca. 2,3 %, aber bald sinkend, und in Europa rund 1 %).
- » Für die EZB wird das ein sehr schwieriges Manöver, denn bei unter 1 % Wachstum tritt schon bald eine Rezession auf. Das Wachstum steht nun aber auf ca. 1 % und den Erwartungen zufolge werden Lohnanstiege und Inflation sinken. Die Euro-Zentralbank meint daher bald mit der Zinssenkung anfangen zu können. Andernfalls werde nämlich die Rezessionsgefahr zu groß.
- » Die Fed verfügt über erheblich mehr Zinsspielraum, bevor eine Rezession auftritt. Vorerst expandiert die US-Wirtschaft jedoch über dem Potenzialwachstum.
- » Fed und EZB meinen, die Leitzinsen seien jetzt so hoch, dass sie das Wirtschaftswachstum bremsen. Sollten sie das wirklich tun, sinkt auch die Inflation und die aktuellen Zinsen hemmen das Wachstum noch stärker.
- » Doch immer zweifelhafter wird, ob die aktuellen Zinsen das Wachstum tatsächlich verlangsamen. Die Kombination aus riesigen Haushaltsdefiziten, großen Liquiditätsüberschüssen und expansiven monetären Bedingungen stimuliert das Wachstum nämlich. Was überwiegt, ist schwer zu sagen.
- » Unser Eindruck wächst, dass die Zinsen in Europa wie in den USA zunächst weniger angehoben werden, als die Märkte jetzt vorwegnehmen. Das gilt insbesondere für die USA. Deshalb dürften auch die längerfristigen Zinssätze noch eine Weile unter Aufwärtsdruck bleiben.
- » Unter diesen Umständen scheint der Dollar vorerst eine starke Währung zu bleiben. Der Westen übt jedoch wachsenden Druck auf China und Japan aus: Ihre Währungen sollen nicht weiter abwerten und der Markt im Westen soll nicht mit allen möglichen chinesischen und japanischen Produkten überschwemmt werden. Für den Abbau der geopolitischen Spannungen ist das nicht gerade förderlich.



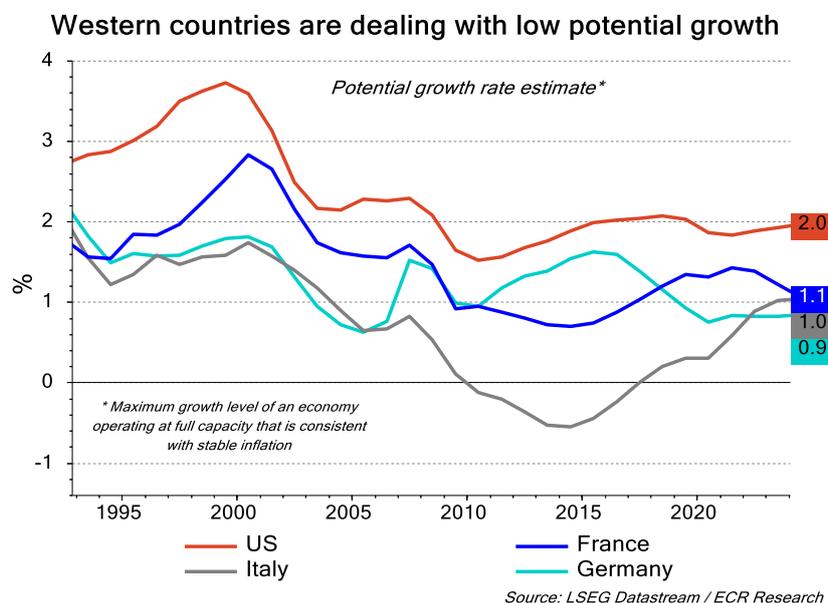
- » Viele Schwellenländer haben immer größere Mühe, ihre Währungen zu stabilisieren.
- » Eine Eskalation des Krieges im Nahen Osten würde zwar ohne jeden Zweifel viele Kurse auf den Kopf stellen, aber erfahrungsgemäß ist ein solcher Effekt oft schnell wieder verpufft.
- » Wir rechnen mit baldigen Deviseninterventionen, um den Dollarkurs zu drücken, besonders gegenüber den asiatischen Währungen. Wir versprechen uns hiervon zwar keinen Dauereffekt, aber es könnten ein paar kurze Kursschocks auftreten.
- » Die amerikanischen und die europäischen Kurzfristzinsen dürften dieses Jahr in geringerem Maße gesenkt werden, als derzeit allgemein angenommen wird. Dadurch dürften die längerfristigen Zinssätze vorläufig per Saldo unter Aufwärtsdruck bleiben.
- » Der S&P 500-Index dürfte vorerst nicht weit über 5300 hinauskommen und insgesamt auf ca. 4600 fallen. Darauf wird zwar eine kräftige Erholung folgen, aber längerfristig sind die Aussichten u.E. wegen zu groß bleibender Haushaltsdefizite nicht allzu günstig.
- » EUR/USD dürfte vorerst nicht weit über 1,10 hinauskommen und per Saldo Richtung 1,00 fallen.
- » USD/CNH dürfte zunächst noch eine Weile um den aktuellen Kurs ca. 7,25 schweben, danach aber einen Anstieg Richtung 7,75 beginnen.
- » EUR/CNH dürfte dabei vorläufig um 7,75 verharren, später aber leicht zulegen Richtung 8,00.
- » Der Goldpreis wird u.E. eventuell zuerst noch auf ca. 2200 \$ zurückrutschen, per Saldo aber erwarten wir für die kommenden Monate bis Quartale einen weiteren Anstieg auf ca. 2700 \$.



# Hohe Zinsen: Weniger Bremseffekt als gedacht

Bis zum Jahresbeginn waren die Märkte überzeugt: Fed und EZB würden im Juni eine zügige Zinsrücknahme starten. Die voriges Jahr kräftig erhöhten Zinsen würden das Wirtschaftswachstum, den Lohnanstieg und die Inflation schließlich beträchtlich zurückdrängen. Deshalb begeisterte man sich auch für Aktien. Wenn die Zentralbanken nach der Abkühlungsphase der Wirtschaft wieder rechtzeitig monetär Gas geben würden, bliebe der Wirtschaft eine Rezession erspart und die Zinsen würden sinken. Prächtige Aussichten für Aktien also, besonders, wenn auch Lohnanstieg und Inflation unter Kontrolle sein würden, was baldige erneute Zinserhöhungen unnötig machen würde.

Wichtig ist auch, den theoretischen Rahmen hierfür nicht aus dem Auge zu verlieren. Von 2020 bis einschließlich 2022 wurde die Inflation zu hoch und musste 2023 bekämpft werden. Das tat man durch die Eindämmung des Wirtschaftswachstums bis unter das Potenzialwachstum (Zunahme der Erwerbsbevölkerung plus Produktivitätswachstum). Expandiert die Wirtschaft unter dem Potenzialwachstum, nimmt die Arbeitslosigkeit zu und die Löhne steigen langsamer. Das hemmt wiederum den Verbrauch (und damit die Wirtschaft) und bremst die Inflation. Hierzu drei wichtige Anmerkungen:

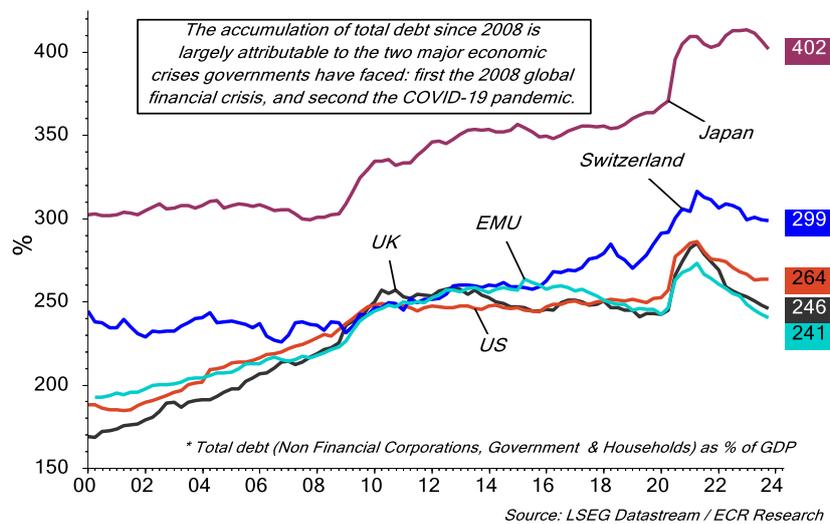


- » Man kann die Inflation bekämpfen, indem man das Wirtschaftswachstum unter dem Potenzialwachstum hält, aber dann sinkt die Teuerung nur sehr langsam. Wird ein höheres Tempo angestrebt, bedarf es einer Rezession. Kompliziert wird das heute, weil überall in der Welt die Schuldenquoten stark gestiegen sind. Eine Rezession kann deshalb viel früher eine Kreditkrise auslösen. Im Gegensatz zu 2008 wäre eine Kreditkrise aktuell jedoch viel schwerer zu bekämpfen,

