

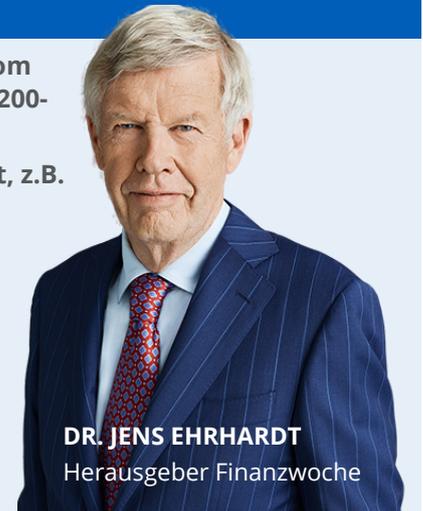
FINANZWOCHEN

INTERNATIONALE KONJUNKTUR- UND MARKTANALYSE SEIT 1974

KOMPAKT

ALLGEMEINER MARKTKOMMENTAR

- V-artige Erholung der Aktienkurse setzt sich fort. Kein Test der Tiefs vom 23.03. NASDAQ fast am historischen Hoch, S&P 500 über steigender (!) 200-Tage-Linie. Value preiswert und holt auf.
- Besonders negativ die Stimmung z.T. in Asien, was technisch positiv ist, z.B. in Südkorea und Japan mit entsprechenden Steigerungschancen.
- Stimmt es, dass wir konjunkturell und börsenmäßig das Schlimmste hinter uns haben, sollte dies wie ab 2009 Gold und Dollar bremsen.
- Erstmals seit 2007 massive Konjunkturstimulierung in Europa sollte Euro-Börsen und Euro relativ zu USA begünstigen.
- Anleihen weiterhin keine Alternative für renditeorientierte Anleger. Deutsche Versorger haben wesentlich besseres Chance/Risiko-Verhältnis (hohe, wahrscheinlich steigende Verzinsung).



DR. JENS EHRHARDT
Herausgeber Finanzwoche

Notenbanken können sich unendlich verschulden. EZB-Chefin Lagarde hat dies in ihrer jüngsten Rede mit der Beteuerung, man werde in Europa eine Finanzkrise auf jeden Fall verhindern können, klargemacht. Auch die USA haben sich hier Draghis "Whatever it takes"-Motto angeschlossen. Die US-Geldmenge M1 expandiert mit einer Jahresrate von inzwischen weit über 100%, was historisch einmalig ist. Anders als in der Finanzkrise, als man erst nach langer Aktienbaisse im Oktober 2008 anfang, massiv den Geldhahn aufzudrehen, hat die FED diesmal viel früher und viel stärker stimuliert. Entsprechend vollziehen die Aktienmärkte die hier favorisierte V-artige Erholung, an die weder der US-Notenbank-Präsident bisher glaubt, noch 90% der Investment-Fonds-Manager, wenn man nach der jüngsten internationalen Fondsmanager-Umfrage geht.

Gestiegen waren bisher im Wesentlichen die Aktien, die von der Corona-Krise sogar profitierten, also die amerikanischen Internet- und Gesundheitsaktien sowie ausgewählte Konsumtitel. Die sogenannten FAANG-Aktien der fünf größten US-Tech-Titel liegen sogar fast 20% über Jahresanfang. Hier haben die Anleger Milliarden Dollar Gewinne gemacht, während die Mehrzahl der S&P-Unternehmen ca. 15% unter Jahresanfang notiert. Auch beim Rest der kleineren ca. 3.000 US-Aktien betragen die Verluste im Durchschnitt eher ca. 20% bzw. notieren ein Fünftel unter den Höchstständen dieses Jahres. Aber auch hier haben Wachstumsaktien

