

FINANZWOCHEN

INTERNATIONALE KONJUNKTUR- UND MARKTANALYSE SEIT 1974

KOMPAKT

ALLGEMEINER MARKTKOMMENTAR

- ➔ Finanzbetrüger missbrauchen via KI im Internet den Namen Dr. Jens Ehrhardt. Bundesbank, BaFin und DJE warnten und verfolgen die Betrüger.
- ➔ Börsenstart in ein mit viel Unsicherheit belastetes Börsenjahr. Aufschwung nach 05.11. ging bereits z.T. verloren. Indizes (Russell 2000, Dow Transportation) z.T. schon tiefer. Kurzfristig aber (auch bei Bonds) markttechnische Erholung realistisch.
- ➔ Trump-Politik ist zwiespältig. Einerseits inflationär (Zölle, Lohnsteigerungen durch Begrenzung der Immigration), andererseits deflationär (Musk-Einsparungen und KI von zwei Bio. \$ bzw. sieben Prozent des US-BIP und durch produktivitätssteigernde, deflationäre Massenanzahl von KI). Inflations- und damit Zinssichten entsprechend schwer vorhersehbar.
- ➔ Trump könnte ab 20.01. (Amtsbeginn) für weitere Überraschungen (z.B. im Ukraine-Krieg) sorgen. Japan könnte am 23./24.01. die Zinsen erhöhen, was japanischen Finanzwerten zugute kommen sollte.



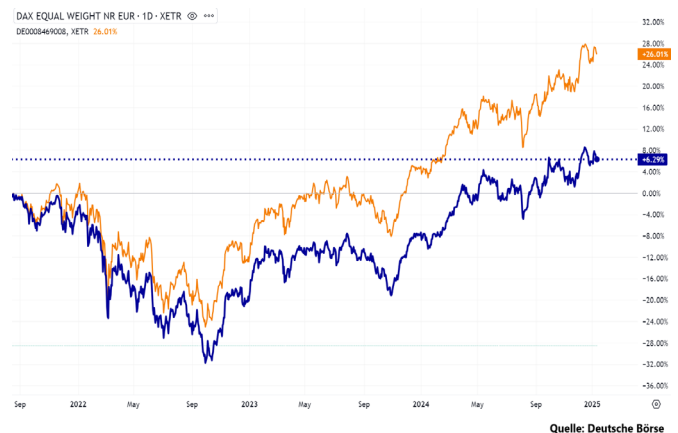
DR. JENS EHRHARDT
Herausgeber Finanzwoche

Das Jahr 2024 war in den USA gekennzeichnet durch den Börsenboom der großen Magnificent 7. Ganz anders in Europa, wo die von der Marktkapitalisierung größten Aktien wie Novo Nordisk, Louis Vuitton, ASML und Nestlé die schlechteste Kursentwicklung seit Langem hinnehmen mussten. Während in den USA der Börsenaufschwung von einer Hausse vieler Technologie-Titel unterstützt wurde, fehlen solche Titel (Technologie, künstliche Intelligenz) weitgehend auf dem europäischen Kurszettel, wo unter den großen Titeln 2024 nur SAP (+75%) positiv herausstach. Die Aktie machte denn auch einen Großteil des deutschen DAX-Anstiegs 2024 aus. Rechnet man die Deutsche Telekom (die rund drei Viertel ihrer Umsätze außerhalb Deutschlands erwirtschaftet) sowie die Turnaround-Situation Siemens Energy heraus, so bleibt nicht viel vom deutschen Index-Anstieg übrig. Ein ehrlicheres Bild des deutschen Marktes gibt die seit Jahren abwärts gerichtete Advance/Decline-Linie oder der mit 50 Aktien breiter aufgestellte MDAX, der nach internationaler Berechnungsmethode – ohne Dividenden – 2024 fast ein Zehntel verlor. Gleichgewichtet (siehe Chart) geht der deutsche Aktienmarkt seit über drei Jahren nur seitwärts.

Wird das Jahr 2025 für Europa besser? Bisher ist die deutsche Arbeitslosenquote zwar auf sechs Prozent gestiegen, aber eine Massenarbeitslosigkeit und Rezession sind bisher ausgeblieben. Dies dürfte weniger mit

der noch stabilen Gesamtkonjunktur (Industrieproduktion aber schon 15% unter Hoch) zutun haben, als mit dem Bemühen deutscher Arbeitgeber in der Hoffnung auf bessere Konjunkturzeiten und aus sozialer Rücksicht möglichst viele Arbeitnehmer möglichst lange zu beschäftigen. Hier dürfte bei vielen Firmen allerdings inzwischen ein Grad erreicht sein, wo die Umsatzrückgänge (bei zyklischen Branchen bis zu 20%) sich nicht mehr durch Kostensenkungen auffangen lassen und wo man 2025 um größere Entlassungen nicht herumkommen wird.