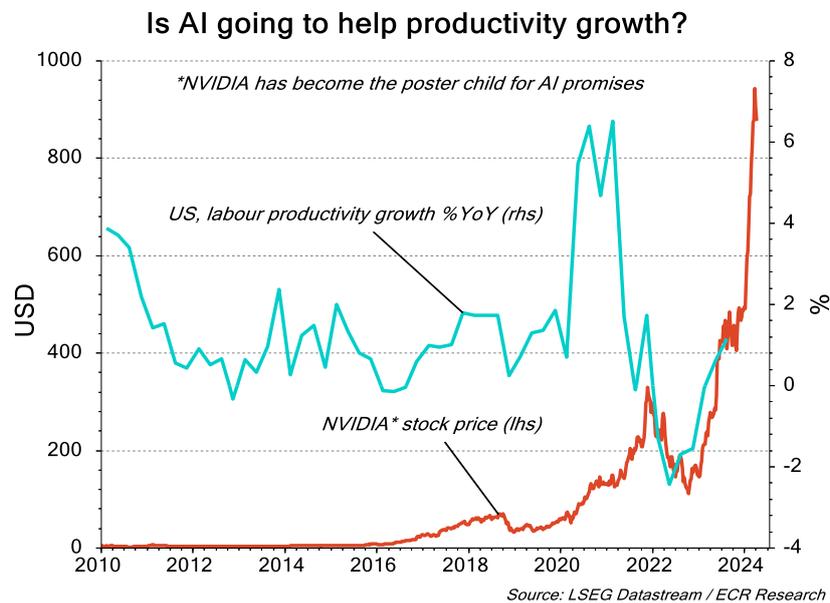


denn die Haushaltsdefizite und die Staatsverschuldung sind hoch und in den letzten zehn Jahren wurden Unmengen frisches Geld gedruckt. Solange keine wirklich hohe Inflation auftritt, die bekämpft werden muss, bevorzugen die Zentralbanken darum eine weiche Landung, d.h. ein positives wirtschaftliches Wachstum, aber deutlich unter dem Potenzialwachstum. Für die USA ist das deutlich leichter als für Europa, denn das amerikanische Potenzialwachstum ist ein Stück höher als das Europäische (das geschätzt schlappe ca. 1 % beträgt). Europa schlittert also rasch in eine Rezession, wenn man gegen die Inflation vorgehen muss.

### Total debt-to-GDP ratios\* in most Western countries are very high. Could a new credit crisis be on the horizon?



- » In den USA übersteigt das Potenzialwachstum temporär die gängige Einschätzung von 1,8 %. Nach einer kürzlich durchgeführten Studie gelangte die Federal Reserve zu dem Schluss, die Zunahme der Erwerbsbevölkerung sei momentan viel höher als bis vor kurzem angenommen. Es kamen nämlich viel mehr Migranten ins Land und in der Coronazeit hatten manche Arbeitskräfte den Arbeitsmarkt verlassen, die nun aber zurückkehren. Das US-Potenzialwachstum beträgt darum jetzt wahrscheinlich ca. 2,3 %. Allerdings nimmt die Zahl derer, die auf den Arbeitsmarkt zurückkehren, derzeit schnell ab. Daneben wollen Demokraten wie Republikaner den Migrantenstrom nach den Wahlen stark eindämmen. Das Potenzialwachstum scheint somit nächstes Jahr schnell wieder Richtung 1,8 % nachzugeben.
- » Die Meinungen gehen nach wie vor weit auseinander, wie stark und wie schnell der Einsatz künstlicher Intelligenz das Produktivitätswachstum befeuern wird. Den meisten Experten zufolge wird KI die Gesamtwirtschaft in den kommenden Jahren nur relativ geringfügig beeinflussen. Andere Experten rechnen allerdings schon viel früher mit einem erheblich flotteren Produktivitätswachstum. Läge die zweite Gruppe richtig, wäre das Potenzialwachstum entsprechend höher.



Fazit: Theoretisch lässt sich leicht behaupten, zur Inflationsbekämpfung müsse das Wachstum unter dem Potenzialwachstum stehen, aber praktisch ist die Höhe des Potenzialwachstums nur schwer feststellbar. Die Zentralbanken halten sich daher hauptsächlich an die Arbeitsmarktdaten. Deuten sie darauf hin, dass sich die Lage am Arbeitsmarkt entspannt, bewegt sich das Wirtschaftswachstum in Richtung Potenzialwachstum; bei steigenden Arbeitslosenzahlen dagegen steht das Wachstum wahrscheinlich bereits unter dem Potenzialwachstum.

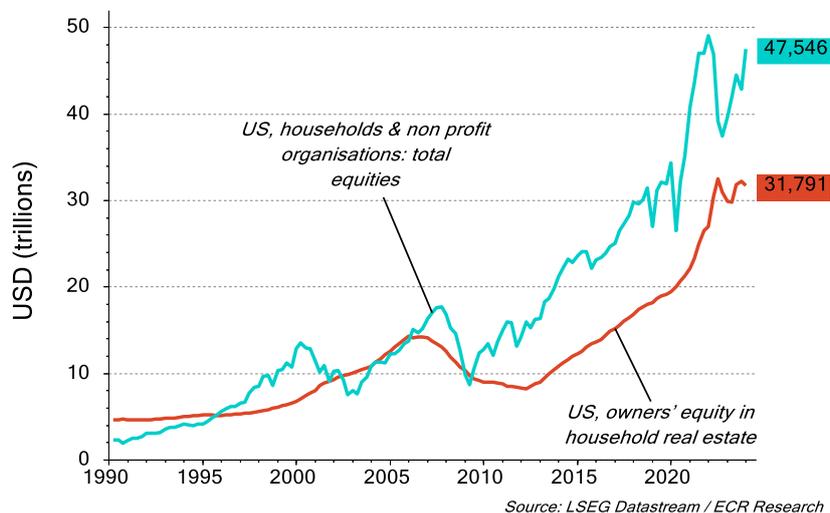
## Lockere monetäre Bedingungen

Im Augenblick wird recht allgemein davon ausgegangen, bei einem amerikanischen Wachstum von unter 2 % und einem europäischen Wachstum unter 1 % werde die Inflation weiter zurückgehen. Neuesten Zahlen zufolge beträgt das US-Wachstum aber 2,75 % und das Wachstum in der Eurozone ca. 1 %. Das sind deutlich höhere Wachstumsraten, als viele Ökonomen nach dem scharfen Zinsanstieg des vergangenen Jahres erwartet hatten. Wie ist das möglich? Nach unserer Auffassung sollte man vor allem an folgende Faktoren denken:

- » Der Staat kurbelt die Wirtschaft nach wie vor an, indem er die Haushaltsdefizite hoch belässt und in hohem Maße mit den Liquiditäten finanziert, die in den letzten zehn Jahren geschöpft wurden und für die sich bislang kein Verwendungszweck gefunden hat.
- » Der Anstieg der Aktienkurse und Immobilienpreise schafft einen wichtigen Wohlstandseffekt, wodurch die Verbraucher eher zum Konsum und weniger zu Spartätigkeit tendieren.



