

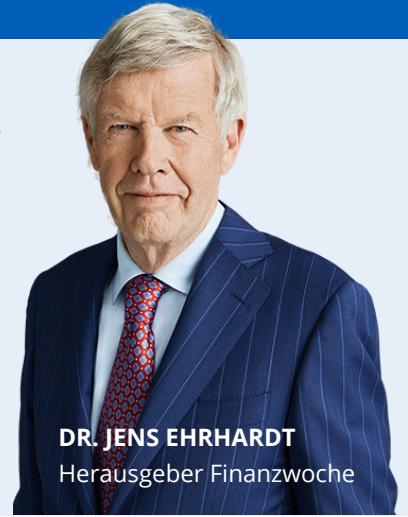
FINANZWOCHE

INTERNATIONALE KONJUNKTUR- UND MARKTANALYSE SEIT 1974

KOMPAKT

ALLGEMEINER MARKTKOMMENTAR

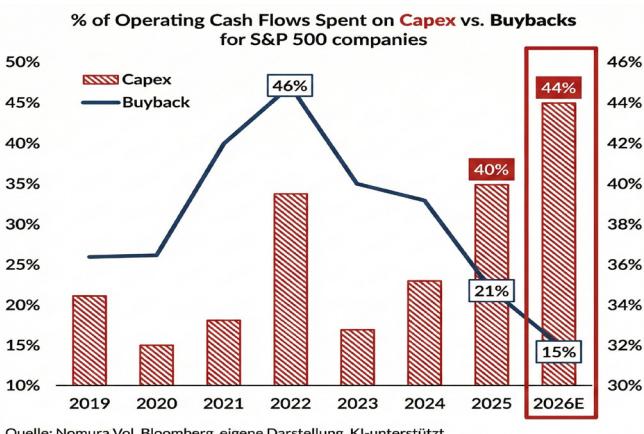
- Die Markttechnik zwar leicht besser, doch hohe US-Hyperscaler-Investitionen schmälern freie Cashflows und dämpfen US-Buybacks (siehe Chart).
- Mit neuem Notenbank-Chef Warsh ab Mai dürfte die FED im 2. Halbjahr Liquidität entziehen (Bilanz-Kürzung), was trotz möglicher Zinssenkungen Konjunktur und später im Jahresverlauf Börsen belasten würde.
- Hohe Bewertungen, markttechnisch ungünstig hohe Privatanlegerkäufe und Rekordzuflüsse in ETFs erhöhen die Korrekturgefahr. Bitcoin-Schwäche Indikator für schlechte Liquidität.
- Edelmetalle überkauft, bei FED-Bilanzkürzungen verwundbar, Minen mit Kurspotenzial.
- Europa bleibt relativ günstig bewertet; Deutschland zeigt robuste Auftrags eingänge und Chancen bei Immobilienwerten.
- Value-Aktien relativ stark: Rohstoff-, Banken- (Japan), Öl- und Gas-Titel.
- FMM-Fonds-Kurs 10:1 Split nach fast 2.000% Plus seit 1987 (über 8% p.a.).



DR. JENS EHRHARDT
Herausgeber Finanzwoche

Nach den jüngsten markttechnischen Rückschlägen hat sich die Stimmungslage aufgehellt. Der Januar-Aufwärtstrend sollte sich daher gemäß Saisonrhythmus fortsetzen. Mittelfristig drohen jedoch Risiken: Die Investitionen der fünf großen US-Hyperscaler könnten 2026 über 660 Milliarden Dollar erreichen, bei rund 1,4 Bio. \$ Umsatz. Damit tendieren hier die freien Cashflow-Renditen gegen null. Ohne hohen freien Cashflow sind umfangreiche Aktienrückkäufe jedoch nicht möglich. Buybacks waren – neben hoher US-Staatsneuverschuldung und der Ausweitung der FED-Bilanz – ein Haupttreiber der Wall Street durch eine Heraufsetzung der Kurs/Gewinn-Verhältnisse um über 50% auf historische Hochs.

Mega-Investitionen (Capex) = kaum Buybacks.



