B 20266 C München, 26. Januar 2023 67. Jg./**Nr. 02**

FINANZWOCHE KOMPAKT

INTERNATIONALE KONJUNKTUR- UND MARKTANALYSE SEIT 1974

ALLGEMEINER MARKTKOMMENTAR

- **Das pessimistische Börsenszenario verschiebt sich nach hinten. Aber US-Geldmengenschrumpfung (besonders nach Inflation) und inverse Zinskurve in USA und Deutschland lassen neue Tiefstkurse erwarten.**
- **Die im Gegensatz zu USA und Europa positive monetäre Entwicklung in Asien (China lockert, Kreditimpuls aber schwächer), Aktienbewertung und Währungsentwicklung gegenüber dem Dollar (zuletzt auch in Japan) machen Asien zur aussichtsreichsten Börsenregion für Aktienanlagen in diesem Jahr.**
- **Relativ viel Optimismus könnte Gold kurzfristig bremsen. Mittel- und längerfristig sollte Gold aber zu den favorisierten Anlagen gehören.**
- **Machen die Notenbanken den Fehler, zu früh zu lockern, könnten die Inflationsraten im 2. Halbjahr wieder ansteigen, was dann zu Kurssturz bei Aktien und Renten und Anstieg bei Gold führen würde.**

DR. JENS EHRHARDT
Herausgeber Finanzwoche

Die überraschend gute Entwicklung besonders an den europäischen Börsen seit Jahresanfang hat mehrere Gründe. Die Stärke des Euros und die Schwäche des Dollars führten zu Kapitalzuflüssen aus dem Ausland in einen Währungsraum, der von den Anlegern bis vor kurzem im Hinblick auf die Energie- und Kriegsprobleme stark untergewichtet war. Europa galt besonders bei amerikanischen institutionellen Anlegern als "non-investible". Dies führte zu entsprechender Untergewichtung europäischer Aktien und Anleihen durch internationale Anleger. Entsprechend hoch war auch die Milliardengröße der Baissespekulationen bzw. die Zahl der Transaktionen, wo Aktien in der Hoffnung auf fallende Kurse geshortet wurden. Jetzt hat man diese Kapitalallokation eilig zugunsten Europas wieder geändert, was auch zu einem besonders guten Abschneiden von stark leerverkauften europäischen Aktien führte. Die Leerverkäufer (Short Seller) europäischer Aktien schraubten den Bestand der Leerverkäufe unter Milliardenverlusten von sechs Tagesumsätzen auf vier Tagesumsätze zurück durch Rückkauf der zuvor leerverkauften Aktien.

Neben dem steigenden Euro bzw. fallenden Dollar (ein Szenario, das traditionell Nicht-Dollar-Aktienmärkte begünstigt) waren es die jüngsten Zinsrückgänge in Europa vor dem Hintergrund ohnehin niedrigerer Zinsen als in den USA (10-jährige Bundesanleihen 2,1% gegenüber 3,5% US-Staatsanleihen), die die Kursgewinne auslösten. Auch die Covid-Öffnung in China hat europäische Aktien begünstigt. Die Umsatzanteile europäischer Firmen sind etwa doppelt so hoch wie die China-Umsatzanteile von US-Firmen. Am höchsten ist der China-Umsatzanteil europäischer Firmen in den Bereichen Halbleiter, Luxusartikel, Autos und Ölaktien.

Hinzu kommt, dass der Bewertungsunterschied zwischen europäischen Aktien (traditionell billiger als US-Titel) auf den höchsten Stand seit der Finanzkrise 2008 angestiegen war. Europäische Aktien sind heute durchschnittlich mit dem 12-fachen, US-Aktien mit dem 17-18-fachen Gewinn bewertet (unter Berücksichtigung von geschätzt 10% US-Gewinnrückgang in diesem Jahr, sogar PE 20), sind also um die Hälfte teurer. Gleiches gilt für Kurs/Buchwert-Verhältnis und Dividendenrendite. Lange war der Bewertungsunterschied gerechtfertigt im Hinblick auf die Tatsache, dass die europäischen Gewinne seit der Finanzkrise stagnierten. Entsprechend sind europäische Aktienindizes, anders als US-Indizes, sogar seit 2000 kaum gestiegen, wenn man gleiche Aktienindizes (jeweils ohne Dividendenberücksichtigung) vergleicht. Zuletzt waren die europäischen Aktiengewinne allerdings sogar schneller gestiegen als die US-Gewinne wegen der letztjährigen Dollarstärke. Positiv wirkten auch die starken europäischen fiskalpolitischen Impulse. Rekord-Staatsdefizite gab es im Zuge der Covid-Krise auf ein Niveau vergleichbar mit den USA, das schon vor Covid unter Trump die höchsten Staats-

defizite in Friedenszeiten fuhr und damit Konjunktur und Unternehmensgewinne stimulierte.

