

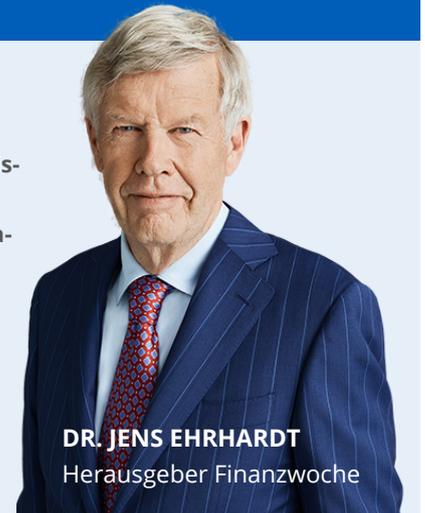
# FINANZWOCHEN

INTERNATIONALE KONJUNKTUR- UND MARKTANALYSE SEIT 1974

**KOMPAKT**

## ALLGEMEINER MARKTKOMMENTAR

- Relativ gute US-Konjunktur reduziert Zinssenkungserwartungen. Einzelne FED-Mitglieder rechnen nur noch mit 2 statt 3 (Januar 7) Zinssenkungen (0,67 BP). Entsprechend Anstieg der 10-jährigen US-Staatsanleihezinsen auf 4,40%.
- Zusammen mit Verkaufshinweisen von Stimmungsindikatoren (NASDAQ-Optimisten bis 92,4%) könnte dies eine April-Aktienmarkt-Korrektur auslösen.
- Absicherungsinstrumente wie Gold (neues historisches Hoch) und US-Aktienvolatilität (VIX) könnten gesucht werden. Ebenso Value-Titel wie Öl-Aktien.
- Relative Stärke an den internationalen Aktienmärkten zeigen Reise- und Kreuzfahrtaktien. Solche Titel in Hongkong +30% und mehr seit Jahresanfang.
- China-Konjunktur besser als erwartet. Positive Ausstrahlung auf Hongkong.
- Anleihen gaben international gut die Hälfte ihres November/Dezember-Kursanstiegs ab. Favorisiert: mexikanische Anleihen in Peso (Währungsanstieg +9%).
- Drei-Jahres-Hoch bei US-Insiderverkäufen (Tech-Werte).



**DR. JENS EHRHARDT**  
Herausgeber Finanzwoche

Der japanische Aktienmarkt hat im ersten Quartal wie schon im letzten Jahr eine Spitzenperformance gezeigt (+21%). Das ist erstaunlich, da sich Japan ähnlich wie Deutschland in einer technischen Rezession befindet. Neben der analytischen Preiswürdigkeit des japanischen Aktienmarktes und der praktisch auf 36-Jahrestief (gegen Dollar) stehenden japanischen Währung (Abwertungsgewinne für die Exportunternehmen!) dürfte hauptsächlich die Meinung der japanischen Notenbank, dass nennenswerte Zinserhöhungen die japanische Wirtschaft schwächen würden, Hauptgrund für die exzellente Performance sein. Japan hat international den tiefsten Realzins (= wirtschaftsstimulierend). Mit den angeratenen Futures auf den japanischen Aktienindex hat man einerseits an der weltweit besten Performance unter allen Aktienindizes teilgenommen, andererseits aber die Währungsverluste weitestgehend vermieden (nur kleiner Einschuss in japanischen Yen bei Future-Transaktionen notwendig).

