

FINANZWOCHEN

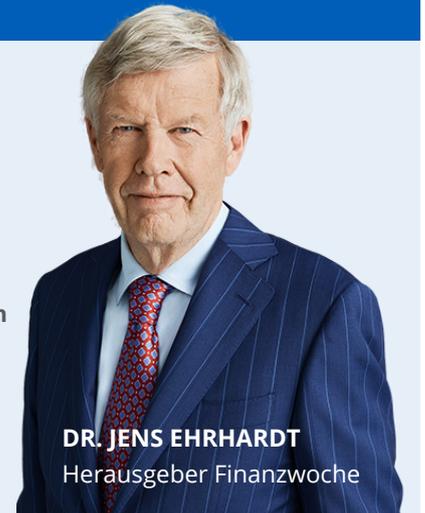
50
Jahre

INTERNATIONALE KONJUNKTUR- UND MARKTANALYSE SEIT 1974

KOMPAKT

ALLGEMEINER MARKTKOMMENTAR

- Kriegsentwicklungen Israel/Iran (bei längerer Dauer) und Russland/Ukraine dürften Börsenentwicklungen in Europa zunehmend bestimmen. Nach Neupositionierung der USA im Ukraine-Konflikt rückt Deutschland mit seiner Mega-Aufrüstung erstmals ins Zielfeld der Russen als Hauptgegner (militärische Führungsmacht in Europa). Angesichts hoher US-Aktienbewertungen und nicht mehr preiswerten Börsen in Europa verschlechtert sich das Aktien-Chance/Risiko-Verhältnis.
- US-Anleihen sind verschuldungsbedingt nicht so aussichtsreich wie sonst in entsprechenden Phasen schwachen Wachstums. Dazu kommt für US-Anleihen das Risiko von steigender US-Inflation durch Zölle und für Europa das Risiko von Konjunkturrückschlägen durch US-Zölle, steigende Öl-Preise und höheren Euro.
- Deutschland müsste eigentlich von starkem Wachstum bei Staatsneuverschuldung profitieren. Die Frage ist, ob Exportnachteile durch US-Zölle überkompensiert werden können. Ebenso verschuldungsbedingte Zinsnachteile (bremst Immobiliensektor). Starker Euro bremst Export.
- Gold- und Kupferaktien nach Kursreaktion aussichtsreich.

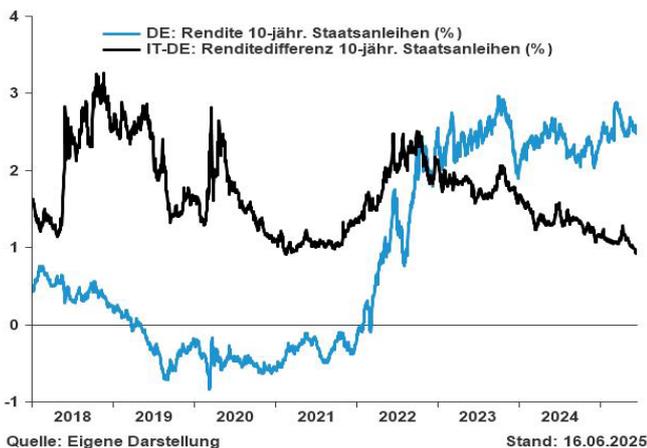


DR. JENS EHRHARDT

Herausgeber Finanzwoche

An den Aktienmärkten leben wir in historischen Ausnahmezeiten. Einem schnellen scharfen Rückgang von fast 20% in Wall Street folgte nach dem "Befreiungstag" im April die stärkste US-Aktienerholung seit 75 Jahren.

Zinsen in Italien fallen zuletzt, während sie in Europa bzw. Deutschland steigen.