Begünstigt waren europäische Aktien auch wegen der gegenüber den USA größeren Anzahl von Value-Aktien mit höheren Dividendenrenditen, die sich im Zuge von steigenden Zinsen relativ besser entwickelten als US-Wachstumsaktien, die am meisten von allen Aktiengruppen unter steigenden Zinsen litten. Die in den Indizes hoch gewichteten US-Wachstumsaktien trugen mit ihrem seit Anfang 2022 unterdurchschnittlichen Abschneiden zu einem für die USA gegenüber Europa ungünstigen Aktienindexvergleich bei. Beste Europa-Outperformance seit 20 Jahren!

Erholen sich die Anleihekurse weiter? Richtig war es, im Herbst letzten Jahres verstärkt auf Anleihen zu setzen. Bei den zuvor stark gefallenen Unternehmensanleihen gab es sowohl im Euro- wie im Dollarraum seitdem Erholungen von bis zu 10%. US-Staatsanleihen waren bis Herbst bei sehr langen Laufzeiten um bis zu 40% gefallen und hatten damit historische Rekord-Kursverluste ausgewiesen. Für die weitere Kursentwicklung bei Aktien und Anleihen dürfte es trotz wahrscheinlich auch in Zukunft regionaler Unterschiede wesentlich auf die Politik der Notenbanken in den USA und Europa und die Inflationsentwicklung in diesen Gebieten ankommen. Anleihen dürften aber die sichere Alternative bleiben.

Erwartungsgemäß sind die Teuerungsraten besonders in den USA (von 9,1% auf 6,5% für den CPI) zurückgegangen. Bei der Kernrate sogar auf 5,7%. Deutlich geringer dagegen die Inflationsabschwächung in Europa, wo auch die Spitzenwerte in den meisten Ländern über US-Niveau lagen. Generell waren die Inflationssteigerungen im Energie- und Nahrungsmittelbereich am größten. Hier ist eine starke Abschwächung in den nächsten Monaten realistisch. In Europa macht die Teuerung in diesen beiden Bereichen jeweils knapp 3 Prozentpunkte der Inflationsrate aus und sie könnte unter günstigen Einflüssen jeweils auf fast Null fallen, so dass die Teuerung im Herbst bei gut 3% liegen dürfte mit besonders starken Rückgängen in den nächsten Monaten (nicht nur bei Öl, auch bei Nahrungsmitteln wie Weizen und Mais. Weizen fiel seit Mai 2022 von über 1.200 $ auf 742 $).

Wie werden die Notenbanken auf rückläufige Inflation reagieren? Aus heutiger Sicht der US-Notenbank werden die Zinsen in diesem Jahr noch zweimal (wahrscheinlich um je 0,25% auf zunächst 4,50-4,75% – am 01.02.) angehoben. Die FED-Offen-Markt-Mitglieder rechnen erst Anfang 2024 mit der ersten Zinssenkkung, während die Marktteilnehmer am Terminmarkt bereits ab Mitte dieses Jahres eine Rücknahme des Leitzinses durch die FED erwarten. Eine solche frühe Zinssenkung scheint allerdings unrealistisch, wenn man bedenkt, dass bei der FED große Furcht davor herrscht, dass man zu frühzeitig die Zinsen zurücknimmt und damit einen neuen Inflationsanstieg auslöst. Die FED hat sich so festgelegt, dass ein anderes Handeln einen erheblichen Gesichtsverlust bedeuten würde, den man wahrscheinlich auf Seiten der US-Notenbank auf jeden Fall verhindern will, nachdem man zu spät (im März letzten Jahres) angefangen hatte, die Zinssätze anzuheben und immer von einem schnellen Rückgang der Inflation und einem wesentlich geringeren Anstieg ausgegangen war.