Aber auch Deutschland hat sich mit einer praktisch gleichen Performance wie der S&P 500 (+9% seit Jahresanfang) und einem doppelt so guten Abschneiden wie der Dow Jones-Industrieaktiendurchschnitt und auch der breite Russell 2000 für ein Land, das sich in einer technischen Rezession befindet, sehr gut geschlagen. Auch besser als Welt-Index mit +7%. Hintergrund für die Aufwärtsbewegung in Deutschland dürfte weniger die nur leichte Abwertung des Euros gegenüber dem Dollar

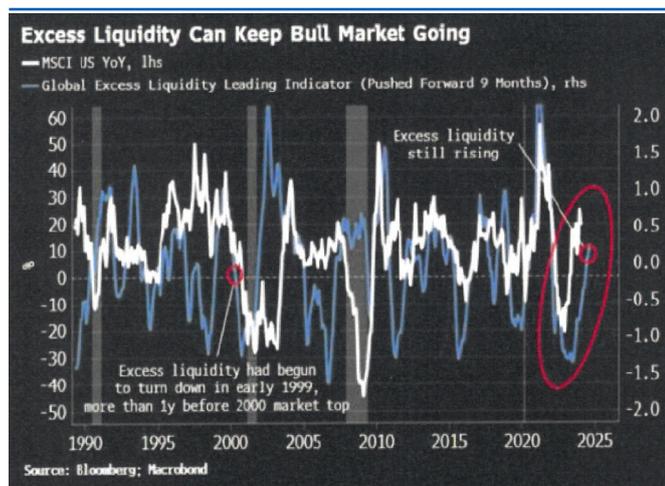
von zwei Prozent sein als vielmehr die analytische Preiswürdigkeit gegenüber US-Aktien. Europäische und deutsche Aktien werden mit einem in der Geschichte einmaligen Abschlag von ca. 30% gegenüber der Bewertung von amerikanischen Aktien gehandelt. Dies mag teilweise gerechtfertigt sein im Hinblick auf die Tatsache des weitgehenden Fehlens wachstumsstarker Technologieaktien auf dem deutschen Börsenzettel, aber die traditionellen Abschläge deutscher und europäischer Aktien gegenüber US-Dividendentiteln sind tatsächlich auf einem in der Börsengeschichte einmaligen Extremniveau.

Da die meisten deutschen Aktien nicht mehr im Besitz deutscher Anleger sind, sondern in den Händen von Anglo-Amerikanern, gibt es hier markttechnische Gründe, warum der DAX genauso gut gestiegen ist wie der S&P 500. Anglo-amerikanische Anleger befinden sich ganz einfach in einer schon länger anhaltenden Hausse-Stimmung, in der sie auch ausländische Aktien (in denen sie ohnehin schon zum Teil investiert sind) großzügig zukaufen, wenn es dafür analytische Bewertungsargumente gibt. Es ist jedenfalls auffällig, dass amerikanische Aktienprogramme im US-Fernsehen geradezu schwärmen von deutschen und europäischen Aktien und ihrer starken Unterbewertung. In dieser Ausführlichkeit waren Optimismus und Kaufempfehlungen für europäische Aktien (auch wegen des hohen außereuropäischen Umsatzanteils) im US-Fernsehen

noch nie zu beobachten. Markttechnisch kaum ein gutes Zeichen.

Entgegen allgemeinen Erwartungen (amerikanische Analysten rechneten Anfang letzten Jahres in seltener Einmütigkeit mit scharfer monetärer Bremsung der US-Notenbank und entsprechend starken Aktienindex-Kursrückgängen) hat sich die US-Liquidität weiter erstaunlich gut entwickelt mit Auswirkungen auf die Weltliquidität (siehe Chart).