Die Erholung war nicht nur besonders stark, sondern auch besonders schnell. Verursacht wird dies einerseits durch politische Ereignisse, andererseits aber auch durch die seit der Finanzkrise 2009 überwiegend sehr aggressive monetäre Politik der US-Notenbank in Verbindung mit (seit Obama) Rekord-Staatsdefiziten außerhalb von Rezessions- oder Kriegszeiten. Die mit Angebot überschwemmten Bondmärkte ("global bond

glut") geben aber erste Anzeichen (besonders in den USA und Japan), dass Liquiditätsschübe zur Lösung von strukturellen volkswirtschaftlichen Problemen (zu hohe Staatsverschuldung) keine dauerhafte Problemlösung sind. Würden wir in fiskalpolitisch normalen Zeiten mit durchschnittlichen Staatsverschuldungsraten leben, hätten die letzten internationalen Leitzinssenkungen bereits zu rückläufigen Anleihezinsen und entsprechender Konjunkturbelebung geführt. Tatsächlich passierte das Gegenteil. Abgesehen von Italien (siehe Graphik) stiegen die langfristigen Zinsen trotz Notenbankzinssenkungen und schwächerer Weltkonjunktur.

Zu diesen volkswirtschaftlichen Problemen kommen jetzt auch zunehmend politische Probleme auf die Weltbörsen zu. Im Gegensatz zu den bisherigen Israel/Iran-Auseinandersetzungen könnte sich die heutige Lage zu einem längerfristigen Krieg ausweiten. Wegen der Auswirkungen auf den Öl-Preis hat dies eine andere Dimension als der Gaza-Konflikt, der die Weltbörsen praktisch nicht beeinflusste. Dazu kommt die völlig ungelöste Situation im Russland-/Ukraine-Krieg, wo die teilweise Zerstörung der russischen Nuklearbomberflotte ebenso wie die europäische Erlaubnis an die Ukraine, Langstreckenwaffen einzusetzen, weiteres Öl in das Kriegsfeuer gegossen hat. Man kann nur zu dem Schluss kommen, dass Russland zunehmend zerstörerische Waffen bis hin zu Nukleareinsätzen bei Fortführung der bisherigen Tendenz einsetzen wird, wobei

die USA aus heutiger Sicht nicht eingreifen würden, was auch die Schutzlosigkeit Westeuropas offenlegen würde.

Andererseits wächst die Gefahr, dass die USA in den Konflikt im Mittleren Osten hineingezogen werden könnten. Pessimisten gehen davon aus, dass China die Zuspitzung der kriegerischen Ereignisse in der Welt zu einem Schlag gegen Taiwan nutzen könnte, was zum nächsten Stellvertreterkrieg führen könnte. Obwohl dies nur pessimistische Prognosen mit kaum zu schätzender Wahrscheinlichkeit sind, wundert man sich, dass die Weltbörsen (besonders die USA) in der Nähe von historischen Höchstbewertungen mit erwarteten US-Kurs/Gewinn-Verhältnissen von 22 notierten.

Erfreulich ist zwar, dass für Deutschland nach der Null-Wachstumsprognose jetzt auch Voraussagen mit 0,4% Wachstum für dieses Jahr abgegeben werden. Ob allerdings die deutschen und europäischen Unternehmensgewinne so steigen werden, wie die Aktienkurse in den letzten Monaten, erscheint zweifelhaft. Zu den wachsenden politischen Unsicherheiten kommen die wachsenden Unsicherheiten hinsichtlich der Höhe der Zölle, welche die USA für europäische Ausfuhren in die USA verlangen werden. Das sind Faktoren, die sich im Hinblick auf ihren politischen Charakter jeder Prognose entziehen. Dazu kommt aus wirtschaftlicher Sicht der Negativeinfluss des gestiegenen Euro für die europäischen Exportgewinne. Erste Analysen gehen inzwischen von weniger als drei Prozent Gewinnplus für die europäischen Gewinne in diesem Jahr aus. Also wesentlich weniger als die z.B. in Deutschland um ein Fünftel gestiegenen Aktienkurse in diesem Jahr.

SAP berichtete bereits, dass der Dollarrückgang wegen vorgenommener Absicherungen in diesem Jahr nicht schaden würde, wohl aber im nächsten Jahr. Und das gilt für eine Aktie, die bewertungsmäßig erheblich teurer ist als viele der teuersten USA-Silicon-Valley-Wachstumsaktien. Insgesamt hat sich der hohe Abschlag europäischer Aktien gegenüber US-Titeln vom letzten Jahr erheblich auf ein Maß, das im Hinblick auf die Wachstumstärke der großen US-Unternehmen historisch nicht ungewöhnlich war, verringert. Amerikanische Wachstumsaktien werden langfristig mit hoher Wahrscheinlichkeit weiterhin deutlich teurer bewertet sein (bezogen auf den Gewinn) als europäische Aktien, die mehr unter die Value-Kategorie fallen. Amerikanische Wachstumsaktien haben die US-Value-Aktien seit den April-Tiefs um 27% outperformed. US-Value-Aktien

tendierten dagegen dieses Jahr schwach mit einem Rückgang von 15% seit Jahresanfang, während europäische Value-Aktien immerhin sieben Prozent anstiegen.

