

FINANZWOCHEN

INTERNATIONALE KONJUNKTUR- UND MARKTANALYSE SEIT 1974

KOMPAKT

ALLGEMEINER MARKTKOMMENTAR

- Japan geht nur von 0,1% Negativ- auf 0,0 bis 0,1% Positivzins. Dies verhindert Yen-Aufwertung & macht Japan weiter zum interessantesten Markt.
- In den USA sind nur zwei Aktien (NVIDIA, Meta) für die Hälfte des Index-Anstiegs in diesem Jahr verantwortlich. US-Aktienkonzentrationen noch stärker als 2000. Vor einem Index-Rückgang könnte es wie 1998/99 noch zu einer Erholung der kleineren Aktien kommen.
- US-Konjunktur hält sich besser als erwartet, was zu Verzögerungen bei Zinsrückgängen führt. Hohe Zinsen sollten eigentlich Wachstumsaktien bremsen & Value-Titel begünstigen.
- China-Geldmenge M1 nur +1,2%. Realzinsen belasten in China (& USA).
- Markttechnik erinnert an Ende 2022 & Anfang 2018. Fondsmanager voll investiert. Öl-Aktien wie Total Energies preiswert & unterinvestiert.
- DJE Kapital AG wird Fondsboutique des Jahres (1. Platz).



DR. JENS EHRHARDT
Herausgeber Finanzwoche

In den nächsten Monaten ist die Entwicklung der Zinssätze entscheidend für die Aktienmärkte. Im Oktober drehten die Börsen nach oben, als die Rendite der 10-jährigen US-Staatsanleihen von 5,0 auf 3,8% fiel. Inzwischen liegt die Rendite wieder bei 4,3% und nach den Anleihekursen bremst dies jetzt auch bei den Aktienkursen. Tatsächlich sind die Märkte – besonders Wall Street – mit einem Kurs/Gewinn-Verhältnis von 23 bis 24 auf die Vergangenheitsgewinne gerechnet (PE 21 auf Zukunftsgewinne) im Vergleich zum heutigen Zinsniveau zu hoch bewertet. Wall Street geht davon aus, dass die Zinsen in diesem Jahr dreimal gesenkt werden (am Jahresanfang ging man noch von sieben Zinssenkungen aus), was dann (allerdings erst später im Jahresverlauf) Rückenwind für die Aktienmärkte bedeuten dürfte. Wie sicher sind aber die kommenden Zinsrückgänge?

Zuletzt stiegen die US-Inflationsraten zweimal hintereinander und besonders die Kernrate ist mit 3,8% noch weit vom Notenbankziel von zwei Prozent entfernt. Das gilt besonders für die Service-Kernrate, die noch bei 5,2% liegt. Zudem sieht es nicht danach aus, dass in den nächsten Monaten eine Entlastung von der wichtigen Energiepreisseite kommt. Zuletzt stiegen die US-Benzinpreise deutlich. Aber besonders die Service-Preise entwickeln sich zuletzt nur seitwärts im Gegensatz zu den bisher stark gefallen Güterpreisen, wo die Kernrate schon unter Null liegt. Damit ist eine

weitere Entlastung von den Güterpreisen eher unwahrscheinlich.

Vor allen Dingen die US-Mietpreise, die zusammen mit den Kosten der Wohnungsbesitzer in der Kernrate über 40% zur Inflation beitragen, entwickeln sich bisher nicht im erhofften Ausmaß abwärts. Berücksichtigt man, dass drei bis vier Millionen Wohneinheiten in den USA fehlen und die Preise für gebrauchte Immobilien schon wieder steigen, fragt man sich, inwieweit die Mietinflation (bzw. die Inflation für den gesamten Service-Bereich) weiter zurückkommen kann. Während man am Jahresanfang noch von einer ersten Zinssenkung im März ausging, scheint es jetzt nicht einmal mehr sicher (Markteinschätzung 60%), dass vor dem Hintergrund der Inflationsentwicklung die erste Zinssenkung tatsächlich im Juni (wie die meisten erwarten) stattfinden wird. Ohne Aussicht auf baldige Zinssenkung dürften die Aktienkurse aber zunächst stagnieren. Das gilt sowohl für die USA, als auch für Europa.