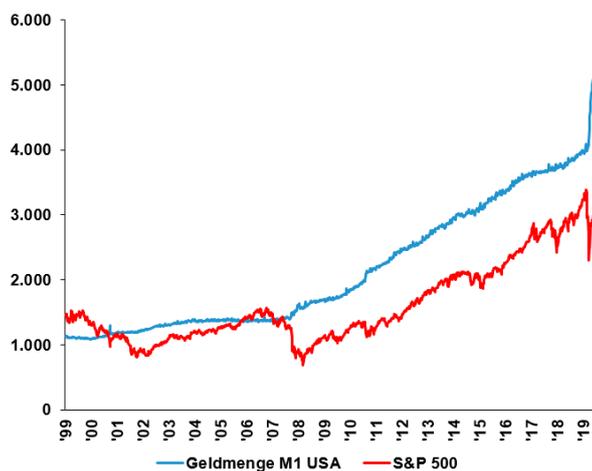
wesentlich besser als Value-Aktien abgeschnitten und größere Aktien deutlich besser als kleinere Titel. Ein ETF (Aktienkorb) auf internationale kleinere Aktien (Small Caps) hat z.B. nur eine Bewertung mit dem 12-fachen Gewinn und eine Dividendenrendite von 4%. Kleine Aktien sind also – siehe auch Russell 2000 Index in den USA – stark zurückgeblieben. Nachdem bisher die professionellen Anleger praktisch ausschließlich auf die Technologieaktien setzten (seit vier Monaten sogenannter "Most Crowded Trade") und andere Aktien dagegen abbauten (was zu den entsprechenden Kursverlusten führte), hat die Tendenz zuletzt gedreht. Der Russell 2000 erreichte ein neues Erholungs-Hoch und die Value-Aktien sowie die zyklischen Titel notierten zuletzt erstmals wieder deutlich besser, nachdem Wachstumsaktien und defensive Titel seit der Finanzkrise im Trend besser abgeschnitten hatten. In der Erholung des breiten US-Marktes spiegelt sich nicht nur die Markttechnik, die zeigt, dass die Anleger hier unterinvestiert sind, sondern auch die Überzeugung einer breiten US-Konjunkturerholung.

Die Amerikaner sind inzwischen auf Draghi-Kurs eingeschwenkt.

Die Amerikaner, die im Gegensatz zu Europa und Japan mit ihrer Notenbank-Politik als einzige eine "Normalisierung" (also das Einsammeln der zuvor gedruckten

Gelder via Verkauf der zuvor gekauften Anleihen) angestrebt hatten, sind inzwischen auf Draghi-Kurs eingeschwenkt. Greenspan hatte als erster seit Gründung der FED im Jahr 1913 nach dem 1987er Crash angefangen, die US-Gelddruck-Maschine in bisher nie gekannter Weise anzukurbeln. Inzwischen haben die Amerikaner nochmals in kaum mehr steigerbarer Form den 2008 begonnenen (siehe Chart) Geldvermehrungsprozess beschleunigt. Das heißt Quantitative Easing auf unbeschränkte Zeit in unbeschränkter Höhe. Die Darstellung macht deutlich, dass die Notenbank-Presse und dank des billigen Geldes auch die Aktienrückkäufe die US-Hausse möglich machten. Dennoch, es war der schwächste Konjunkturaufschwung der US-Geschichte, begleitet von schwacher Gewinnentwicklung.