DAX Equal weight (gleichgewichtet, blau) vs. DAX (orange) seit August 2021.



Bezogen auf die Wirtschaft könnte das Jahr 2025 also überraschend schlecht werden und dabei sind deut-

sche Exporteinbrüche verursacht durch Trump'sche US-Importzölle (zehn bis 20 Prozent angedroht) noch nicht einmal einbezogen. Trump will wohl generell allmähliche Zollerhöhungen von zwei bis fünf Prozent pro Monat durchführen.

Konjunktur und Börse sind allerdings nicht dasselbe. 2009 war international abgesehen vom kurzen Covid-Einbruch 2020 das schlechteste Konjunkturjahr (schlechter als das Börsenbaisse-Jahr 2008) seit Jahrzehnten. 2009 war aber ein sehr gutes Börsenjahr, weil weltweit die Konjunkturpolitik mit bisher noch nie gekannten Staatsdefiziten versuchte, eine längere Rezession zu verhindern. 2025 sind Chancen á la 2009 möglich, aber nur, wenn Notenbanken und Staaten stimulieren. China steuerte damals mit Rekorddefiziten gegen, was diesmal aufgrund hoher Altverschuldung schwerer ist. Auch in den USA fällt auf, dass unter den Regierungen Obama, Trump I und Biden ständig steigende gigantische Staatsdefizite zur Konjunkturan-kurbelung eingesetzt wurden. Man fragt sich, wie lange dies weiter möglich ist. Ohne derartige staatliche Konjunkturstützen wäre die US-Konjunktur in den letzten Jahren wahrscheinlich fast so schlecht gewesen wie im Rest der Welt. Also kein "American Exceptionalism".

Trump eilt der Ruf voraus, die Staatsdefizite noch einmal gewaltig zu erhöhen. Auf den zweiten Blick erscheint dies allerdings nicht so sicher wie die Börse heute vermutet. Einmal sind Republikaner tendenziell nicht so ausgabefreudig wie die Demokraten und Trump könnte im Repräsentantenhaus (Mini-Mehrheit der Republikaner von zwei bis vier Stimmen) Schwierigkeiten haben, zu hohe Defizite durchzusetzen. Noch wichtiger ist der Einfluss von Elon Musk. Setzt er wirklich sein Versprechen um und kürzt die Kosten im US-Staatsapparat durch drastische Verminderung der Bürokratie um nicht weniger als zwei Billionen Dollar (US-BIP 2024 gut 29 Bio. \$), so würde dies mit sieben Prozent vom BIP einen negativen deflationären Konjunkturschock für die USA auslösen. Das bisherige Konzept zur US-Konjunkturstimulierung würde dann nicht mehr gegeben sein.

Aus dem monetären Blickwinkel kommt hinzu, dass die USA immer noch einen monetär restriktiven Bremskurs fahren. Der heutige Leitzins der von der Notenbank gesteuert wird, liegt deutlich über dem sog. "natürlichen" Zins (wird bei knapp drei Prozent gesehen), bei dem weder bremsend noch stimulierend von der Notenbank eingegriffen wird. Wenn tatsächlich nur noch

eine Zinssenkung 2025 stattfindet, würde dies bedeuten, dass die FED bremsend auf die Konjunktur einwirken wird. Nach der guten Beschäftigung (Dezember-Arbeitsmarktzahlen waren 100.000 besser als erwartet) dürfte sich die FED in ihrer zuletzt falkenhaften Haltung bestätigt sehen. Ohne neue Staatshöchstverschuldungen würde die Konjunktur auch in den USA wesentlich negativer werden als heute erwartet. Tatsächlich bremst die US-Notenbank immer noch monatlich durch eine Rückführung der Notenbankbilanz (Verkauf von Anleihen bzw. Nicht-Ersetzen von ausgelaufenen Anleihen). Wie die Graphiken (siehe Gesamtausgabe) zeigen, wird sowohl in den USA als auch in Europa aus diesem Blickwinkel immer noch gebremst (Rückführung der Notenbankbilanz).

Am Jahresanfang 2024 hatten sehr viele Prognosen in den USA eine Rezession aufgrund der Bremspolitik der US-Notenbank erwartet. Blickt man in der US-Geschichte zurück, gab es keine starke Notenbankbremsphase, die nicht zu einer Rezession geführt hätte. Die dann doch überraschend gute Konjunktur resultierte zwar hauptsächlich aus der extrem hohen Staatsneuerschuldung, aber zum Teil auch aus jener Tatsache, dass unerwartet die Reverse Repos von weit über zwei Bio. \$ auf zuletzt nur noch gut 100 Mrd. \$ vermindert wurden, was in gleichem Umfang (über zwei Bio. \$) liquiditätserhöhend für das US-Finanzsystem wirkte. Diese am Jahresanfang von allen Prognosen übersehene Möglichkeit führte dazu, dass die Bremspolitik der hohen Zinsen und der FED-Bilanzverkürzung nicht wirkte.