### Real estate (and equities) have been the engines of US household wealth generation in the past decade(s)



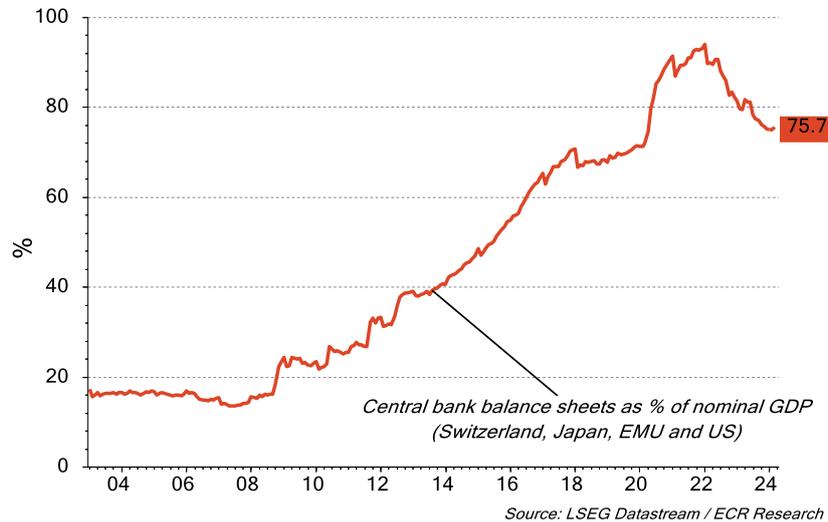
- » Zahlreiche Marktteilnehmer hatten die Zinssätze für ihre Kredite auf längere Zeit festgelegt, als diese nahe null standen. Das begrenzt den negativen Effekt der gestiegenen Kurzfristzinsen auf die Wirtschaft.
- » Die monetären Bedingungen waren bis vor kurzem sehr locker. In Europa, besonders aber in den USA.

Letzteres stellt sich folgendermaßen dar. An sich bremsen hohe Zinssätze eine Volkswirtschaft, aber nicht allzu stark. Sparern verschaffen sie schließlich einen Vorteil. Was die Wirtschaft daher mindestens ebenso stark bremst, sind die Nebeneffekte der höheren Zinsen: stärkere Währung, niedrigere Vermögenspreise, zunehmende Zinsspreads, höhere Realzinsen usw. Alle möglichen Institutionen haben auf der Basis dieser Faktoren so genannte monetäre (oder finanzielle) Indizes geschaffen, die jetzt (besonders in den USA) fast ausnahmslos Niveaus erreichen, bei denen sie das Wachstum eher stimulieren als bremsen. Als nächstes stellt sich dann gleich die Frage, wie es sein kann, dass die monetären Bedingungen so locker bleiben, obwohl die Zinsen so scharf angehoben wurden. Wahrscheinlich kommt das durch die Kombination zweier Faktoren:

- » Von 2009 bis einschließlich 2022 schöpften die Zentralbanken viel mehr Liquiditäten, als die Realwirtschaft aufnehmen konnte.



### Central banks created far more liquidity than was necessary to facilitate economic activity

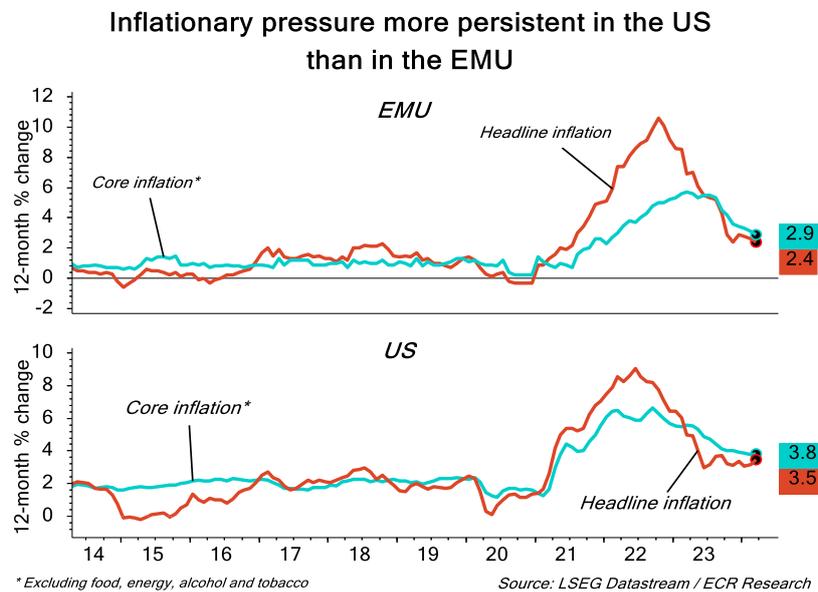


- » Das Ziel der Zentralbanken war in den letzten Jahren klar, nämlich eine weiche Landung zu bewerkstelligen und eine Rezession zu vermeiden. Gleichzeitig richteten die Anleger ihre Hoffnungen auf ein höheres Produktivitätswachstum dank KI.

Die Kombination beider Punkte sorgte dafür, dass das Vertrauen in die Zukunft der Wirtschaft groß blieb und reichlich Liquiditäten verfügbar waren, um sich das zunutze zu machen. Höhere Zinssätze waren lediglich ein Hügel, über den man hinwegsehen konnte, denn sobald die Zinsen wieder sinken würden, wartete hinter dem Hügel ja eine sehr günstige Zukunft. Deshalb kletterten die Vermögenspreise trotz der steigenden Zinsen weiter, die Zinsspreads blieben sehr niedrig etc. Zusammen mit den fiskalischen Impulsen blieb das Wachstum infolgedessen weit höher, als man auf der Basis der gestiegenen Zinsen erwartet hatte. Das überraschend hohe Wachstum hatte allerdings einen Preis: Die Arbeitslosenquoten bleiben niedrig, die Lohnanstiege sind überhöht und damit bleibt auch die Inflation zu hoch. Letzteres erst recht, wenn infolge des Ukrainekrieges und der Spannungen im Nahen Osten die Rohstoffpreise (besonders der Ölpreis) weitersteigen sollten.

## Reaktion der Zentralbanker

Sowohl die EZB als auch die Fed gehen davon aus, dass die Höhe der Zinsen das wirtschaftliche Wachstum jetzt bremst. Wir sahen oben jedoch bereits, dass diese Äußerungen mit Vorsicht zu genießen sind, solange die monetären Bedingungen locker bleiben. Das gilt in stärkerem Maße für die USA, denn in Europa ist das Wachstum ohnehin sehr mager und Lohnsteigerungen und Inflation stehen unter Abwärtsdruck. Die große Frage ist bloß, ob das in ausreichendem Maße der Fall ist, um die Inflation strukturell auf die 2 %-Marke zu drücken. Das wird gelingen, wenn das europäische Wachstum bald wieder auf ca. 0,5 % nachlässt, aber es fragt sich, wie sicher das ist. Eine eventuelle Eskalation in der Ukraine und/oder in Nahost könnte das gewährleisten, aber sie würde auch die Inflation hochjagen.



Die EZB teilt jedenfalls deutlich ihre Erwartung mit, dass Wachstum und Inflation so weit nachlassen werden, dass sie im Juni mit der Zinssenkung anfangen kann. Täte sie das nicht, würde die Rezessionsgefahr ihrer Meinung nach zu groß. So beurteilen das auch die Märkte, denn sie erwarten für dieses Jahr noch etwa drei Zinsschritte nach unten um je 0,25 Prozentpunkte und für die erste Jahreshälfte 2025 nochmals vier Zinssenkungen gleichen Umfangs. Wir wollen dieses Szenario zwar keinesfalls ausschließen, aber uns liegt diese Prognose immer schwerer auf dem Magen. Allgemein wird nämlich davon ausgegangen, dass Brüssel die Eurostaaten zu größerer Haushaltsdisziplin zwingen wird, wodurch das Wachstum ausgebremst wird. Wir befürchten jedoch, dass die Haushaltsdefizite infolge weit höherer Ausgaben für Verteidigung, Energiewende und Klimaschutz im Allgemeinen sowie aufgrund höherer Zinslasten in der Praxis eher größer ausfallen werden als kleiner. Zusammen mit einer nur mühsamen Verknappung der monetären Bedingungen könnte dies das Wachstum in Europa durchaus auf 1 % oder sogar darüber halten.

