

FINANZWOCHEN

INTERNATIONALE KONJUNKTUR- UND MARKTANALYSE SEIT 1974

KOMPAKT

ALLGEMEINER MARKTKOMMENTAR

- Markttechnisch stehen die Ampeln noch auf abgeschwächt Grün (Greed. & Fear 42). Bärenmarkt-Rallye weiter (bis Ende August?) möglich.
- Inflationsgründe heute sind andere als in der Vergangenheit. Rückgang der Inflation im nächsten Jahr sehr wahrscheinlich. Dann auch wieder expansive FED.
- Wachstum wird sich deutlich verlangsamen. Rezession in USA und Europa ist inzwischen Konsensus.
- Immobilienpreise zinsbedingt und aufgrund hoher Bewertung der Immobilien international gefährdet.
- Techwerte profitieren von Zinsrückgängen. Chinesische Techwerte zwar unterbewertet, aber politisch gefährdet. Hong Kong beim Kurs/Buchwert so günstig bewertet wie selten zuvor.
- Geopolitisch keine Aussicht auf schnelle Entspannung im Ukraine-Konflikt.



DR. JENS EHRHARDT
Herausgeber Finanzwoche

Man sollte sich nichts vormachen: Mit der generell positiven Aktientendenz, wie wir sie im "Goldilocks"-Zeitalter seit 2009 erlebt haben, ist es vorbei, solange die Inflation hoch bleibt und die FED bremsen muss. Hier sind allerdings auch positive Entwicklungen zu beobachten: Von Öl bis zu den meisten Rohstoffen liegen die Future-Preise (z.B. auf ein Jahr gerechnet) deutlich unter den heutigen Preisen. Der für die amerikanische Bauwirtschaft wichtige Holzpreis war schon 70% höher und trotz des Krieges ist z.B. der Palladium-Preis um bis zu 40% gefallen (Russland steht für ca. 40% der weltweiten Palladiumproduktion). Niedrigere Inflationsraten würden eine Zinsentspannung bzw. niedrigere Zinsen fördern. Das wäre positiv für US-Wachstumsaktien (NASDAQ), die unter dem zurückliegenden Zinsanstieg am meisten litten. Aber auch hier sollte man sich eher auf die großen Qualitätswerte konzentrieren, als die zuletzt wieder gestiegenen, nicht profitablen kleineren Aktien zu favorisieren.

Man fragt sich, ob die Inflations Tendenzen ähnlich wie in den 1970er Jahren über ein Jahrzehnt anhalten werden (und die FED nicht lockern kann) oder nicht. Hier war schon wiederholt ausgeführt worden, dass ein Vergleich mit dieser Periode nur teilweise zutrifft. Zwar gibt es inzwischen das Argument, dass es heute den Ukraine-Krieg und damals den Vietnam-Krieg gab. Der Vietnam-Krieg war allerdings, was seine wirtschaftliche

Bedeutung, die Grausamkeit und die Millionen-Zahl der Toten (der Westen war damals auf die Killing-Rate 1 : 50 im Verhältnis zu den Kommunisten stolz) nicht zu vergleichen. Heute steigen Öl- und Rohstoffpreise nicht wegen massiv höherer Nachfrage, wie im Vietnam-Krieg, sondern wegen der Sanktionen gegen Russland und der Gegensanktionen. Weniger Angebot auf westlichen Märkten führt zu Preissteigerungen. Anders als in den 1970er Jahren ist auch die US-Lohn-/Preis-Entwicklung. Damals spielten US-Gewerkschaften eine wichtige Rolle, anders als heute. Wichtig ist auch die Tatsache des Zusammenbruchs der Bretton-Woods-Vereinbarung, was zu starken inflationstreibenden Abwertungen des Dollars führte. Also das genaue Gegenteil zur Periode der heutigen Dollarstärke. Die Globalisierung mit ihren Angeboten von billigen Massengütern aus Schwellenländern gab es noch nicht. Trotz heutiger Deglobalisierungstendenzen hält dieser Faktor die Preisentwicklung bei Gütern im Zaum.

Die Kombination von Konjunkturbremmung bei Rekordverschuldung dürfte ganz anders sein als in der bisher schärfsten Bremsphase unter Paul Volcker, als die Verschuldung bei Haushalten, Unternehmen und Staat in den USA im Gegensatz zu den jetzt sehr hohen Werten noch keine Rolle spielte. Verglichen wird die heutige Inflationsproblematik mit dieser letzten Phase sehr hoher US-Teuerung in den 1970er Jahren. Damals

verlor der US-Dollar anders als heute zweistellig im Gegensatz zum heutigen massiven Anstieg, der aus geopolitischer Sicht und im Hinblick auf die schärfste Anti-Inflationspolitik im internationalen Vergleich im Trend noch nicht zu Ende sein wird.

