

FINANZWOCHEN

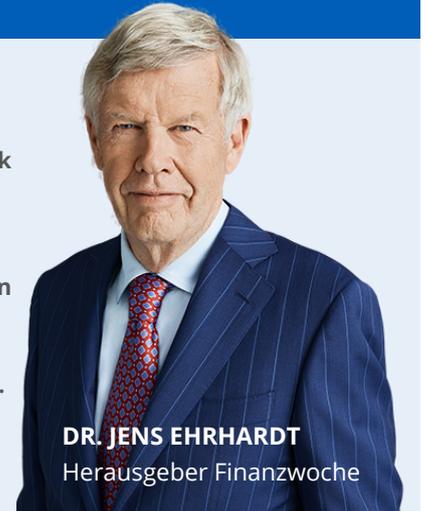
50
Jahre

INTERNATIONALE KONJUNKTUR- UND MARKTANALYSE SEIT 1974

KOMPAKT

ALLGEMEINER MARKTKOMMENTAR

- Positive US-Gewinnentwicklung im vierten Quartal mit +12% gegenüber 8,0% erwartet. Hohe Bewertung, hohe Positionierung und sehr ungünstige Markttechnik dürften aber belasten. Situation ähnlich Ende 2021 vor Rückgang 2022.
- Trump kann allerdings klassische Börsenbestimmungsfaktoren durch Zollpolitik nach oben oder unten stark verändern. Die Musk-Massenentlassungen könnten den Konsum, aber auch die Staatsdefizite nach unten bringen. Wie bei den Zöllen ein schwer einzuschätzender Faktor für Börse und Konjunktur.
- Gewinnentwicklung in Europa überraschend gut. Markttechnik besser als in den USA. Europaabkopplung aber nicht dauerhaft, wenn es zum Zollkrieg kommt.
- Öl- und Gaspreise börsenselektiv positiv. Weiterer deutscher Gaspreisanstieg wegen nur noch 49% Gasspeicherfüllung (72% vor 12 Monaten). Ab 40% kritisch.
- Goldanlage immer mehr geopolitikbestimmt. Chinesische Lebensversicherungen dürfen erstmals Gold kaufen, ab Jahresende sogar Bitcoin.
- Beste deutsche Aktien im Januar Zement- und Finanztitel.



DR. JENS EHRHARDT
Herausgeber Finanzwoche

Nicht unerwartet im Hinblick auf Bewertung und Positionierung der Anleger entwickelt sich Europa in diesem Jahr besser als die USA. Der MSCI Europe stieg in Dollar gerechnet um gut sieben Prozent während der MSCI USA-Index gut zwei Prozent anstieg. Auch seit der Trump-Wahl im November 2024 stieg der Europa-Index stärker als der S&P 500. Das relativ schwächere Abschneiden der US-Aktien folgt einer Phase der extremen Zuflüsse in den US-Aktienmarkt durch Käufe von Amerikanern, besonders Kleinanlegern wie im Januar 2022, aber auch Ausländern. Die historischen Rekordzuflüsse überbieten die bisherigen Rekordzuflüsse aus dem Jahre 2021. Generell gibt es zahlreiche markttechnische Parallelen zwischen 2021 und 2024 im Hinblick auf die Positionierung der Anleger (Überinvestition) und im Hinblick auf die Stimmungsindikatoren (jeweils extremer Aktienoptimismus). 2022 war ein Baissejahr.

Hinzukommt, dass sich zuletzt auch die wichtigen Liquiditätsindikatoren verschlechtern. Die Hauptliquiditätsquelle für den US-Aktienmarkt war in den letzten zwei Jahren das Herunterfahren der Reverse Repos um über zwei Bio. \$. Diese Liquiditätsreserve ist auf 85 Mrd. \$ geschrumpft. Auch die liquiditätserhöhenden Transaktionen des US-Schatzamtes (Treasury) sind nicht mehr gegeben. Auch die Anzahl der erwarteten US-Zinssenkungen ist weiter zurückgegangen. Zunächst hatte man im letzten Jahr sechs Zinssenkungen, dann drei und zuletzt nur noch eine Zinssenkung um 0,25% erwartet.