Neben Frau Lagarde haben auch die Notenbank-Präsidenten von Holland, Österreich und Finnland zuletzt eine anhaltend scharfe monetäre Bremsung in Europa gefordet. Der holländische Notenbank-Präsident Knot verlangte Zinserhöhungen bis zum Sommer mit 0,5%-Schritten, die ersten im Februar und Mai. In Wall Street zeichnet sich ein Zinsanstieg von nur 0,25% am 01. Februar ab. Darüber hinaus forderte Knot eine Verschärfung der Liquiditätspolitik durch Anhebung von Quantitative Tightening (Verminderung der Notenbank-Bilanz durch Anleiheverkäufe oder fehlenden Ersatz von auslaufenden Anleihen) von 15 auf 26 Mrd. €. Bisher ist der Beginn von quantitativer Bremsung für den März mit 15 Mrd. € vorgesehen. Eine gegenüber den USA verschärfte Bremsung in Europa wird begründet mit dem im Gegensatz zu den USA anhaltenden Anstieg der Kerninflationsrate auf zuletzt 5,2% (die Inflationsrate insgesamt lag im Dezember bei 9,2% gegenüber 6,5% in den USA). Entsprechend fordert Knot für das 2. Halbjahr nach mehreren 0,5%-Zinsanhebungen Schritte mit weiteren, auf 0,25% gesenkten Zinssteigerungen. Aber die Voraussetzung für derartige Senkungen der Zinssteigerungsrate wären noch keineswegs gegeben. Käme es wirklich zu der geforderten Leitzinserhöhung von jetzt 2% auf 3,25% im Sommer mit dann folgenden Steigerungen, würde dies einerseits die europäischen Aktienmärkte unerwartet stark im Jahresverlauf drücken und gleichzeitig für einen weiteren Anstieg des Euros gegenüber dem Dollar sorgen.

Generell dürfte sich an dem erwarteten Szenario mittelfristiger Kursrückgänge auf breiter Front an den Aktienmärkten, Rezession und verschlechterte Unter-

nehmensgewinne nichts ändern (Geldmenge M1 USA fällt weiter über 3%!). Erst wenn die Notenbanken wirklich die Zinsen senken, besteht Aussicht auf einen dauerhaften neuen Aktien-Aufwärtstrend. Vorher dürften aber aus markttechnischer Sicht erst die notwendige Bereinigungen der hohen Aktienbestände bzw. Ausverkauf plus charttechnische Bodenbildung vonstatten gehen, bevor ein neuer Haussetrend einsetzten kann.

IMPRESSUM UND RECHTLICHE HINWEISE

Die FINANZWOCHE erscheint bei der FINANZWOCHE Verlags-Gesellschaft für Anlageinformation mbH. Anschrift: Georgenstr. 1, D-82049 Pullach, Tel. 089/5203770, Internet: www.finanzwoche.de, E-Mail: info@finanzwoche.de. Geschäftsführer: Dr. Jens Ehrhardt. Erscheinungsweise: 14-tägig (unter Vorbehalt des Verlags).
Der Inhalt (incl. aller Zahlenangaben) ist ohne Gewähr. Der Verlag unterwirft sich den Journalistischen Verhaltensgrundsätzen und Empfehlungen des Deutschen Presserates zur Wirtschafts- und Finanzmarktberichterstattung (beschlossen am 02.03.2006).

Die in der FINANZWOCHE enthaltenen Informationen und Angaben stellen keine Anlage-, Rechts-, Steuer- oder sonstige Beratung dar und sind nicht als Grundlage für Anlageentscheidungen oder sonstige Entscheidungen zu verstehen. Sie sollten, bevor Sie eine Anlageentscheidung treffen, geeigneten und fachkundigen Rat einholen. Alle Informationen beruhen auf Quellen, die die Redaktion als zuverlässig erachtet. Eine Garantie für die Richtigkeit kann nicht übernommen werden. Sie dienen lediglich der Information und begründen kein Haftungsobligo. Eine Haftung für Vermögensschäden, die auf eigenen Anlageentscheidungen unter einer eventuellen Bezugnahme auf den in der Finanzwoche enthaltenen Informationen beruht, ist ausgeschlossen.

Jedes Finanzinstrument ist mit Risiken behaftet, so dass im schlimmsten Fall ein Totalverlust drohen kann. Die Depotpositionen sollten deshalb so gewählt werden, dass bei einem möglichen Totalverlust das Gesamtdepot nur marginal an Wert verliert.

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. Druck: Im Hause.

Online-Bezugspreis: 120,00 € (Quartal), 210,00 € (Halbjahr) und 390,00 € (Jahr). Printausgabe auf Anfrage. Bankverbindungen: Postbank München (IBAN DE51700100800041035803, BIC PBNKDEFF. Zahlungen für den laufenden Bezug sind im voraus fällig. Kündigungsfrist: 6 Wochen zum Ende des vereinbarten Bezugszeitraums. Abonnement-Vorauszahlungen können nicht erstattet werden.