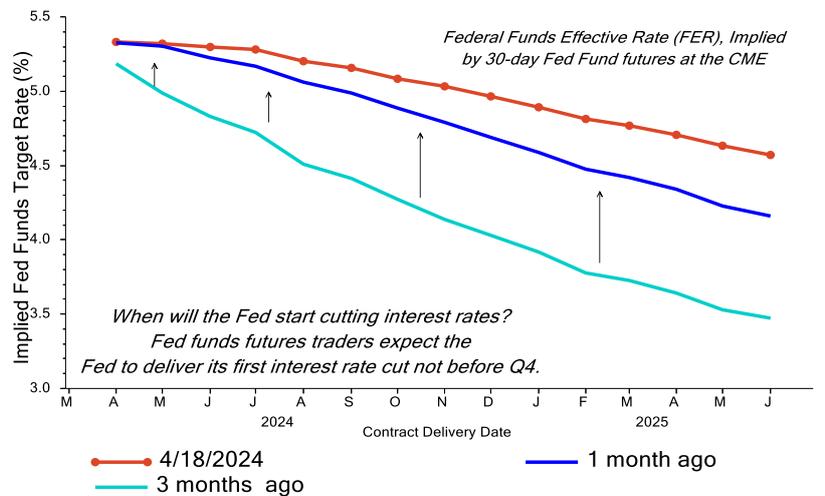
Als praktische Konsequenz müsste die EZB dafür sorgen, dass die monetären Bedingungen knapper werden, bis das Wachstum der europäischen Wirtschaft ca. 0,5 % beträgt. Wir wollen zwar nicht so weit gehen, dass die Notenbank die Zinsen zu diesem Zweck weiter erhöhen muss, aber es könnte durchaus sein, dass sie die Leitzinsen deutlich länger auf dem aktuellen Niveau belassen muss, als die Märkte bislang annahmen.

Für die Fed ist die Lage bekanntlich komplizierter, denn US-Wachstum und Inflation stehen seit dem Jahreswechsel wieder unter vermehrtem Aufwärtsdruck. Neuesten Schätzungen zufolge expandiert die US-Wirtschaft aktuell um ca. 2,8 %, also über dem Potenzialwachstum. Schwächt das Wachstum nicht schnell ab, muss demnach auch die Fed die monetären Bedingungen verknappen, und zwar noch deutlicher, als die EZB das tun muss.



Logischerweise vertreten darum beispielsweise UBS-Analysten den Standpunkt, eine weitere Fed-Leitzinserhöhung von ca. 5,35 % auf ca. 6,35 % könne nicht ausgeschlossen werden. Aus den von den Märkten jetzt antizipierten Zinssenkungen würde dann vorläufig nichts werden. Nach unserer Meinung ginge das schon sehr weit, aber uns würde nicht wundern, wenn die Fed die Leitzinsen zwecks ausreichender monetärer Verknappung vorerst unverändert ließe oder zumindest weniger ermäßigen würde, als die Märkte aktuell unvermindert vorwegnehmen.

### US Fed funds futures contracts are discounting approximately 35 basis points of rate cuts in 2024



Source: LSEG Datastream / ECR Research

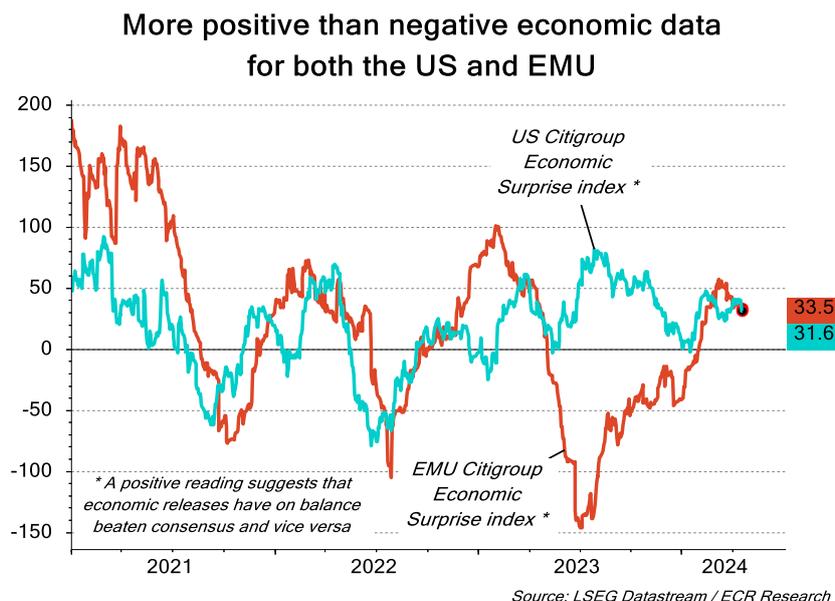
Aus diesem Grunde werden die Kurse von Aktien und Anleihen auch in nächster Zeit unter Abwärtsdruck bleiben. Außer wenn das US-Wachstum nun plötzlich auf 1,75 % oder weniger nachließe (wonach es aber absolut nicht aussieht), denn dann müssten die monetären Bedingungen verknappt werden, was niedrigere Aktien- und Anleihekurse mit sich brächte. Hier sind gleich mehrere Anmerkungen angebracht:

- » Als die Zinssätze niedrig waren, legten viele Schuldner ihre Kreditzinsen längerfristig fest. Allmählich müssen sie ihre Kredite jedoch refinanzieren, d.h. die hohen Zinssätze werden ihnen mehr und mehr zu schaffen machen.
  - » Sobald die Vermögenspreise fallen, wird das Wirtschaftswachstum gedämpft, wodurch der Aufwärtsdruck auf die Leitzinsen schnell abnimmt oder sogar in Abwärtsdruck kippen kann.
- >
- » Sollte der Ölpreis infolge der massiver werdenden Spannungen im Nahen Osten weitersteigen (diese Wahrscheinlichkeit beträgt u.E. unter 50 Prozent), träfe das besonders Europas Wirtschaft empfindlich. Europa muss aktuell viel Erdöl importieren, die USA hingegen sind weitgehend Erdöl-Selbstversorger. In Europa wie in den USA würden höhere Ölpreise die Inflation steigern, aber das dürfte mehr Aufwärtsdruck auf die amerikanischen Zinsen ausüben als auf die Europäischen.



## Domino

Die Leitzinsen werden wie beschrieben nur klar unter Abwärtsdruck geraten, wenn das Wachstum bald nachlässt. Das ist in der jetzigen Situation zwar nicht auszuschließen, aber per Saldo verweisen die Wirtschaftsindikatoren darauf, dass das Wachstum eher zu einem schleichenden Anstieg tendiert.



Unser Ausgangspunkt ist darum jetzt, dass die Zinsen vorläufig nicht nennenswert sinken werden. Ein Zinsrückgang wurde jedoch bis vor kurzem noch immer teilweise antizipiert. Logisch, dass darauf eine Reaktion stattfindet und das zeigt sich unter anderem am Devisenmarkt. Der Dollar wertet auf, gleichzeitig aber werten die Währungen mehrerer wichtiger Schwellenländer ab:

- » Chinas Wirtschaft erhält kräftige Impulse, doch wegen der zerplatzten Immobilienblase hinkt der Konsum hinter der Produktionskapazität her. Deshalb herrscht Deflation. Die natürliche Reaktion darauf wäre ein sinkender Yuan-Kurs. Aus den USA und Europa sind jedoch bereits offizielle Vertreter nach Peking gereist, um der chinesischen Regierung klarzumachen, dass die Verbringung der chinesischen Überschüsse an die westlichen Märkte nicht toleriert wird. Das würde neue Importbarrieren und großen Druck auf die chinesische Regierung implizieren, ein allzu tiefes Absinken des Yuan-Kurses zu verhindern. Um den Yuan unter diesen Umständen (gut laufende US-Wirtschaft mit Aufwärtsdruck auf die Leitzinsen und eine sehr mäßig laufende chinesische Wirtschaft) zu stabilisieren, müssten die chinesischen Zinsen aber eher hoch bleiben. Das wirkt jedoch den Wachstumsimpulsen entgegen. Unterm Strich können die chinesischen Zinsen nicht sinken und der Yuan-Kurs wertet dennoch langsam ab.



