

FINANZWOCHEN

INTERNATIONALE KONJUNKTUR- UND MARKTANALYSE SEIT 1974

KOMPAKT

ALLGEMEINER MARKTKOMMENTAR

- Europäische Börsen bewertungsmäßig im Niemandsland. Zinssenkung am 6. Juni um 0,25% eingepreist. Markttechnisch sind Börsen belastet (Optimismus, Positionierung). Situation ähnelt Anfang 2022. US-Konsum schwächtelt. US-10-Jahreszins wieder hoch auf 4,59%.
- Fondsbarreserven mit 4% auf 3-Jahrestief. In Europa 3,2% (10-Jahrestief). Milliardenrückflüsse bei US-Immobilienfonds drücken die Preise. 56% der Amerikaner meinen, die Rezession hat schon begonnen.
- In Japan 2024 beste Entwicklung der Unternehmensgewinne mit Schätzungen von +10 bis 15% nach +22% in 2023/24. In China Gewinne der Industrieunternehmen im April 4% über Vorjahr. US-Unternehmensgewinne 2023 um 1% gestiegen und ohne große Wachstumsunternehmen zweistellig im Minus.
- Gold und Kupfer erreichten durch chinesische Käufe Rekordhochs. Kurzfristig markttechnisch überhitzt.

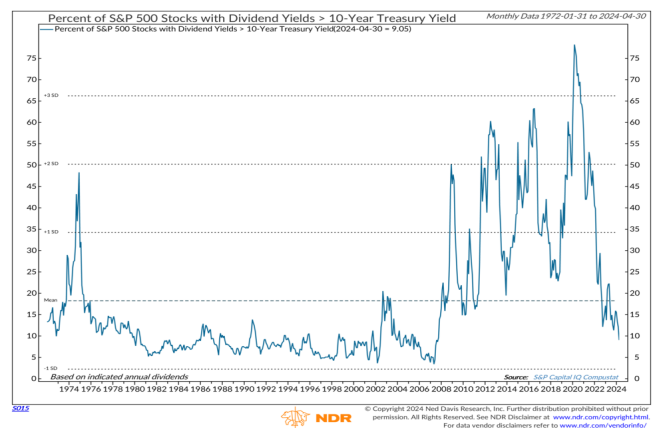


DR. JENS EHRHARDT
Herausgeber Finanzwoche

Den sonst um diese Jahreszeit auftauchenden Börsenspruch "Sell in May and go away" hat man in diesem Jahr bisher kaum gehört. Hintergrund dürfte die seit über einem Jahr bessere Aktienmarktentwicklung sein, als aufgrund der seit Volcker schärfsten Anti-Inflationspolitik in den USA zu erwarten gewesen wäre. Wahrscheinlich sind Börsenprognosen, die eine scharfe Börsenbaisse voraussagen (wonach Sell-in-May richtig wäre) genauso falsch wie Prognosen, die aufgrund kommender Zinssenkungen der Notenbanken einen großen Börsenaufschwung voraussagen. Die Markttechnik ist eher negativ. Auch bewertungsmäßig befinden sich die Börsen im Niemandsland. Das deutsche Kurs/Buchwert-Verhältnis, das bei niedrigen Werten in der Vergangenheit ein guter Kaufindikator und bei hohen Werten ein gutes Verkaufssignal war, befindet sich mit 1,6 genau auf der Höhe des langfristigen Durchschnitts. In den USA ist die Bewertung bezogen auf die Gewinne (noch mehr die Substanz bei Kurs/Buchwert 4,5) zwar hoch, aber wenn man die sieben großen Wachstumswerte, die im letzten Jahr fast die gesamte Börsenentwicklung und in diesem Jahr rund die Hälfte des Anstiegs ausmachten, weglässt, liegen die US-Kurs/Gewinn-Verhältnisse nicht ganz so ungewöhnlich hoch. Zwar sind die guten Zeiten, in denen US-Aktien zu einem nicht unwesentlichen Anteil mehr Dividendenrendite brachten als 10-jährige Staatsanleihen an Verzinsung vorbei (siehe Graphik), aber zwischen 1980 und 2007 (also einer keineswegs schlechten

Börsenzeit) war die Situation nicht viel anders als heute. Zwar ist die US-Dividendenrendite von unter 1,5% (vor allem real) niedrig, aber zusammen mit der Verzinsung, die Anleger durch Aktienrückkäufe erhalten, liegt man dann mit dem sog. Total Shareholder Return doch wieder deutlich über drei Prozent Rendite.

Prozentsatz von S&P 500-Aktien mit Dividendenrenditen über 10-Jahre-Staatsanleiherendite.



