

FINANZWOCHEN

INTERNATIONALE KONJUNKTUR- UND MARKTANALYSE SEIT 1974

KOMPAKT

ALLGEMEINER MARKTKOMMENTAR

- Der Aktienoptimismus erlebte im April einen Absturz von seltener Intensität und Schnelligkeit. Nach dem ca. fünfprozentigen Rückschlag für viele Aktienindizes an den Weltbörsen im April: Signalisieren pessimistische Sentiment-Indikatoren Chancen am Aktienmarkt? Zunächst wohl nicht.
- "Dr. Copper" stieg seit Herbst von 360 auf 460 \$ Cent pro lbs und scheint globalen Konjunkturaufschwung zu signalisieren. Dazu kommt das BHP-Übernahmeangebot für Anglo American (zusammen weltweit größter Kupferproduzent).
- Langlaufende US-Staatsanleihen (so der TLT-ETF) verloren seit Jahresanfang 11%. Mit -53% Bond-Pessimismus Ende der Bond-Baisse?
- Nur 1,6% Wachstum in den USA bei Beschleunigung der Kerninflation auf 3,7% machen Stagflationsszenario möglich.
- Genauso gut können sich auch die US-Konjunkturdaten so verschlechtern, dass die FED (auch wegen Wahl) die Zinsen schneller senkt als erwartet.
- Trotz Währungsturbulenzen in Japan engagiert bleiben.



DR. JENS EHRHARDT
Herausgeber Finanzwoche

Die größte Frage, die sich Konjunktur- und Börsenexperten in den vergangenen Monaten gestellt haben, war, ob sich die stärkste und schnellste monetäre Bremsung der internationalen Notenbanken mit längerer Verzögerung als üblich doch noch negativ auf Konjunktur und Börse auswirken wird oder nicht. Inzwischen haben sich 80% der Beobachter für fehlende Auswirkungen der monetären Bremsung bzw. für den Beginn eines neuen Konjunkturaufschwungs ausgesprochen. Untermauert wird diese Meinung zuletzt durch "Dr. Copper". Kupfer wird als einer der besten Konjunkturfrühindikatoren angesehen, da Konjunkturaufschwünge in der Vergangenheit frühzeitig von einem steigenden Kupferpreis signalisiert wurden. Nachdem Kupfer in den letzten Wochen stark gestiegen ist, scheint die Konjunkturfrage positiv beantwortet zu sein.

In der letzten Woche wurde auch noch die spektakuläre (seit Jahrzehnten größte) Übernahme im Rohstoffbereich bekanntgegeben: BHP (Australien) will Anglo American (Südafrika) übernehmen. Hintergrund dieser angestrebten Transaktion ist eindeutig der Wunsch, sich die umfangreichen wertvollen Kupfervorräte von Anglo American in Südamerika zu sichern. BHP ist der weltweit führende Rohstoffproduzent und verfügt im Bergbausektor über die größten (nicht erschlossenen) Kupferressourcen. BHP will die Übernahme in Aktien bezahlen und bietet 0,7097 BHP-Aktien je Anglo Anteils-

schein. Das aktuelle Gebot bewertete Anglo American damit mit 25,08 GBP / Aktie oder ca. 31 Mrd. GBP. Das Anglo Management hat diese Offerte bereits als zu niedrig zurückgewiesen und BHP prüft derzeit eine Aufstockung des Gebots. Nachdem der Aktienkurs von Anglo American 2023 stark unter Druck kam, bedingt durch eine deutliche Reduzierung der kurz- und mittelfristigen Produktionsziele im Kupferbereich sowie dem – von vielen Investoren angezweifelte – Festhalten am Düngemittelprojekt Woodsmith (erfordert hohe Investitionen in den kommenden Jahren) steht das Management von Anglo American unter großem Druck, Wert zu schaffen. Auch der mit rund einer Mrd. \$ an Anglo American beteiligte Hedge Fonds Elliot übt verstärkt Druck aus, Wert zu schaffen. Eine höhere Offerte von BHP gilt als wahrscheinlich (dann vermutlich auch mit einer Cash-Komponente) und dürfte dann vermutlich auch vom Management von Anglo American angenommen bzw. empfohlen werden. Der Anstieg des Kupferpreises von 360 im Februar auf zuletzt 457 \$ Cent pro lbs, also nahe an das Hoch von 2022 bei knapp 500\$, spiegelt die wachsende Kupfernachfrage (hauptsächlich aus China) in einem Markt, der sonst durch wenig Vorräte oder nicht zu hohe Anlegerpositionierungen gekennzeichnet ist.