Nach den Kurserholungen für US-Wachstumstitel und europäische Value-Aktien fragt man sich aber, ob die Bewertungen – gerade vor dem Hintergrund der gegebenen Risiken – in diesem Jahr noch steigen können. In Deutschland steht dem konjunkturell stimulierenden Ausweiten der Staatsdefizite das Problem der kommenden Belastung durch die amerikanischen Importzölle und der gestiegene Euro gegenüber. Da die beiden letzteren Faktoren im Gegensatz zum relativ gut kalkulierbaren expansiven fiskalpolitischen Faktor schwer voraussagbar sind, ist es auch kaum abschätzbar, ob für Deutschland die positiven oder negativen Konjunkturfaktoren überwiegen werden. Sicher ist jedenfalls, dass hohe Staatsdefizite konjunkturstimulierend sind, auch wenn sie längerfristig Nachteile mit sich bringen.

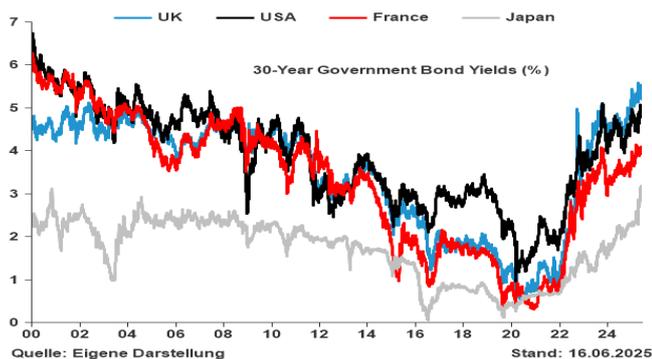
Im Grunde opfert Deutschland seinen Hauptkonjunkturvorteil in Europa – die nach der Schweiz niedrigsten Zinsen – durch ein Herauffahren der Staatsverschuldung auf europäisches Durchschnittsniveau. Man erinnert sich daran, dass Roosevelt durch die amerikanische Aufrüstung im Zweiten Weltkrieg die seit der Weltwirtschaftskrise 1929/32 permanent problematisch hohe US-Arbeitslosigkeit beseitigen konnte. Vor der Kriegsaufrüstung hatten alle primär sozialistischen Initiativen und Staatsstimulierungen (New Deal) zu keiner entscheidenden Verringerung der hohen US-Arbeitslosigkeit geführt. Es waren aber nicht die Militärausgaben, sondern die hohen Staatsdefizite, welche die Arbeitslosigkeit beseitigten. Man hätte auch mit Infrastrukturinvestitionen den gleichen Effekt erzielt, wenn man die Staatsdefizite nur auf historische Rekordniveaus angehoben hätte. Man könnte also eine deutsche Konjunkturbelebung auch mit Nicht-Rüstungsausgaben herbeiführen, wenn die Staatsdefizite nur hoch genug wären.

So positiv die kurzfristigen Konjunkturreffekte durch hohe Staatsschulden sind, so gibt es hauptsächlich den längerfristigen Hauptnachteil von einem höheren Zinsniveau als bei niedriger Neuverschuldung. Dazu kommt, dass in Europa zunehmend eine Fiskalunion angestrebt wird, wobei wirtschaftlich (bisher) gesunde Nationen für hochverschuldete Nationen (Frankreich, Italien) haften. Entsprechend wurden hier immer in den letzten Jahren italienische Staatsanleihen empfohlen, die als einzige (siehe Graphik, S. 1) in Richtung fallende

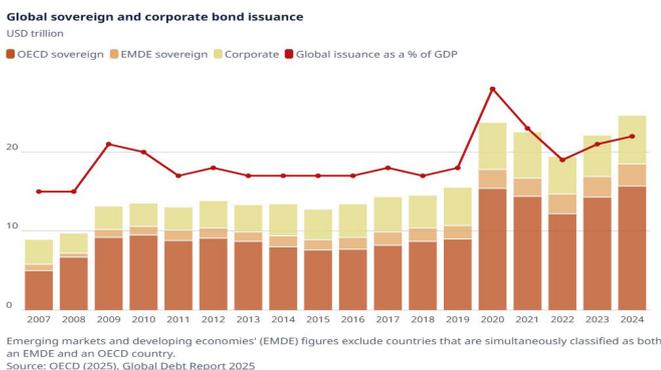
Zinsen (und nicht wie sonst generell steigende) tendieren.