Hintergrund sind die anhaltend guten US-Konjunkturdaten. Zwar ging die Anzahl der neu geschaffenen Arbeitsplätze im letzten Monat auf 143.000 zurück (erwartet 169.000), aber die beiden Vormonate wurden um zusammen 100.000 Arbeitsplätze nach oben revidiert, sodass die US-Zentralbank weiterhin keine Notwendigkeit sieht, die US-Konjunktur durch Zinssenkungen zu unterstützen. Auch die Lohnsteigerungen um 0,5% gegen Vormonat lagen über den Erwartungen mit 0,3%. Am Terminmarkt wird jetzt die höchste Wahrscheinlichkeit für die nächste Zinssenkung erst im September eingepreist. Die Notenbank hält sich auch deshalb zurück, weil die Höhe kommender US-Zölle auf Einfuhren weiter ungewiss ist. Zölle würden die Inflationsrate nach oben drücken und die Zentralbank in ihrer vorsichtigen Haltung bei Zinssenkungen und Liquiditätserleichterungen bestärken.

Bei der Frage der US-Importzölle irritiert die US-Börsen das ständige Hin und Her zwischen angekündigter Zollerhebung und Streichung solcher Maßnahmen. Zuletzt kündigte Trump an, dass er genauso viele Zölle erheben werde, wie das Ausland an Importzöllen auf US-Waren erhebt. Danach dürfte es unwahrscheinlich sein, dass die zunächst angekündigten und dann um einen Monat verschobenen 25%-Zölle gegenüber Mexiko und Kanada (die Hauptimportländer der USA) überhaupt erhoben werden. Am ehesten sind kommende größere Zollerhebungen gegenüber Europa realistisch, da

Europa selbst deutliche Importzölle (z.B. zehn Prozent bei Autos) erhebt. Würden die USA ähnliche Importzölle erheben, könnten europäische Autos, aber auch andere Waren wahrscheinlich am meisten betroffen sein.

Das ist ein Faktor, der die zuletzt relativ gute Entwicklung der europäischen Börsen bremsen könnte. Trotzdem ist es realistisch, dass im weiteren Jahresverlauf Europa besser abschneidet als Wall Street.

Tobin Q: Gefährlich hohe Substanzbewertung der US-Aktien.



Generell gab es zwar noch nie eine längerfristige Abkopplung der europäischen Börsen vom US-Trend, aber genauso wie es seit der Finanzkrise eine extreme Outperformance der US-Aktien gegenüber europäischen Titeln gab, ist es denkbar, dass zumindest kurz- bis mittelfristig europäische Aktien besser abschneiden bzw. ein Teil ihrer Abschläge wieder aufholen. Hintergrund ist einmal die im Durchschnitt (unterschiedliche Gewichtung der Sektoren) rund 40% niedrigere Bewertung bezogen auf den Gewinn. Bei den Kurs/Buchwert-Verhältnissen, also der wichtigsten Substanzkennzahl sind europäische Aktien sogar nur ein Drittel so teuer wie US-Aktien. Dies ist bei Technologie-Aktien sicherlich gerechtfertigt im Hinblick auf bessere Gewinnentwicklung. Aber auch wenn man die Substanzbewertung amerikanischer Aktien nicht gegenüber Europa, sondern im historischen Vergleich misst, so zeigt sich, dass Substanzkennzahlen wie z.B. Tobin's Q (siehe Graphik) eine seltene Überbewertung amerikanischer Aktien aus dem Substanzblickwinkel (bezogen auf den Wiederbeschaffungswert der Anlagen) darstellen.