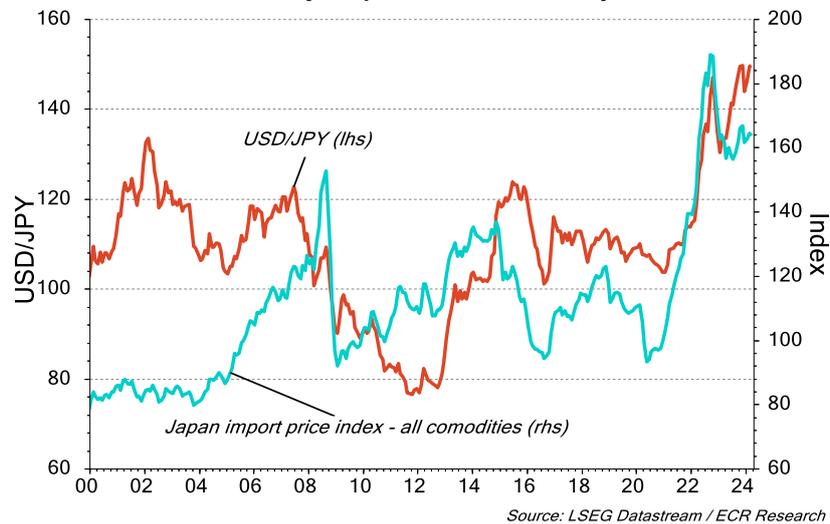
### Many countries fear China will dump excess production on their markets



- » Japans Erwerbsbevölkerung schrumpft und die Schuldenquote ist sehr hoch. Die Wirtschaft kommt deswegen nur mühsam in Schwung und die deflationären Kräfte bleiben stark. Die BoJ belässt die Leitzinsen auf einem sehr tiefen Stand (0,1 %). Das steht in krassem Gegensatz zur amerikanischen Geldpolitik. Logisch, dass der Yen schon seit geraumer Zeit unter schwerem Abwärtsdruck steht. Neuesten Daten zufolge ist er gemessen an der Kaufkraftparität etwa 35 Prozent unterbewertet. Anders ausgedrückt, Japan erlangt zunehmend einen unfairen Wettbewerbsvorteil. Deswegen versucht Tokio den Yen-Kurs bereits durch verbale Interventionen anzuschieben, jedoch mit wenig Erfolg. Bald wird Japan darum effektiv intervenieren, um den Yen-Kurs mit Stützungskäufen hochzutreiben. Erfahrungsgemäß werden solche Eingriffe allerdings lediglich das Rückgangstempo dämpfen, nicht aber den Rückgang selbst umkehren, solange die monetären Bedingungen unverändert bleiben. Japan muss somit darauf hoffen, dass die westlichen Zinsen bald sinken werden. Wie erwähnt verflüchtigen sich diese Hoffnungen jedoch rapide. Demnach müssen entweder die japanischen Zinsen rasch erhöht werden oder der Yen-Kurs muss deutlich weiter abwerten. Wir befürchten Letzteres. Westliche Gegenmaßnahmen können dann nicht ausbleiben.



### When will Japan intervene to stop the inflationary impact of the weak yen?



Abwärtsdruck auf den chinesischen Yuan kombiniert mit einem starken Dollar und hoch bleibenden US-Zinsen sind für zahlreiche Schwellenländer sehr negativ. Sie haben sich nämlich in der Vergangenheit tief in Dollars verschuldet und müssen das auch weiterhin tun. Ihre jeweilige Landeswährung wird jedoch von der Talfahrt von Yuan und Yen abwärts gedrückt und deswegen lasten die Dollar-Kredite immer schwerer auf der Wirtschaft. Auch diese Länder müssten ihre Währungen dann mittels Zinserhöhungen verteidigen, aber die könnten ihre Volkswirtschaften oft nicht verkraften.

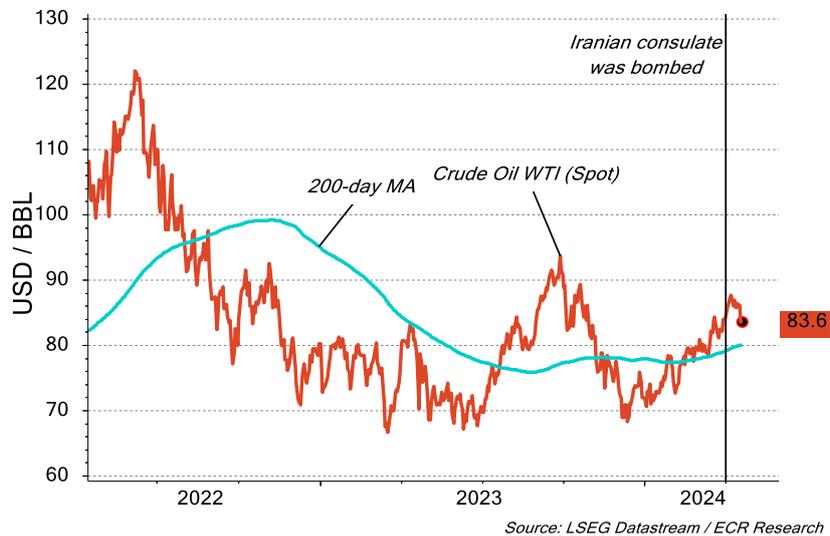
### Was wäre, wenn?

Vielfach wird die Frage gestellt, was mit den Kursen passiert, falls Israel beschließen sollte, Iran anzugreifen. Auf diesen Angriff müsste Teheran reagieren usw. Sicher entstünde so eine sehr explosive Situation, allein schon, weil möglicherweise die USA und Russland einbezogen würden. In einer solchen Lage könnten folgende Erstreaktionen erwartet werden:

- » Gold und Dollar steigen, weil sie als sichere Anlagehäfen gelten.
- » Der Ölpreis steigt wegen einer höher werdenden Risikoprämie für den Fall, dass Iran die Straße von Hormus blockiert.



### Impact Israel Iran conflict hardly visible in oil prices

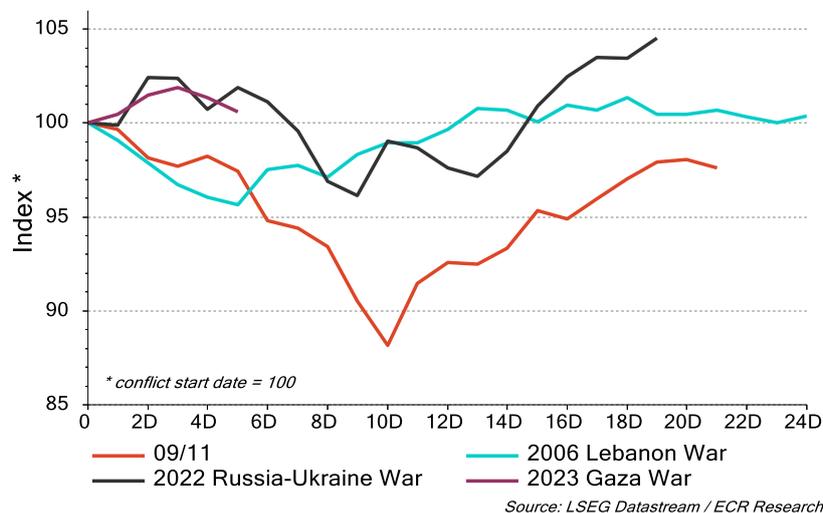


- » Aktienkurse fallen aus Angst, dass große Unsicherheit und höhere Ölpreise sowie mögliche Verwerfungen in den Lieferketten der Weltwirtschaft Schaden zufügen.
- » Die Renditen auf westliche Staatsanleihen fallen vermutlich zunächst, weil die Suche nach Sicherheit losgeht. Die Zinsspreads dagegen nehmen wegen der Ungewissheit zu. Außerdem können die Kurzfristzinsen im Westen wegen zunehmender Inflationsgefahr länger hoch bleiben, aber das hängt in hohem Maße davon ab, wie stark zugleich das Wirtschaftswachstum beeinträchtigt wird. Welche dieser zwei gegensätzlichen Kräfte überwiegen, lässt sich nicht vorhersagen.

Allerdings sieht kaum jemand einen großen Vorteil in der Ausweitung des Krieges. Ein Blick in die Vergangenheit zeigt außerdem, dass militärische Aktionen meist keinen langanhaltenden Einfluss auf die Kurse haben. Die beschriebenen möglichen Kursreaktionen dürften darum im Prinzip bald wieder zurückfedern, es sei denn, die Lage gerät wirklich außer Kontrolle.