Der designierte neue US-Notenbankchef Kevin Warsh hat angekündigt, die FED-Bilanzsumme zu verringern. Das würde schlechtere Liquidität bedeuten und einen der Haupttreiber für amerikanische Konjunktur und Börse schwächen. Ob Warsh an bisherigen Aussagen festhält (FED-Bilanzverkürzung bzw. QT) oder zunächst nur die kurzfristigen Zinsen (deutlich?) senken wird, ist nicht vorhersehbar. Seine Idee, dass künstliche Intelligenz (KI/AI) die größten Produktivitätsfortschritte in der Geschichte bringt und damit zu einem Rückgang der Preise, was dann der FED deutliche Zinssenkungen (auch bei QT) ermöglicht, könnte zwar richtig sein, aber hohe Investitionen könnten kurzfristig selektiv sogar zu Inflation führen.

Edelmetalle und Minen

Edelmetalle sind weiterhin überkauft, mit extrem hohem Abstand zur 200-Tageslinie (siehe Chart, S. 4 und 10). Notenbanken dürften der Schlüssel zur längerfristigen Goldpreisentwicklung bleiben. Bei einer FED-Bilanzkürzung unter Kevin Warsh würden im zweiten Halbjahr allerdings die Edelmetallpreise – ebenso wie die Aktienkurse – tendenziell nachgeben. Goldminenaktien erscheinen gegenüber dem Goldpreis noch zurückgeblieben und dürften steigen, wenn sich der Goldpreis stabilisiert. Sollte Warsh seine Ideen (z. B. Bilanzkürzungen) umsetzen, wäre dies positiv für US-Staatsanleihekurse und den US-Dollar.

Als Monetarist steht Warsh für eine straffe Geldpolitik, die auf Preisstabilität setzt. Bereits 2011 legte er sein Amt als Gouverneur nieder – auch vor dem Hintergrund wachsender Differenzen über das QE2-Programm der FED. Sein Widerstand gegen die expansive Geldpolitik war intern gut dokumentiert. Dieser Schritt unterstreicht seine Überzeugung, dass exzessive Geldschöpfung langfristig Vermögenspreisblasen fördert und die Märkte verzerrt. Analysten rechnen damit, dass Warsh den Leitzins schneller als erwartet in einen Korridor von 2,5 bis 3% senken könnte, gleichzeitig aber die FED-Bilanz konsequent reduziert. Diese Kombination würde die Zinsstrukturkurve versteilen (hohe Anleihezinsen) und möglicherweise zu einer Dollarstabilisierung beitragen.

Volatilität, Bewertungen und Anlegerstruktur

Nicht unerwartet hat die Volatilität an den Aktien- und Edelmetallmärkten zuletzt extrem zugenommen. Wenn Aktienmärkte nahe historischer Höchstbewertungen notieren und die Markttechnik zeigt, dass sowohl private als auch institutionelle Anleger weitgehend investiert sind, überrascht es nicht, wenn die Marktausschläge größer werden. Besonders ausgeprägt waren zuletzt die Käufe der Privatanleger, was in der Vergangenheit häufig ein Hinweis auf Zwischenhochs war. Auch die Käufe in ausländischen Aktien waren ungewöhnlich hoch – oft ein Vorläufer von Börsenkorrekturen. Schwellenländer-Aktien und -Anleihen verzeichneten die höchsten Zuflüsse aller Zeiten. Als Auslöser der jüngsten Verkäufe kommen einfach nur Gewinnmitnahmen in Betracht, möglicherweise aber auch die Nominierung Kevin Warhs zum neuen US-Notenbankpräsidenten ab Mitte Mai.

Obwohl Warsh von Präsident Trump ausgewählt wurde, der sich dringend niedrigere Zinsen wünscht, gilt Warsh aufgrund seiner bisherigen FED-Karriere (sprach sich z.B. 2008 intern für eine baldige Leitzinsanhebung aus) eher als Falke denn als Taube. Allerdings hat er sich zuletzt im Sinne sinkender Zinsen geäußert. Man darf gespannt sein, wie er sich künftig positioniert.