Geldmenge M1 USA in Mrd. \$ und S&P 500 Index

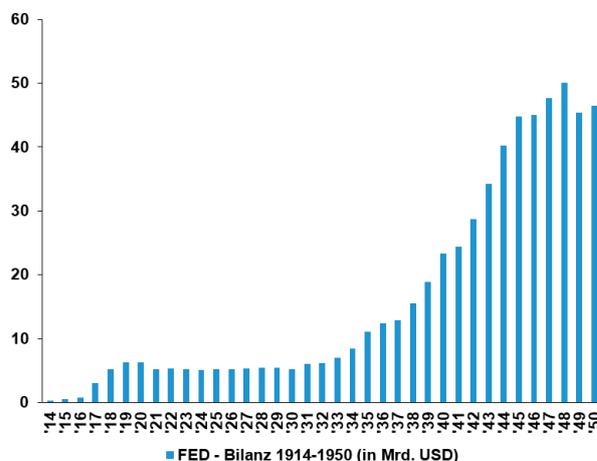


Quelle: Datastream Stand: Juni 2020

Wie gefährlich die Amerikaner die heutige Konjunkturlage einschätzen, zeigt die Tatsache, dass sie die Staatsneuerschuldung auf ein Niveau nach oben treiben, das es bisher nur während des Zweiten Weltkriegs gab. Damals musste man immerhin die größte Militärmaschinerie der Welt finanzieren. Die damalige Verzehnfachung der US-Bilanzsumme (siehe Graphik) vollzog sich natürlich in absoluten Zahlen mit maximal gut 50 Mrd. \$ auf einem aus heutiger Sicht lächerlich niedrigen Niveau. Wenn man aber bedenkt, dass das amerikanische Bruttoinlandsprodukt von 1929 auf 1932 von rund 100 auf gut 50 Mrd. \$ (nicht Billionen!) schrumpfte, war die damalige Verschuldungserhöhung bzw. die monetäre Konjunkturstimulierung ab 1938, real ähnlich hoch wie heute. Im nächsten Jahr peilt man bereits eine US-Notenbank-Bilanzsumme von 12 Bio. \$ bzw. rund die Hälfte des amerikanischen Bruttoinlands-

produkts an. Angesichts derart gigantischer Gelddruck- bzw. Konjunkturstimulierungsprozesse fragt man sich, was für Folgen diese Aktionen von Notenbank und Regierung haben werden. Einerseits im Hinblick auf die Frage, wie derartige Schulden jemals zurückgezahlt werden sollen und andererseits bezogen auf die Frage, ob nicht extreme Inflationsentwicklungen aus solchen massiven Geldschöpfungsprozessen zu erwarten sind. Durch den Zweiten Weltkrieg gelang es den Amerikanern, ihre nach 1932 chronische hohe Arbeitslosigkeit zu überwinden.

US-Bilanzsumme FED von 1914 bis 1950 in Mrd. \$.



Quelle: Center for Financial Stability Stand: 2020

Nach dem Zweiten Weltkrieg haben die Amerikaner anders als z.B. die Engländer keine Schuldentrückzahlungspolitik durch Steuererhöhungen betrieben. Sie haben den langfristigen Staatsanleihe-Zins von 1942 bis 1951 bei maximal 2,5% belassen und die kurzfristigen Staatstitel (Treasury Bills) wurden bei einer Verzinsung von maximal 0,375% festgeschrieben. Amerikanische Anleihebesitzer verloren bei der 10-jährigen Staatsanleihe damals in der Periode 1941 bis 1951 mit einer realen Negativ-Verzinsung von 3,5% p.a. weit über ein Drittel ihres Vermögens.

Das Instrument der Zinskurven-Kontrolle gab es schon damals.

Die US-Inflation stieg damals von 0% 1944 auf in der Spitze 19,7% im März 1947. Das war die höchste US-Teuerungsrate seit 1920 nach dem Ersten Weltkrieg, als sie 23% betragen hatte. Durch die hohe Inflation nach den beiden Kriegen gegen Deutschland wuchs das amerikanische Bruttoinlandsprodukt in der

Nachkriegszeit nominal viel stärker als die nominal stagnierenden Staatsschulden. Hinzu kam die während des Krieges aufgestaute Nachfrage. Nur durch derartige Inflationierung bzw. Reflationierung sank die US-Staatsverschuldungsquote (Schulden/BIP) von 112% bis 1956 auf 50% und 1974 dann auf 24,6%. Erst 1956 gab man die Regulierung des Staatsanleihemarktes auf. Das Instrument der Zinskurven-Kontrolle bzw. modern ausgedrückt Yield Curve Control gab es also schon damals.

IMPRESSUM

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). 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. 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). Abonnenten erhalten in den Pullacher Verlagsräumen zu normalen Bürozeiten Einblick in die privaten Wertpapiertransaktionen aller FINANZWOCHE-Mitarbeiter. Alle Informationen beruhen auf Quellen, die wir als zuverlässig erachten. Sie dienen lediglich der Information und begründen kein Haftungsobligo. Bei Aktien bestehen gegenüber festverzinslichen Wertpapieren neben höheren Renditechancen auch wesentlich größere Risiken und ein Totalverlust kann nicht ausgeschlossen werden. Die Depotanteile einzelner Aktien sollten daher maximal 5% betragen. Bei den riskanteren Optionsscheinen sollte der Depotanteil noch kleiner sein bzw. der Gesamtdepotanteil höchstens 5 - 10% betragen. 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.