Der Hintergrund des Aktienaufschwungs seit Jahresanfang ist die Hoffnung, dass rückläufige Inflationsraten deutliche US-Notenbankleitzinsungen erlauben werden. Nachdem man am Jahresanfang noch sechs Zinssenkungen in den USA vermutete, geht man aktuell mehrheitlich von ein oder zwei Zinssenkungen wahrscheinlich im September und Dezember aus und einige

Notenbankmitglieder hielten wegen anhaltend hoher Inflation (besonders bei der Kernrate) sogar erneute Zinssteigerungen für sinnvoll. Letzteres würde die Aktienkurse mit Sicherheit überraschend stark drücken, denn die bisherigen Kurssteigerungen nahmen ausschließlich erwartete zukünftige Zinssenkungen vorweg. Trotz einiger positiver Überraschungen bei den US-Quartalsgewinnen können die jüngsten Gewinnverbesserungen die Aktienkurssteigerungen dieses Jahres (letztes Jahr Gewinne plus ein Prozent) nicht rechtfertigen. Bei 1,6% Bruttoinlandsproduktwachstum im ersten Quartal waren auch kaum größere Gewinnsteigerungen möglich.

Während die Börsenteilnehmer hauptsächlich auf zukünftige Gewinne im Zuge zukünftiger Zinssenkungen fixiert sind, zeichnen sich andererseits immer mehr Konjunkturbelastungen als Folge der bisherigen Zinssteigerungen ab, die in diesem Zyklus mit großer Verspätung wirksam werden. 76% der US-Haushypotheken müssen bis Ende 2026 erneuert werden (bisher zahlen 57% unter vier Prozent Zins). Tatsächlich zeigen viele US-Konjunkturindikatoren in jüngster Zeit überraschend abwärts (Ausnahme war der S&P Global PMI). Man fragt sich, was für die Börse besser wäre: Eine langsame Abflachung von Konjunktur und Inflation verbunden mit langsamen Zinssenkungen oder schnelle Zinssenkungen in Folge von überraschend deutlich schlechteren Konjunktursignalen und einer drohenden Rezession. Je schneller die Zinssenkungen in der Vergangenheit stattfanden, desto schlechter entwickelte sich die Börse im Hinblick auf Rezessionen (wie z.B. 2001 und 2007). In Zyklen, in denen die FED dagegen die Zinsen langsam fünfmal in zwölf Monaten senkte, stieg der S&P sogar danach um durchschnittliche 24%.

Die gute US-Konjunktur und die überraschend gute Börsenentwicklung dürften weitestgehend der äußerst großzügigen Verschuldungspolitik der US-Finanzministerin Frau Yellen zu verdanken sein. Während Verschuldungsgrößen von 15% des Bruttoinlandsprodukts (Maastricht-Obergrenze bekanntlich drei Prozent) in den USA 2020 zwar so hoch waren wie im Zweiten Weltkrieg, aber im Hinblick auf die Covid-Gefahren begründet sein mögen, war die jüngste Verdopplung der US-Neuverschuldung auf ca. sieben Prozent weder im Hinblick auf die Inflation sinnvoll noch im Hinblick auf die Konjunktursteuerung gerechtfertigt. Wenn nun die Neuverschuldung in diesem Jahr zurückgeht (wonach es aussieht), müsste sich die Konjunktur eigentlich überraschend verschlechtern. Dann wären

auch die Aussichten für die Unternehmensgewinne und die Börsenentwicklung ungünstiger als erwartet. Die US-Notenbank könnte sich dann nicht den Luxus leisten, die Zinsen langsam zurückzunehmen (ein Szenario, in dem in der Vergangenheit die Börse gut abschnitt), sondern müsste überstürzt stark senken, um Konjunktur und Arbeitsmarkt zu stützen, was dem zweiten, oben beschriebenen – ungünstigen – Börsenszenario entsprechen würde.

In einem solchen Fall würden wahrscheinlich auch die sieben US-Aktiengiganten, die inzwischen fast ein Drittel der S&P-500-Börsenkapitalisierung ausmachen und 22% der für 2024 erwarteten Gewinne, die Situation nicht retten können. Zuletzt wiesen die "7 Magnificent"-Großaktien Umsatzsteigerungen von 14% gegenüber Vorjahr aus (gegenüber zwei Prozent für die restlichen S&P 493-Aktien), aber selbst bei den Wachstumsaktien dürfte es im beschriebenen ungünstigen Szenario mit dem überdurchschnittlichen Wachstum vorbei sein. Börsenmäßig dürfte in Zukunft nicht nur die verminderte Neuverschuldung bzw. schwächere fiskalpolitische Konjunkturstimulierung wichtig sein, sondern auch die sich abzeichnende verschlechternde Börsenliquidität. In den letzten zwei Jahren war der Hauptliquiditätsbörsentreiber der Anstich der freien Bankenliquidität durch zwei Billionen Dollar Zusatzliquidität durch die Auflösung von Repo-Investments durch die US-Geldmarktfonds. Inzwischen ist diese Liquiditätszufuhr ins Stocken geraten und hätte auch nur ein theoretisches Restpotenzial von 0,5 Bio. \$.