Apart from a short-term reaction, the impact of armed conflicts is often limited for stock markets



## Folgen für die Finanzmärkte

Im Augenblick trifft sich die Crème de la crème der Finanzwelt in Washington auf der alljährlichen IWF-Frühjahrstagung. Scheinbar wird in den Kulissen eifrig über Interventionen zur Verhinderung der Dollar-Aufwertung diskutiert.

Wie erwähnt haben der chinesische Yuan und der japanische Yen ohnehin ihre eigenen Probleme und ziehen damit die Währungen vieler Schwellenländer mit nach unten. Doch abgesehen davon wertet der Dollar von sich aus auf infolge der aktuellen Erwartung, dass die US-Zinsen vorerst höher bleiben werden, als man bis vor kurzem noch dachte. Unter den aktuellen Umständen fungiert der Dollar außerdem als wichtige Fluchtwährung. Der Abwärtsdruck auf viele Schwellenländer-Währungen ist daher logisch. Das ist zwar positiv für die Exporte, aber das wird von den negativen Auswirkungen steigender Importpreise, steigender Verschuldung im Ausland in der jeweiligen Landeswährung gemessen sowie höheren Zinslasten übertroffen. Die eigene Währung mit Zinserhöhungen zu verteidigen ist dann quasi unmöglich, dafür sind die meisten Schwellenländer-Volkswirtschaften nämlich zu schwach. Dann bleiben als einzige Möglichkeit lediglich Deviseninterventionen. Allem Anschein nach sind auch die USA bereit, sich daran zu beteiligen. Daher wäre gut möglich, dass die Finanzmärkte in naher Zukunft von Deviseninterventionen erschüttert werden. Die Frage ist dann, wie das zu beurteilen ist.

Den Ausschlag gibt hier, ob die Interventionen sterilisiert werden oder nicht. Damit meinen wir folgendes. Wenn beispielsweise die japanische Zentralbank Yen kauft und Dollars verkauft, verkleinert sie damit die Yen-Menge im Wirtschaftssystem. Der Vorrat der eigenen Währung bei einer Zentralbank zählt nämlich nicht zur Geldmenge des Landes. Interventionen zur Stützung der



Landeswährung verknappen darum im Prinzip den Geldmarkt, hier den japanischen. Ein knapperer Geldmarkt treibt wiederum die japanischen Zinsen aufwärts. Genau das macht den Yen attraktiver.

Aber höhere Zinsen bremsen auch die japanische Wirtschaft. Das wird vielfach als zu großes Opfer bewertet, zumal höhere Zinsen die Wirtschaft so stark bremsen, dass dies die Spekulationen auf niedrigere Zinsen in der Zukunft lediglich befeuert. Der Yen wird von den höheren Zinsen also überhaupt nicht gestützt, sondern geschwächt. Interventionen werden deshalb oft sterilisiert, d.h. die Menge Yen, die dem System mittels Interventionen entzogen wird, wird auf einem anderen Weg ins System zurückgeschleust. So kann die Zentralbank beispielsweise Anleihen im Markt kaufen. Yen, die zu diesem Zeitpunkt bei der Zentralbank parkten, gelangen dann in den Finanzkreislauf.

Das große Problem ist bloß: Werden Interventionen am Devisenmarkt sterilisiert, haben Anleger keinerlei Grund, die Talfahrt der schwachen Währungen zu stoppen (in diesem Fall des Yen). Im Gegenteil, der Yen wird aufgrund der Interventionen kurzzeitig erneut aufwerten, womit sich ein guter Verkaufsmoment bietet. Deshalb finden Deviseninterventionen oft in großem Stil statt (der Devisenmarkt ist riesig) und dauern lange an. Selbst dann ist das Endergebnis aber nicht, dass der Kurs der schwachen Währung dauerhaft zulegt. Bloß seine Talfahrt wird gebremst. Dasselbe gilt für die Geld- und Kapitalmärkte. Sie werden von den Deviseninterventionen zwar vorübergehend gestört, aber weil Interventionen meist sterilisiert werden, ist das auch schnell wieder vorbei.

## Zinsen

Wie auch eine kürzlich veröffentlichte Prognose des IWF zeigt, gehören die USA zu den wenigen Staaten, deren Wirtschaft mehr oder weniger bei voller Kapazitätsauslastung arbeitet und um das Potenzialwachstum oder noch höher expandiert. Wegen der überhöhten Inflation muss das Wachstum aber unter das Potenzialwachstum gedrückt werden. Nun meint die Fed, das geschehe beim aktuellen Zinsstand automatisch, da die jetzigen Zinsen das Wachstum ihr zufolge bremsen. Doch das bezweifeln die Märkte zunehmend und die Anleger fragen sich, ob die Zinsen noch lange Zeit beim aktuellen Niveau bleiben oder nicht sogar erneut erhöht werden müssen.

Wir selbst meinen: Die jetzigen Zinsen bremsen die Wirtschaft nicht allzu sehr (sie stehen momentan nahe am Nominalwachstum der amerikanischen Wirtschaft und das gilt vielfach als neutral). Gegen Jahresende dürften jedoch mehrere andere Faktoren, die das Wachstum derzeit noch anschieben, nachlassen oder sich sogar umdrehen. Beispielsweise müssen immer mehr Kredite zu höheren Zinssätzen refinanziert werden, die fiskalischen Impulse verblassen allmählich und wahrscheinlich verblasst auch der positive Wohlstandseffekt.

Übrigens steht dem (teilweise) gegenüber, dass wegen der hohen Immigration jetzt zu viel Abwärtsdruck auf den Lohnanstieg erwartet wird. Bei den Zugewanderten handelt es sich größtenteils um Arbeitskräfte, die nur schwer in den Produktionsprozess zu integrieren sind, außerdem wird die Immigration ab Jahresende stark zurückgehen. Der US-Arbeitsmarkt dürfte somit noch geraume Zeit leergefegt bleiben, wodurch der Aufwärtsdruck auf die Lohnsteigerungen intakt



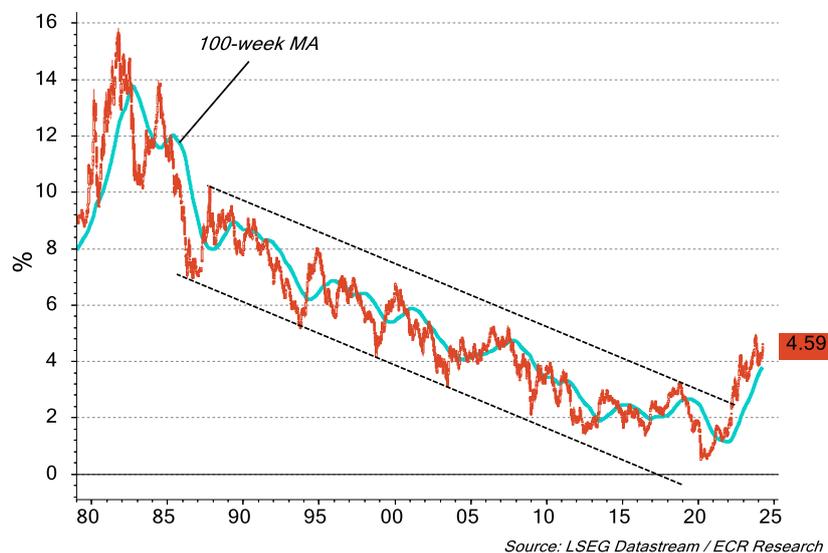
bleibt. Das ist für die Inflationsbekämpfung unangenehm, aber es hält auch die Kaufkraft und damit das Wirtschaftswachstum stabil.

Unterm Strich lautet unsere Schlussfolgerung, dass die Fed ab jetzt bis zum Jahresende null bis zwei Zinssenkungen um je einen Viertelprozentpunkt durchführen wird. Das wird insbesondere vom Verlauf des Ölpreises abhängen. Je höher er klettert, umso weniger können die US-Zinsen dieses Jahr gesenkt werden.