Geldpolitik: Rückblick und Pfadwechsel

Warsh gehört zu jenen, die den Zusammenhang zwischen Geldmengenvermehrung der Notenbank und Inflation betonen. Demgegenüber verfolgte die FED mit ihrem Quantitative-Easing-Ansatz (QE) eher eine keynesianische Politik. In der Finanzkrise 2008 setzte Notenbankpräsident Ben Bernanke alle Hebel in Bewegung, um die Konjunktur mit sinkenden Zinsen und einer Geldschwemme (QE) zu stützen. Auch nach der

Covid-Krise hielt die FED an einer extrem expansiven Linie fest, was zum massiven Inflationsanstieg beitrug und die Spaltung zwischen Inflationsprofiteuren und Kaufkraftgeschädigten verstärkte. Neben der keynesianischen Ausrichtung unterstellte die FED, Inflationserwartungen wären der Haupttreiber der Inflation – eine Annahme, die nach neueren Forschungen umstritten ist. Der Verfasser der FINANZWOCHE hat stets vertreten, dass Inflation gemäß Milton Friedman eine Folge übermäßiger Geldmengenausdehnung ist. Steuert Warsh nun weg von einer Politik, die Inflationsrisiken unterschätzt und keynesianische Ankurbelung bevorzugt, ist das zu unterstützen. Das Problem:

Die von Warsh angestrebte Bilanzverkürzung (also Nettowertpapierverkäufe) dürfte zwar die Inflation bremsen, wegen der verschlechterten Liquidität aber Konjunktur und Börse belasten. Selbst wenn Warsh sich für niedrigere Leitzinsen einsetzt, bedeutet das noch keine Konjunkturankurbelung. Senkt eine Notenbank die kurzfristigen Zinsen, verringert aber gleichzeitig die FED-Bilanz durch Anleiheverkäufe, können die langfristigen Zinsen steigen statt – wie üblich – mit den Kurzläufern zu fallen. Das hätte negative Effekte nicht nur für die US-Konjunktur (z.B. im Bausektor), sondern auch für die Börsen in den USA und international.

Warsh versucht, die Bedenken, die sich zinsmäßig und konjunkturell aus einer Verkürzung der FED-Bilanzsumme ergeben, dadurch zu entkräften, dass er für eine enge Zusammenarbeit zwischen amerikanischer Notenbank und Schatzamt (Treasury) votiert. So plant man z. B. einen Umbau der Staatsverschuldung in Richtung Anleihen (Bills) mit extrem kurzer Laufzeit von z. B. nur einem Jahr. Das hätte den Vorteil, dass die Notenbank hier den Zins niedrig halten kann, was bei den Zinsen auf die Staatsverschuldung zu einer Entlastung führen würde. Heute machen die Zinsen auf die US-Staatsanleihen mit ca. einer Bio. \$ in etwa die Hälfte der Staatsneuverschuldung von gut zwei Bio. \$ aus.

Die langfristigen Zinsen könnten bei solchen Manipulationen der Staatsverschuldung allerdings steigen, und auch der Dollar könnte unter einer Vermischung der Interessen von US-Notenbank FED und Schatzamt (Treasury) leiden. Preisstabilität ist langfristig nur bei einer konsequenten Trennung der beiden Institutionen denkbar. Die Deutsche Bundesbank war hier international Vorreiter einer solchen Stabilitätspolitik, sodass die FED zu Zeiten der DM keine Zinsentscheidung fällen konnte, ohne vorher eine Abstimmung mit der

Bundesbank vorzunehmen. Nicht nur die Franzosen, sondern auch die Amerikaner dürften deshalb über Kohls Entscheidung zur Aufgabe der DM höchst erfreut gewesen sein.