**Steigende globale Überschussliquidität (blau) treibt Weltaktienindex (weiß).**

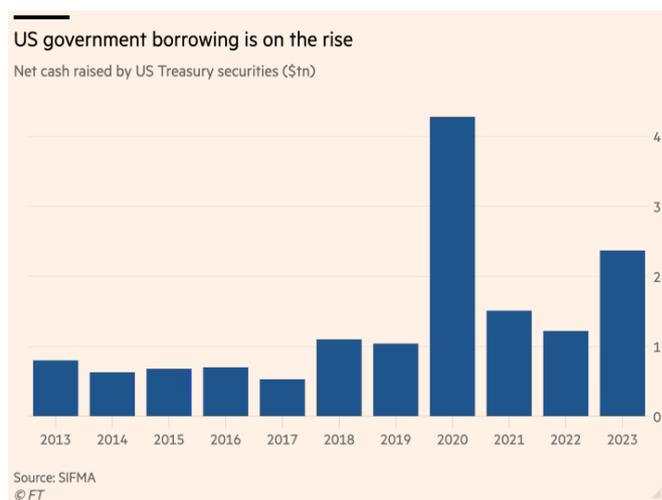


So nannte denn auch bezeichnenderweise der in internationalen Anlegerkreisen bestens bekannte Albert Edwards (bringt einen bekannten Societe Generale-Banken-Newsletter heraus) die US-Anti-Inflationspolitik einen großen Witz. Sieht man auf die "Financial Conditions", die ein guter Indikator für die Wall Street-Liquidität sind, so fällt auf, dass trotz der lange sehr markigen US-Anti-Inflationsparolen der Notenbank defacto eine ganz andere Politik herauskam. Bei der Bankenkrise des letzten Jahres überschwemmte man das US-Finanzsystem mit einer einmaligen Liquiditätswooge und das US-Schatzamt stimulierte die Konjunktur durch die nach 2020 größten Kreditaufnahmen in Nicht-Krieg und -Krisenzeiten (siehe Chart rechts), was dazu führte, dass die US-Wirtschaft im zweiten Halbjahr letzten Jahres um über drei Prozent wuchs, während der Rest der Weltwirtschaft (außer China) mehr oder minder stagnierte.

Wie künstlich das relativ gute Abschneiden der US-Wirtschaft und der US-Börse ist, zeigt die Tatsache, dass der US-Aktienmarkt seit 2007 (also dem Beginn der fiskalpolitischen Stimulierung und monetären Ankerbelug) in seiner Börsenkapitalisierung exakt um jenen

Billionendollar-Betrag an Wert zugenommen hat, um den die US-Staatsverschuldung und die US-Notenbankbilanzsumme seit 2007 gestiegen sind. Ohne massives Schuldenmachen der US-Regierung und Aufblähen der US-Notenbankbilanz hätte es also den international besten Aktienmarktaufschwung mit Sicherheit nicht gegeben.

**Weiter Rekordstaatsdefizite in den USA in Billionen \$ (bei Trump 2025 noch höher?).**



Das gute Abschneiden von Wall Street hat in jüngster Zeit dazu geführt, dass es zu Universitätsanalysen gekommen ist, in denen herausgestrichen wird, dass eine 100%-ige Kapitalanlage am US-Aktienmarkt die beste Kapitalanlageform wäre und es wurden sogar schon Vorschläge gemacht, dass besonders jüngere Investoren ähnlich wie beim Häuserkauf beträchtliche Schulden beim Aktienkauf aufnehmen sollten. Solche Analysen haben allerdings den Nachteil, dass sie nicht sehr lange in die Vergangenheit zurückgehen (meist Studien, die höchstens den Zeitraum seit dem Zweiten Weltkrieg umfassen) und auch die Börsenerfahrungen anderer Länder nicht mit einbeziehen. Japan konnte gerade erst nach 34 Jahren im Nikkei-Index das historische Hoch von 1989 erreichen (der Topix-Index noch nicht).

Geht man länger in der Geschichte zurück, lässt sich feststellen, dass man mit Anleihen auch über längere Zeiten in den USA besser abschneiden konnte als mit Aktien (an anderen Weltbörsen ohnehin). Das in jüngerer Zeit bessere Abschneiden der Aktien gegenüber Anleihen in den letzten Jahrzehnten dürfte damit zusammenhängen, dass die kurz vor dem Ersten Weltkrieg gegründete amerikanische Notenbank bis heute immer stärker in den Wirtschaftsablauf eingegriffen

hat, um Rezessionen zu vermeiden. Gleiches gilt für die US-Schuldenpolitik der Regierung. Im 19. Jahrhundert war der Geldwert über Jahrzehnte in den anglo-amerikanischen Ländern stabil, so dass auch Anleihen oft über viele Jahre besser als Aktien abschnitten. Anders heute: Da die Notenbank-Eingriffe eher zunehmen werden und Abstürze am Aktienmarkt (Reichtumseffekt) möglichst vermieden werden sollen, werden sich die Aktienmärkte weiter wahrscheinlich langfristig besser als Aktien entwickeln.