Klassische Faktoren wie eine bevorstehende Bremspolitik der Notenbank liegen allerdings weder in den USA noch in Europa (ganz im Gegenteil!) vor, sodass eine allgemeine Aktienbaisse voraussichtlich trotz der Zollfrage und anderer politischer Unwägbarkeiten kaum in Sicht

ist. Die markttechnischen Faktoren lassen aber besonders in Wall Street eine Korrektur der Notierungen erwarten. Die US-Markttechnik erinnert sehr an eine vergleichbare Situation Ende 2021. Damals wie heute liegt eine Phase von Rekordzuströmen in Aktienfonds und von Aktienkäufen (besonders von Kleinanlegern) hinter uns. Die Stimmungsindikatoren zeigten noch vor kurzem Rekordoptimismus (Fear-and-Greed-Indikator fiel von über 70 auf unter 30). Es tun sich Divergenzen auf: S&P 500-Index gegenüber der Advance/Decline-Linie der NYSE oder dem Kursverlauf von US-Hochzinsanleihen, die ein guter Liquiditätsspiegel sind. Das Put/Call-Ratio (in der Regel ein guter Timing-Indikator) liegt besonders in seiner 25-Tage-Glättung sogar auf niedrigerem Niveau als am Beginn des Baisse-Jahres 2022 und ist weit entfernt von Kaufsignalen wie z.B. Anfang 2023 oder noch einmal im Herbst 2023. Die Insiderverkäufe lagen im Januar auf Rekordniveau. Die Anzahl der Baisse-Engagements liegt auf Rekordtief. Wenn Vorsicht in Form von Baisse-Engagements fehlten und Optimismus sowie Positionierung von Privatanlegern bis zu Fondsmanagern extrem hoch ist, ergibt sich im Allgemeinen für die Börse ein sehr schlechtes Chance/Risiko-Verhältnis.

In Europa dagegen sollte der monetäre Faktor ein wichtiger Rückenwind bleiben. Die europäische Zentralbank senkte nicht nur erwartungsgemäß den Zins um 0,25% (während die FED den Zins unverändert ließ). Das Besondere ist, dass Frau Lagarde von ihrer bisherigen Politik, die Notenbankstrategie je nach zukünftiger volkswirtschaftlichen Daten anzupassen, abrückte. Man ist nicht mehr "data dependend", sondern Frau Lagarde kündigte gleich weitere Zinssenkungen für den Jahresverlauf an. Realistisch sind der 6. März und der 17. April. Das ist ungewöhnlich und spiegelt die äußerst schlechte volkswirtschaftliche Entwicklung in Europa in jüngster Zeit und voraussichtlich in der absehbaren Zukunft. Die Strategie der EZB ist also gegensätzlich zur Politik der Deutschen Bundesbank zu DM-Zeiten. Wenn man so deutlich wie Frau Lagarde weitere Zinssenkungen ankündigt, dürfte dies eine längerfristige Schwächetendenz des Euros einleiten. Das gilt besonders für den Fall des Endes der deutschen Schuldenbremse. Die nächste deutsche Regierung wird hier handeln. Die Folge dürfte ein Dammbbruch beim Euro Richtung Schwachwährung sein.

Zwar ist der US-Dollar kurzfristig markttechnisch übergekauft (Oszillatoren oben, Optimismus sehr hoch), aber der mittelfristige Trend dürfte Richtung

Euroschwäche gehen, da die EZB mit ihrem im Vergleich zu den USA starken Zinssenkungen die Konjunktur stützen muss. Ob eine Euroabwertung allerdings die Wettbewerbsfähigkeit Europas wesentlich verbessert, ist noch nicht sicher. Als sicher kann aber gelten, dass die europäische Inflation durch die Zinssenkungen wieder erhöht wird.

Besonderen Druck auf Zinssenkungen machten Frankreich und Italien. Frankreich hat (neben den USA) die höchste Staatsneuerschuldung aufzuweisen (Befürchtungen gingen in letzter Zeit Richtung sieben Prozent vom BIP) und trotzdem entwickelt sich die Konjunktur nur unwesentlich besser als in Deutschland, wo praktisch kaum Neuverschuldung herrscht. Eigentlich müsste eine Konjunktur boomen, wenn man historische Höchststände in der Neuverschuldung zulässt. Es ist also ein besonderes Schwächezeichen für die französische Konjunktur, wenn die fiskalpolitischen Anreize wirkungslos bleiben. Steuererhöhungen dürften die Gewinne ca. drei Prozent senken.

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.