Für nächstes Jahr erwarten wir jedoch eine deutlichere Abschwächung von Wachstum und Inflation, sodass die Fed die Leitzinsen in der 1. Jahreshälfte 2025 etwa vier Mal um je 0,25 Prozentpunkte ermäßigen dürfte. Diese Erwartung basiert auch darauf, dass die Fed eine so große Verknappung der monetären Bedingungen zulassen dürfte, dass das Wachstum ab den Wahlen deutlich unter dem Potenzialwachstum stehen wird.

Bei den Langfristzinsen können Deviseninterventionen vorübergehend mehr Dollars ins Finanzsystem schleusen. Das kann die längerfristigen Zinssätze kurz drücken. Doch das dürfte schnell von der zunehmenden Erwartung überschattet werden, dass die Fed die Zinsen vorläufig nicht nennenswert zurückführen kann. Die Rendite auf zehnjährige US-Staatsanleihen (jetzt ca. 4,6 %) dürfte daher vorläufig nicht weit unter 4,5 % absinken und per Saldo weitersteigen Richtung 4,75 bis 5 %.

US 10-year Treasury Note yield

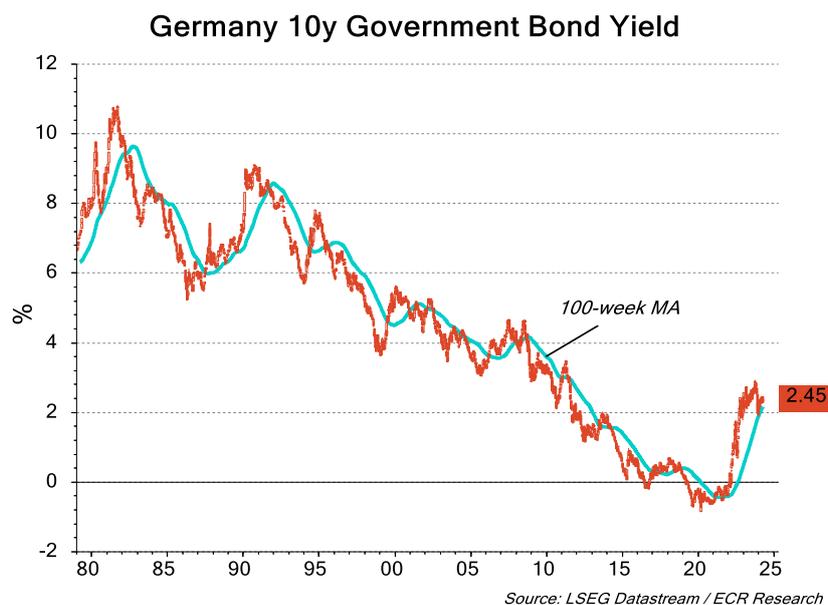


Die Lage in Europa unterscheidet sich insofern von den USA, als das europäische Wachstum niedriger ist und Lohnanstieg und Inflation unter Abwärtsdruck stehen. Aber auch wenn das Wirtschaftswachstum niedrig ist - es steht nicht deutlich unter dem Potenzialwachstum. Auch hier geht es also darum, ob die Zinsen jetzt Niveaus erreicht haben, bei denen sie das Wachstum per Saldo abbremsen. Nach unserem Eindruck nicht wirklich. Die EZB wird die Leitzinsen darum im Juni nach unserer Erwartung 0,25 Prozentpunkte senken (das hat sie bereits in bedeutendem Maße zugesagt),



aber danach wird das Tempo der Zinsnachlässe niedriger sein, als die Märkte jetzt antizipieren, insbesondere dieses Jahr. Insgesamt ca. zwei Zinssenkungen um je 0,25 Prozentpunkte in diesem Jahr wären für uns keine Überraschung. In der 1. Jahreshälfte 2025 könnten die Leitzinsen dann nochmals vier Mal um je 0,25 Prozentpunkte heruntergeschraubt werden.

Die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen (jetzt ca. 2,45 %) dürfte dabei in der kommenden Zeit nicht viel tiefer als 2,35 % fallen und insgesamt auf ca. 2,6 % steigen.

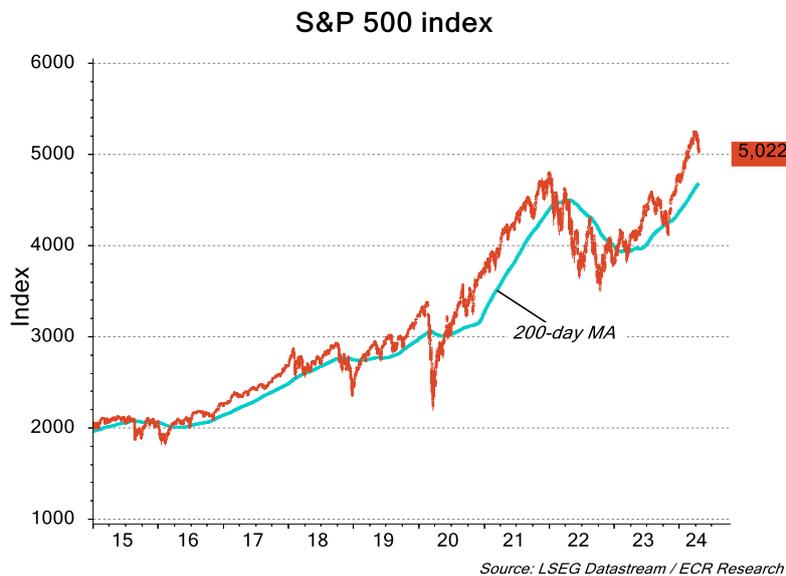


## Aktien

Wie beschrieben dürften die Fed und die EZB die monetären Bedingungen so sehr verknappen, dass das amerikanische Wachstum auf ca. 1,5 % nachlässt und das europäische Wachstum auf ca. 0,5 % sinkt. Dazu gehören Zinsen, die höher bleiben, als man jetzt denkt, und niedrigere Aktienkurse und höhere Zinsspreads.

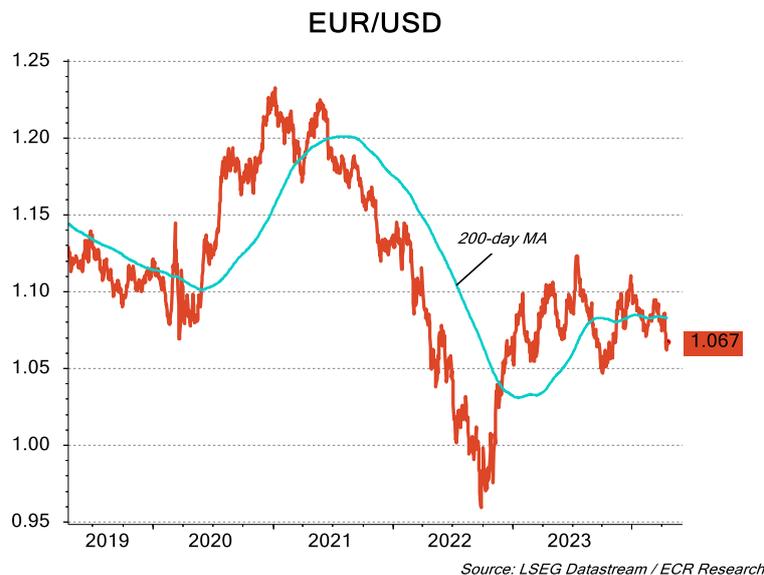
Der S&P 500-Index dürfte darum vorläufig nicht weit über 5300 hinauskommen und insgesamt allmählich auf ca. 4600 abgleiten. Dort kann wieder eine kräftige Rally einsetzen, besonders wenn die Aussicht entsteht, dass die Zentralbanken den Fuß mehr vom Bremspedal herunternehmen werden, aber dennoch dürften auf längere Sicht überhöhte Haushaltsdefizite einen immer dickeren Strich durch die Rechnung machen.

Die Aktien der meisten Schwellenländer dürften vorerst schlechter abschneiden als der S&P 500-Index, Aktien in Europa dagegen etwas besser, denn die EZB verfügt über größeren Spielraum für monetäre Lockerung.