Auch in Europa lässt sich seit Überschreiten des Verschuldungs-Rubikons durch Draghi eine zu den USA vergleichbare Interventionspolitik zur Unterstützung der Konjunktur und Aufrechterhaltung der Zahlungsfähigkeit beobachten. In Europa verschulden sich inzwischen nicht nur die Regierungen, sondern auch die EU selbst. Hauptleitragender ist hier Deutschland, da das Land den größten Verschuldungsanteil übernimmt, obwohl das durchschnittliche Median-Haushaltsvermögen mit 106.000€ in Europa mit zu den geringeren pro Kopf gehört. Ganz anders sieht die Situation in Frankreich aus, das sich anders als Deutschland nicht in der Neuverschuldung zurückhält. Frankreich hat eine beachtliche Tradition in hoher Verschuldung. Aber auch zuletzt lag die staatliche Neuverschuldung bzw. die Konjunkturankurbelung beim Vielfachen der deutschen Werte. Während Deutschland versucht, die Schuldenbremse zu praktizieren (erlaubt 0,25% vom BIP an Neuverschuldung pro Jahr), steuert Frankreich in diesem Jahr auf sechs Prozent zu (das französische Senats-Finanzkomitee geht von 5,7% aus). In einzelnen volkswirtschaftlichen Bereichen (Privatverschuldung, Unternehmensverschuldung) überbietet Frankreich nicht nur den angeblichen europäischen Verschuldungsmeister Italien, sondern kann sich mit dem weltweiten Verschuldungsmeister China messen. Da es für Deutschland keinen Sinn macht, eine Verschuldungs-

politik wie zu Zeiten der D-Mark (steigender Lebensstandard u.a. durch sinkende Importpreise!) zu praktizieren, dürfte spätestens nach der Wahl im nächsten Jahr mit einer Beseitigung der deutschen Schuldenbremse zu rechnen sein.

Kennzeichen für die neue Politik war auch der Negativzins, bei dem sich in Europa und Japan die Regierungen bei ihrer Schuldenaufnahme bereicherten. Wie die Konjunktorentwicklung und die Aktienmärkte gezeigt haben, hat die neue Politik der Rekordverschuldungen und der rekordniedrigen Zinsen durchaus Aktienmärkte und Konjunktur positiv beeinflusst bzw. Abstürze, wie sie früher üblich waren, verhindert. In den letzten Jahrzehnten ist auch ein klarer Trend zur Verkürzung der Rezessionsdauer in den USA und Europa zu beobachten.

Man fragt sich nur, was der Preis für derartige Sünden gegen die Marktwirtschaft bzw. im Grunde planwirtschaftliche Eingriffe am Ende sein wird. Alle Crash-Prognosen der letzten Jahrzehnte in Sachen Inflation, Währungsreform oder komplettem Konjunkturabsturz haben sich bisher als falsch erwiesen. Währungsreformen hat es in der Vergangenheit nur bei großen Inflationen gegeben, die durch ein komplettes Missverhältnis zwischen Warenangebot und -nachfrage gekennzeichnet waren. Falls es wirklich wieder einmal zu einer größeren Inflationswelle kommen sollte, die zu destabilisierenden Verhaltensweisen der Wirtschaftsteilnehmer führt, ist nur zu hoffen, dass es einen neuen Paul Volcker geben wird, der dann die Inflationsmentalität brechen wird. Inwieweit dies heute ohne soziale Verwerfungen und politische Krisen möglich ist, sei dahingestellt.

## 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.