Notenbankpräsident J. Powell hat zwar die Bilanz zurückgefahren (ähnlich wie die EZB), gleichzeitig aber das US-Finanzsystem durch Reverse Repos in Höhe von rund 2,5 Bio. \$ liquiditätsmäßig überversorgt (siehe Chart, S. 10). Eine konsequente Politik des knappen Geldes à la Paul A. Volcker gab es damit de facto nicht. Wenn nach dem Auslaufen dieser Liquiditätsquelle nun unter Warsh die Bilanzsumme durch Anleiheverkäufe weiter vermindert wird, dürfte das unerwartet negative Börsen- und Konjunktureffekte ab dem zweiten Halbjahr bedeuten. Es ist jedoch zu früh, daraus bereits heute Dispositionen abzuleiten. Viel spricht aus dem Zinsblickwinkel dafür, dass das Momentum der aktuellen Börsenaufwärtsbewegung saisonal international bis ins Frühjahr trägt.

Zinsen, Arbeitsmarkt und Zentralbanken

Die US-Arbeitsmarktzahlen waren zuletzt gemischt mit hohen Entlassungen (108.435 Jobs, schlechtester Monat seit 2009). Aber zuletzt sank die Arbeitslosenquote auf 4,5%. Die amerikanischen Langfristzinsen gaben auf 4,16% nach. Vorläufig besteht die Hoffnung, dass die FED ihre Politik wieder leicht mehr Richtung Konjunkturunterstützung (QE) und weg von der reinen Inflationsbekämpfung ausrichtet. Während hohe Aktienbewertungen und ein markttechnisch überzogener Optimismus bremsen, könnten die Börsen international von einem verbesserten monetären Hintergrund (sinkende Zinsen) profitieren. Zwar hat die australische Notenbank als erste größere Notenbank den Leitzins angehoben (von 3,6 auf 3,85%), die meisten Zinsänderungen im ersten Halbjahr dürften international aber Richtung Senkungen gehen. Die große Ausnahme könnte Japan sein.

Japan: Politik, Zinsen, Yen und Aktien

Am 8. Februar fanden in Japan Parlamentswahlen statt, die überraschend deutlich (zwei Drittel Mehrheit) von der ersten japanischen Premierministerin gewonnen wurden. Ähnlich wie in Europa führende Rechts-Parteien setzt Premierministerin Takaichi auf eine harte Linie in der Migrations- und Sicherheitspolitik, einen massiven Ausbau der Militärmacht und Konfrontation mit China (und erntet viel Lob von Trump). Mehr Staats- und Militärausgaben sprechen für höhere japanische Zinsen, die sich bei längeren Laufzeiten in den letzten zwölf Monaten bereits mehr als verdoppelt haben. Die 40jährige Staatsanleihe zum Beispiel verzeichnete einen markanten Zinsanstieg auf über vier Prozent. Erstaunlicherweise führte der massive Zinsanstieg nicht zu einem stärkeren Yen.

Der Nikkei-Index notiert auf historischem Höchststand. Von höheren Zinsen sollten Finanzaktien profitieren, die nach einer Pause zuletzt wieder besonders stark tendierten und oft historische Hochs erreichten. Außerhalb dieser Gruppe sind die Aussichten für japanische Aktien jedoch schwierig. Viel spricht dafür, dass die Leitzinsen im Juni erneut erhöht werden (und bis Mitte 2027 bis 1,5%), was zwar monetären Gegenwind bedeutet, aber immer noch den niedrigsten Realzins weltweit kennzeichnet, was positiv für japanische Aktien ist. Die scharfe Haltung gegenüber China könnte die Konjunktur in Teilbereichen bremsen – nicht nur im China-Export, sondern auch im Tourismus. Sollten höhere Zinsen zu Rückführungen japanischer Auslands- guthaben führen (Japan hält weltweit die höchsten Auslandsguthaben), könnte sich der Yen festigen, was für Exportwerte negativ wäre. Neue Yen-Schwäche will man durch Interventionen verhindern.

Die FINANZWOCHE Kompakt gibt einen Einblick in die ersten Seiten der FINANZWOCHE. Weitere Informationen finden Sie unter www.finanzwoche.de.

IMPRESSUM

Die FINANZWOCHE erscheint bei der FINANZWOCHE Verlags-Gesellschaft für Anlageinformation mbH. Anschrift: Pullacher Straße 24, D-82049 Pullach, Tel. 089/5203770, Internet: www.finanzwoche.de, E-Mail: 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 Finanzmarkterichterstattung. 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.