Hinzu kommt, dass Italien unter seiner Ultra-Rechts-Regierung versucht, die Wirtschaft zu beleben, was auch vor dem Hintergrund der hohen Zuflüsse von EU-Geldern bisher gelungen ist. Dazu steuert Meloni einen opportunistischen Kurs zwischen EU und Trump (war als einziges größeres EU-Staatsoberhaupt bei der Trump-Amtseinführung). Französische Staatsanleihen bringen inzwischen etwa gleiche Zinsen (3,3%) wie griechische Staatsanleihen und der Zinsabstand zwischen deutschen und italienischen Anleihen im 10jährigen Bereich ist bis auf 0,8% geschrumpft (siehe Chart, S. 1 und unten). Aus dieser Sicht dürfte die Zeit für Gewinnmitnahmen bei italienischen Bonds gekommen sein. Der griechische Aktienmarkt ist jetzt vor Polen der bestperformende Aktienmarkt in diesem Jahr.

International steigende Zinsen durch hohe Verschuldung.



Verschuldungsbedingt starker Angebotszuwachs von Anleihen (Global Bond Glut).



Besser als alle Anleihe- und Aktienindizes hat in den letzten Jahren das Gold abgeschnitten. Inzwischen macht Gold 20% der Währungsreserven der weltweiten Zentralbanken aus. Der Euro nur noch 16% und der US-Dollar nur noch 46%. Der Anstieg des Goldes im

Verhältnis zum Rückgang des Anteils des US-Dollars ist besonders augenfällig seit dem unter Biden begonnenen Handelskrieg USA gegen Russland im Zuge des Ukraine-Kriegs. Seitdem kann Russland nicht mehr über seine Währungsreserven verfügen. Putin hatte dies bereits vorausgesehen und den russischen Bestand in US-Staatsanleihen vollständig in Gold vor dem Krieg getauscht. Um einem ähnlichen Schicksal zu entgehen, haben zahlreiche Zentralbanken des globalen Südens seitdem Gold gekauft, was sich als Hauptursache für den Goldpreisanstieg herausgestellt hat.

Früher waren amerikanische Gold-ETFs die Hauptgoldpreistreiber, in den letzten Jahren haben US-Anleger aber US-Wachstumsaktien wie die Magnificent 7 bzw. indirekt diese Aktien über ETF-Käufe beim Vermögensaufbau vorgezogen. Die Hauptgoldkäufer, die Notenbanken des globalen Südens, haben sich in der Regel nicht als Käufer geoutet, man weiß aber, dass ein Großteil der jährlichen Goldkäufe auf diese Gruppe entfällt. 81% der Notenbanken haben bei einer Befragung angegeben, dass sie damit rechnen, dass die Notenbank-Goldreserven bis 2026 steigen bzw. 29% wollten in den nächsten zwölf Monaten kaufen (Hoch seit erster Befragung 2018). Heute halten die Zentralbanken global 36.000 Tonnen Gold. Gold war bei den Zentralbanken Mitte der 60er Jahre mit 38.000 Tonnen die beliebteste Anlage. Danach bauten besonders die westlichen Notenbanken ihre Goldbestände wieder ab. Besonders spektakulär bezogen auf das völlig falsche Timing (die FINANZWOCHE kritisierte die Verkäufe damals deutlich) waren die Goldverkäufe der Schweizer Nationalbank und der Bank von England in der Nähe der Goldtiefstkurse um das Jahr 2000, was einige Beobachter seiner Zeit auf amerikanischen Druck (Ziel Goldpreissenkung) zurückführten. Seitdem hat sich der Goldpreis mehr als verzehnfacht.

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 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.