Wobei zu erwähnen ist, dass die Dollarstärke eine relative Betrachtung ist. Relativ zu anderen Währungen ist er stark. Real betrachtet, wenn man also die Kaufkraft berücksichtigt, dann bleibt auf lange Sicht nicht viel übrig. Die Graphik auf Seite 10 zeigt, wie eine Währung über die Jahre massiv an Kaufkraft verlieren kann. Das wird auf der Chart für die 1940er und 1970er Jahre deutlich mehr als in den 1960er Jahren. Heute wird dem Notenbank-Präsidenten der 1970er Jahre, Arthur Burns, wegen einer angeblich viel zu lockeren monetären Politik ein Teil der Mitschuld an der damaligen Inflation gegeben. Aber es ist keineswegs sicher, dass die Politik der US-Notenbank mit ihren damals anders als heute hohen Zinsen der Haupt-Inflationstreiber war. Es waren eher zu hohe Nachfrage und die destabilisierten Inflationserwartungen der Konsumenten sowie die steigende Umlaufgeschwindigkeit des Geldes, die wichtige Inflationstreiber waren. Heute steigt aber weder die Umlaufgeschwindigkeit, noch nimmt die Kreditgewährung massiv zu.

Nicht nur in den USA, auch international haben sich die Zuwachsraten der Geldmenge zurückgebildet, was gegen eine langfristige Periode hoher Inflationsraten spricht. Die angesprochenen Probleme an den Rohstoffmärkten und die zunehmenden Deglobalisierungstendenzen dürften zwar zu einem höheren Inflationssockel als in der Vergangenheit führen, jedoch spätestens ab 2024 nicht in Inflationsraten über 3% münden. Fazit: Konjunktur- und Verschuldungsprobleme könnten in den nächsten Jahren eine größere Rolle spielen als die heute im Vordergrund stehende Inflationsangst. Eine langfristige Inflationsperiode wie in den 1970er Jahren ist unrealistisch.

Die höchste Inflation seit den 1970er Jahren war der Grund für den Rekordabsturz bei Anleihen (zum Teil im historischen Rekordausmaß) und Aktien (der breite Russell 2.000 Index in den USA fiel um 30%). Jetzt könnte ein Punkt gekommen sein, an denen die Märkte Hoffnung schöpfen, dass die Inflationsprobleme in den Kursen weitgehend eingepreist sind. Jedenfalls scheinen die US-Anleihemärkte bei kurzen wie langen Laufzeiten den erwarteten Zinsanstieg bis Ende des Jahres schon vorweggenommen zu haben. Nimmt man

dann noch den Rekord-Pessimismus für Anleihen und die sehr hohe Anleihevolatilität als Stimmungsbarometer, so ergeben sich von der markttechnischen Seite kurzfristige Anleihe-Kaufsignale.

Vorläufig macht es vor allem aufgrund geopolitischer Risiken durchaus Sinn, bei neuen Investitionen die US-Börse zu bevorzugen. Während lange Zeit festverzinsliche Papiere weltweit inklusive Negativ-Zins den Anleger schädigten (besonders deutsche Anleger und Banken litten sehr unter dem Negativ-Zins bzw. dem Verwahrgeld der Banken, das wohl zum 01.08. endet), gibt es inzwischen in den USA auch für Anleihen mit kurzen Laufzeiten von zwei Jahren etwa 3% Zins. Das ist auch im Vergleich zu chinesischen Anleihen viel (Chart Seite 10).

Nicht nur die US-Teuerung dürfte (neben den Zinsen) konjunkturbedingt ihren Höchststand überschritten haben, sondern auch die US-Gewinnspannen der Unternehmen. Die US-Löhne ziehen wieder deutlich an mit ca. 6% Zuwachs. Die allgemein erwartete gewinnsteigernde Verbesserung der US-Produktivität blieb bisher aus. Einerseits stiegen die Beschäftigtenzahlen deutlich (wobei allerdings auch ein Höhepunkt erreicht sein dürfte), andererseits fiel das annualisierte US-Bruttoinlandsprodukt im 1. Quartal um 1,4% und die Schätzungen für das Wachstum im 2. Quartal liegen bei 1-2%. Wenig volkswirtschaftliches Wachstum und hoher Beschäftigtenzuwachs führen bekanntlich zu schlechter Produktivität. Volkswirtschaftliches Wachstum ist definiert als Produktivität plus Bevölkerungswachstum. Durch den US-de facto-Immigrationsstopp seit Trump und die sinkenden Geburtenzahlen ist auch das US-Bevölkerungswachstum fast zum Stillstand gekommen. Man kann sich ausrechnen, dass die Wachstumsaussichten für die USA in den nächsten Jahren (wie auch in den meisten anderen Ländern) gering sein werden. Goldman rechnet z.B. mit 1,6% US-Wachstum für 2023.

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.