Nachdem die Reverse Repos jetzt aber Richtung Null tendieren, fragt man sich, woher in Zukunft die liquiditätsmäßige Unterstützung für Börse und Konjunktur in den USA kommen soll. Die Tendenz könnte sich sogar umkehren. Frau Yellen finanzierte seit zwei Jahren den Staat hauptsächlich über kurzlaufende Titel (Treasury Bills) mit relativ hohen Zinsen. Dies war zwar teuer für den Staat, aber attraktiv für die Geldmarktfonds. Attraktiv deswegen, weil kurzfristige Anleihen gekauft werden und keine Reverse Repo-Aktionen mit der US-Notenbank gemacht werden (bzw. rückabgewickelt werden).

Sollten nun aber die kurzfristigen Zinsen fallen, ist es auch denkbar, dass die Geldmarktfonds wieder von Treasury Bills auf Reverse Repo-Aktionen mit der Zentralbank umschwenken. Bei solchen Aktionen würde sich die US-Liquidität sogar verschlechtern, da die

Geldmarktfondsbeträge aus dem US-Finanzsystem hin zur FED verschwinden würden. Ob Frau Yellen bei der Aufnahme von Geldern für das Schatzamt weiter auf die hoch verzinslichen kurzfristigen Treasury Bills setzt oder auf längerfristige Titel, wo sich der Staat vorerst keine Gedanken über die Rückzahlung machen muss, ist nicht sicher. Eine Abkehr von Frau Yellens Strategie der Verschuldung in den kurzfristigen Titeln würde wahrscheinlich liquiditätsverschlechternd für den US-Kapitalmarkt wirken. Auffällig ist, dass sich die US-Financial Conditions zuletzt deutlich verschlechterten.

Fazit: Aus monetärer Sicht also doppelte Belastung möglich. Einmal im Hinblick auf das Treasury-Verhalten und andererseits der heutigen Kapitalmarkt einschätzung, dass die Zinsen nur noch um 0,25% herabgesetzt werden (frühestens im März). An den Aktienbörsen ist zweifellos noch immer ein wesentlich stärkerer Zinsrückgang eingepreist.

In den USA ist es also unwahrscheinlich, dass es ähnlich wie 2009 (damals schlechtere Konjunktur, aber trotzdem Börsenaufschwung) zu einer weiterhin sehr positiven Börsenentwicklung kommen wird. Dafür sind einerseits die Aktienbewertungen (Vergangenheits-PE über 25), und die Zinsen zu hoch (10-jährige US-Staats-titel bringen jetzt fast 4,8% Rendite). Andererseits fragt man sich, ob ein Szenario 2008/09 auf Europa und speziell Deutschland zutreffen könnte. Auf der einen Seite sind Aktien in Europa mit dem 13-fachen Gewinn über 40% billiger als in den USA und auf der anderen Seite dürften die schon heute niedrigeren Zinsen stärker zurückgenommen werden als in den USA im Hinblick auf die schlechtere Konjunktur.

Haupt Hoffnung für die europäischen Börsenoptimisten ist ein möglicher Wegfall der deutschen Schuldenbremse. Das wichtigste Konjunkturland in Europa hätte hier einen gewaltigen Schuldenhebel. Deutschland könnte die bestehende Verschuldung verdoppeln und würde dann erst auf dem Niveau Frankreichs sein (auf ca. 120% Schulden vom BIP) sein (siehe Chart, S. 10). Deutschland könnte dann im positiven Fall seine marode Infrastruktur (auch im digitalen Bereich) erheblich verbessern.

Der frühere EZB-Präsident Draghi hat kürzlich vorgeschlagen, dass Europa 800 Mrd. € Gemeinschaftsschulden (fünf Prozent vom EU-BIP) aufnehmen sollte, um Europa in den Bereichen Rüstung und Infrastruktur voranzubringen. Solche Maßnahmen wie Explosion der deutschen Staatsverschuldung und Umsetzung der Draghi-Pläne wären nur möglich, wenn es endgültig zu einem unumkehrbaren Versinken Deutschlands im europäischen Schuldensumpf käme. Dann gäbe es eine Fiskalunion, bei der die Deutschen nicht nur wie bisher für EU-Schulden, sondern auch für die Schulden aller EU-Länder mithafteten würde, was entsprechend höhere Zinsen für Deutschland bedeuten würde.

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.