## EUR/USD

Prinzipiell dürfte EUR/USD infolge eines zunehmenden Zinsabstands und einer höheren Nachfrage nach Dollars als sicherer Hafen vorerst unter Abwärtsdruck bleiben. U.E. wird aber auch bald interveniert werden müssen, um den Kursanstieg der US-Währung aufzuhalten. Wir denken jedoch nicht, dass dies in hohem Maße den EUR/USD-Kurs betreffen wird, denn der aktuelle Kurs sorgt nicht für große Probleme. Trotzdem: Wenn in anderen Währungen interveniert wird, gelangen mehr Dollars an den Devisenmarkt, und das kann vorübergehend auch Dollar gegen Euro etwas abwärts drücken. Aber wie gesagt dürften Interventionen die Dollar-Aufwertung letztlich nicht umkehren, sondern nur dämpfen. EUR/USD wird u.E. darum vorläufig nicht über 1,10 hinauskommen und per Saldo Richtung 1,00 fallen.

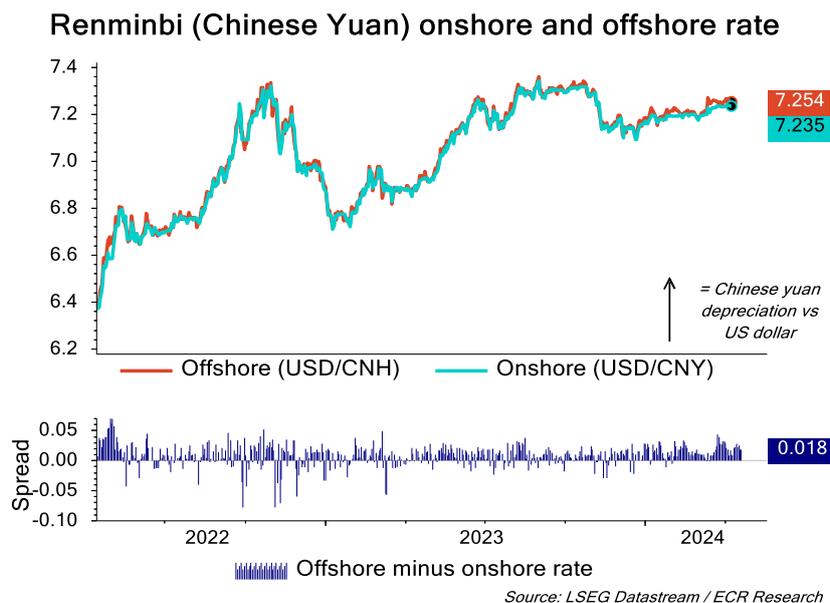




## Der chinesische Yuan

Chinas großes Problem ist derzeit, dass Investitionen lange Zeit gefördert wurden und der Konsum dahinter herhinkt. So entstanden Überkapazitäten und eine Deflation. Theoretisch kann das Problem gelöst werden, wenn der Yuan-Kurs kräftig nachgibt, woraufhin viel mehr exportiert und weniger importiert wird. Der Westen kündigte jedoch bereits an, das nicht zu dulden. Damit wird das Dilemma noch größer, denn Peking müsste dann ja den Konsum viel energischer anschieben. Das erfordert wiederum eine sehr lockere Geldpolitik, wenn die Deflation verschwinden soll, aber es wird dann auch den Yuan-Kurs abwärts drücken.

Wir befürchten, dass man sich in der Tat für Letzteres entscheidet. In der Folge könnten nicht nur viel mehr Importbeschränkungen verhängt, sondern auch allerlei Schwellenländer-Währungen mit nach unten gezogen werden. Demnach könnte USD/CNH noch eine Weile um 7,25 verharren, danach aber Richtung 7,75 zu steigen beginnen. EUR/CNH kann dabei zuerst noch eine Weile beim aktuellen Kurs von ca. 7,75 hängen, danach aber langsam bis ca. 8,00 hochkrabbeln.



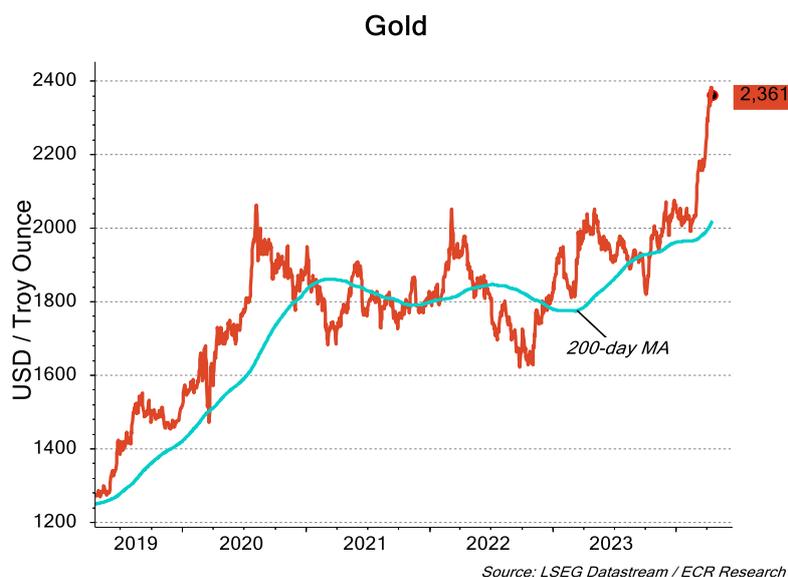


## Gold

An sich ist Gold in letzter Zeit ordentlich Gegenwind ausgesetzt. Der Dollar ist stark, die Zentralbanken bekämpfen die Inflation und die (Real-)Zinsen steigen. Dennoch ist der Goldpreis rapide gestiegen. Wahrscheinlich aus den folgenden Gründen:

- » Die geopolitischen Spannungen werden heftiger. Gold fungiert dann immer als sicherer Anlagehafen.
- » Sowohl die USA als auch Europa haben in jüngster Vergangenheit bewiesen, dass sie nicht davor zurückschrecken, bei zunehmenden Spannungen Guthaben des Gegners, die dieser im Westen hält, einzufrieren oder sogar zu konfiszieren. Viele Manager großer Reservefonds von außerhalb des Westens suchen deshalb nach Alternativen, um dieses Risiko zu meiden. Schon bald wendet man sich darum dem gelben Edelmetall zu.
- » In China sind die Sozialleistungen mager, deshalb legen Chinesen viel ihres Einkommens auf die hohe Kante. Immer mehr Chinesen misstrauen jedoch der Wertbeständigkeit der heimischen Währung. Sie halten deshalb lieber Anlagen in Dollars, Euros, Schweizer Franken usw. Vielfach macht die Regierungspolitik ihnen das allerdings sehr schwer. Sie flüchten darum zunehmend in Gold. In geringerem Maße gilt dasselbe übrigens für viele andere asiatische Länder.

Der letztgenannte Faktor wiegt in letzter Zeit wahrscheinlich am schwersten. Es besteht aber ein großer Unterschied zwischen chinesischen und europäischen Anlegern. Europäische Investoren tendieren bei einem steigenden Kurs meist zu Verkäufen. Für chinesische Anleger dagegen ist das oft ein Grund, (mehr) zu kaufen. In den kommenden Monaten bis Quartalen dürfte der Goldpreis darum seinen Anstieg fortsetzen auf ca. 2700 \$. Auf lange Sicht erwarten wir einen noch viel höheren Preisanstieg.





## Sonstige Inflation Hedges

In den meisten Ländern scherten sich die Hauspreise wenig um die höheren Zinsen, denn besonders wegen der Migration ist der Markt knapp. Daneben sind die Löhne und Gehälter kräftig gestiegen, d.h. Hauskäufer können höhere Hypotheken aufnehmen. Diese Entwicklung dürfte noch eine Weile andauern, auch wenn der Preisanstieg infolge der Zentralbankpolitik wahrscheinlich langsamer verlaufen wird. All das trifft auf Gewerbeimmobilien nicht zu, d.h. für sie sind die Aussichten bei weitem nicht so günstig.

Die Nachfrage nach Rohstoffen ist passabel, da die meisten Volkswirtschaften immer noch recht gut laufen, aber das Rohstoffangebot ist gering, denn es wurde zu wenig in die Rohstoffproduktion investiert. Letzteres beginnt sich aber zu ändern, d.h. wir erwarten für die meisten Rohstoffe geringe Preisanstiege. Außerdem wird die Nachfrage weniger zunehmen, wenn das Wachstum im Westen etwas eingedämmt wird.

---

### 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.