US-Finanzministerin Frau Yellen steuert nicht nur die US-Neuverschuldung, sondern ist auch in Sachen China-Politik eine der schärfsten politischen Falken der US-Regierung. Sie vertritt auch die massiven Zollerhöhungen in Richtung China. Während die Globalisierung unter dem Strich weltweit zu verbesserter Beschäftigung und erhöhtem Wohlstand geführt hat, bremsen Zölle und Sanktionen der Politiker die Weltwirtschaft und werden zu einer Verminderung des Wohlstands führen. Wirtschaftliche Probleme, die sich aus der Geopolitik ergeben, wird man in der Zukunft nicht ohne Weiteres durch die bewährten Mittel der Vergangenheit wie massive Neuverschuldung plus Zinsrückgang auffangen können. Selbst der für eine chronisch expansive Konjunkturpolitik bekannte amerikanische Ökonom Paul Krugman konnte sich zuletzt nicht entscheiden, ob angesichts der bisher eingetretenen Schuldenexplosion (USA auf dem Niveau Italiens vor wenigen Jahren) eine konjunkturstimulierende Politik der US-Notenbank und

Regierung wirklich angebracht wäre. Die jährlichen Schuldzinszahlungen bei den großen Notenbanken haben sich gegenüber der Vor-Corona-Zeit bis zu verzehnfacht mit Aussicht auf weiterhin extreme Steigerungen (im Hinblick auf die kurze Laufzeit der alten Staatsanleihen mit noch niedrigen Zinsen). Man sollte Staatsverschuldungsprobleme nicht zu dramatisch sehen, da Notenbanken sich bekanntlich unendlich selbst verschulden können, aber wenn im nächsten Jahr ein US-Präsident Trump (wie in seiner ersten Amtszeit) die Staatsneuverschuldung nochmal verdoppelt, könnte es sein, dass dann über steigende Zinsen an den Anleihemärkten doch eine gefährliche Unruhe ins Finanzsystem kommen könnte.

Die Deutsche Bundesbank in ihrer ersten 50-Jahre-Tätigkeit hatte schon recht, wenn sie davon ausging, dass niedrige Neuverschuldung auf die Dauer die besten volkswirtschaftlichen Wachstumschancen mit sich bringt. Für Deutschland als Mitglied im Verschuldungsclub EU ist eine solche Politik allerdings etwas ganz anderes und würde nur dem deutschen Wachstum schaden, wenn alle anderen rundherum ihr Wachstum durch hohe Neuverschuldung stimulieren. Neuverschuldung hilft allerdings nur bei guter Wirtschaftspolitik mit Investitionen in Wachstumsbereiche und nicht bei grüner Politik mit linken Wahlgewinnen. Die Regierung hat ein zweites Wirtschaftswunder versprochen im Hinblick auf die Investitionen im Zusammenhang mit der Klimawende. Schon jetzt zeichnet sich ab, dass dies eine grobe Fehlprognose war. Der ifo-Chef hat bereits deutlich gemacht, dass Aufbau neuer klimafreundlicher teurer Kapazitäten kein Wachstum bringt, wenn alte ökonomische Kapazitäten gleichzeitig geschlossen werden. Tatsächlich braucht Deutschland preiswerte, sichere Energie, die aber durch grüne

Politik unsicher und teuer geworden ist.

Durch schlechte Wirtschaftspolitik verursachtes schwaches Wirtschaftswachstum wird die Europäische Zentralbank auf der nächsten Sitzung am 6. Juni veranlassen, die Zinsen auch vor den USA zu senken. Im zweiten Halbjahr wird es aber angeblich laut EZB keine weitere Zinssenkung geben. Eigentlich sollten bessere Aktienkurse und (wegen der Zinssenkung) ein niedrigerer Euro bzw. steigender Dollar (günstig für den Export) die Folge sein. Allerdings ist die 0,25%-Zinssenkung wohl schon in die Kurse eingepreist. Für Banken und Versicherungen sind niedrigere Zinsen gewinnmäßig ein Nachteil.

In den USA war es richtig, an Wachstumstiteln wie NVIDIA festzuhalten. Der Börsenwert dieser Chip-Aktie liegt jetzt bei 2,6 Bio. \$ gegen 2,5 Bio. \$ für alle deutschen Aktien. Man erwartet von der Einführung Künstlicher Intelligenz bei vielen Unternehmen starke Gewinnsteigerungen. Die Frage ist, ob sich die KI-Investitionen der Unternehmen auch auszahlen werden. Der gewaltige Investitionsschub kostet zunächst einmal, aber ob die erwarteten volkswirtschaftlichen Gewinne hier tatsächlich fließen werden, ist keineswegs sicher. Im Allgemeinen ist es sinnvoll, eine Aktie zu kaufen, wenn die Investitionen niedrig sind, weil dann auch die niedrigen Abschreibungen die Gewinne wenig drücken. Auch bei Fluglinien ist es in der Regel nicht sinnvoll, Aktien zu kaufen in einer Phase hoher Investitionen.

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.