Bisher scheint die europäische Zentralbank nicht von ihrer Tradition abzurücken, erst nach der US-Zentralbank zu reagieren. Bekanntlich folgte die EZB auch der FED mit gehörigem Abstand, als die FED im März 2022 begann, erstmals die Zinsen zu erhöhen. Nachdem beide Notenbanken zu spät auf die Inflation reagierten (mit ihren Zinsanhebungen; in Sachen Liquidität fand in den USA ohnehin keine Inflationsbekämpfung

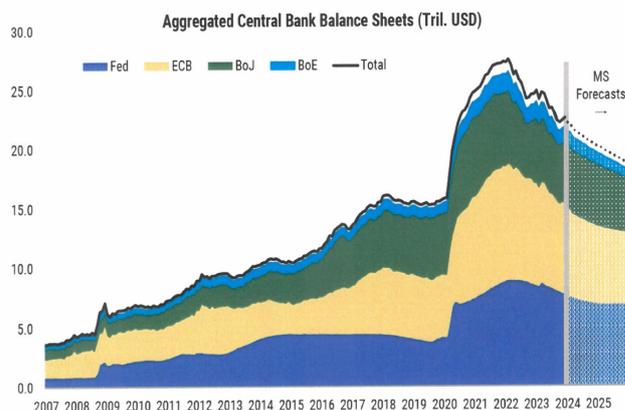
statt), besteht jetzt die Gefahr, dass man mit den Senkungen zu lange wartet. Trotz vereinzelter positiver Überraschungen bei der US-Konjunktur (z.B. mehr neu geschaffene Arbeitsplätze als erwartet, andererseits auch mehr Abwärtsrevisionen für die beiden vorangegangenen Monate) häuften sich zuletzt doch Konjunkturabschwächungsmeldungen. Das gilt zunächst einmal für den sehr wichtigen US-Konsum. Der starken Abschwächung im Januar folgte eine Erholung im Februar unter den Erwartungen. Zwar stützen die bei gut vier Prozent liegenden US-Lohnerhöhungen den Konsum, übersehen wird aber der stetige Abwärtstrend der wöchentlichen Arbeitszeit. Auch der jüngste Anstieg der Arbeitslosenrate auf 3,9% und die Tatsache, dass sich die US-Konsumenten kaum mehr durch noch größere Kreditkartenkredite (Zins 22%!) oder weitere Herabsetzung der Sparquote, die in der Nähe des historischen Tiefs liegt, konsummäßig verausgaben können, wird übersehen.

Die disinflationäre Tendenz dürfte die Gewinnentwicklung der US-Unternehmen belasten. Eine Umfrage bei den kleineren US-Unternehmen (die 70% der Hauptarbeitsplätze in den USA darstellen) ergab, dass man weniger Einstellungen vornehmen will, weniger investieren will, die Lager verringern will und die Gewinnmargen belastet bleiben. Dies dürfte bei vielen Unternehmen mit den billigen chinesischen Importen von Konkurrenzprodukten zu tun haben. Nicht nur die Preise der gebrauchten US-Automobile fallen weiter zurück, sondern auch generell viele Produktpreise. Bei steigenden chinesischen Exporten nach Europa und die USA dürfte dies von Automobilen bis zu Haushaltswaren für all jene Güter gelten, bei denen hohe chinesische Überkapazitäten bestehen. Die wachsende Konkurrenz führt zu fallenden Preisen, was besonders die Hersteller von Elektro-Automobilen betreffen dürfte. Die deutschen Top-Automobilproduzenten aus dem Verbrenner-Sektor dürften hier aber in einer wesentlich besseren Situation sein, als jene, die sich primär auf die Elektro-Autoproduktion konzentrieren, da der Markt für EV-Autos in den USA gesättigt scheint.

Die Weltbörsen dürften voraussichtlich zunächst also nicht durch Zinssenkungen positiv stimuliert werden. Da auch die Notenbankbilanzen weiter programmgemäß vermindert werden (siehe Abbildung), dürfte auch von dieser Seite eher Gegenwind als Rückenwind für die Aktienmärkte zu erwarten sein. Berücksichtigt man, dass neben den Liquiditätshilfen der Notenbank in den USA (0,5 Bio. \$ in der Bankenkrise und 1,8 Bio. \$ durch

Reverse Repos) die US-Konjunktur im Wesentlichen durch das unterwartet hohe Staatsdefizit von sechs Prozent in den USA gestützt und vorangetrieben wurde, so fragt man sich, wie die fiskalpolitische Einflusskomponente auf die Weltbörsen in diesem Jahr sein wird.

Zentralbanken bauen Bilanzsummen ab = Liquiditätsverschlechterung.



Source: National central banks, Morgan Stanley Research forecasts; Note: Forecasts translated to USD based on 2023 FX rate averages.

In Europa wird Deutschland durch die Schuldenbremse weiter fiskalpolitisch deutlich weniger stimuliert als z.B. in den USA durch die dortige Neuverschuldung. Allerdings wird die Konjunktur der Mittelmeerländer durch die exorbitante, früher nicht erlaubte eigene Verschuldung der EU stimuliert. Während Deutschland hier fast nichts (max. 25 Mrd. €) abbekommt, sind die EU-Zuwendungen und Kredite für Länder wie Italien beträchtlich (191 Mrd. € bis 2027). Entsprechend gut (unterstützt durch die rechts-außen Regierung) entwickelten sich die italienische Konjunktur und auch der italienische Aktienmarkt.

IMPRESSUM

Die FINANZWOCHEN erscheint bei der FINANZWOCHEN 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 Finanzmarktberichterstattung. Urheberrecht: Kein Teil der FINANZWOCHEN 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.