Gut positionierte Bergbaukonzerne mit hohem Kupfer-Exposure sind neben BHP und Anglo American bspw. auch die amerikanische Freeport Mc Moran, Antofa-

gasta aus Chile, Teck Resources aus Kanada und Sumitomo Metal Mining aus Japan. Ferner ist Rio Tinto zu nennen, deren Kupfer-Produktion mit dem Hochfahren der Förderung an der Oyu Tolgoi-Mine in der Mongolei stärker wachsen wird. In Europa hat die schwedische Boliden ein nennenswertes Kupfer-Exposure. Viele Marktbeobachter halten Kupferpreise im Bereich von bis zu 12.000 \$/Tonnen in den nächsten Jahren für realistisch. Ein Erreichen dieses Preisniveaus wäre für die Gewinnentwicklung des Sektors unterstützend.

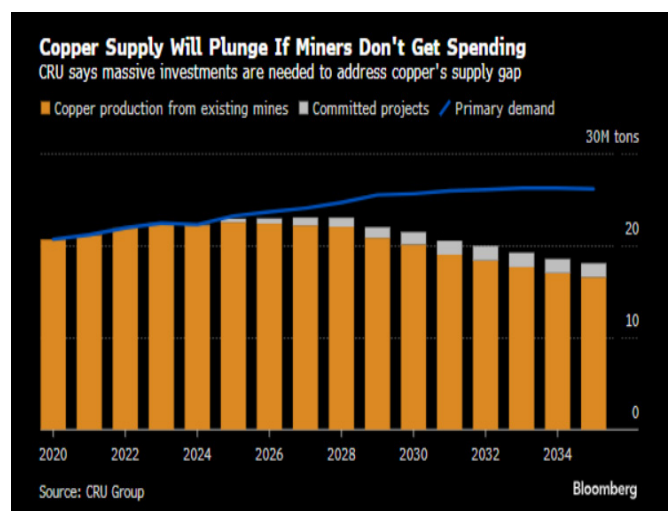
Im Gegensatz zu Aktien waren in diesem Jahr Anleihen (seit Jahresanfang minus elf Prozent für das ETF für langlaufende US-Staatsanleihen) und auch die Anlage in einigen Rohstoffen wie z.B. Eisenerz (siehe Chart) oder auch Edelmetallen wie Palladium durch Kursschwäche gezeichnet. Erst zuletzt sprangen die meisten NE-Metallpreise wie auch Aluminium, Zink oder Zinn stärker an. Dies ist aus mehreren Gründen untypisch. Steigende Zinsen und steigender Dollar belasten im Allgemeinen die Rohstoffpreise (aber auch das Gold). Auch die extremen Einbrüche in der chinesischen Immobilienkonjunktur (gedröckelte Nachfrage nach Neubauten) sprachen eigentlich nicht für eine Rohstoff-Hausse. Die chinesische Nachfrage war bisher immer extrem entscheidend über die Preistendenzen am Rohstoffmarkt. Im Produktionssektor steht China in mehreren Bereichen von Stahl bis Zement für mehr Nachfrage bzw. Produktion als der Rest der Welt.

Die gestiegene Rohstoffnachfrage könnte neben chinesischen Käufen und markttechnischen Gesichtspunkten (niedrige Lager und Positionierungen) verursacht sein durch einen beginnenden amerikanischen Konjunkturaufschwung. Vor dem Hintergrund einer fast halbierten amerikanischen Konjunkturwachstumsrate im ersten Quartal von real nur noch 1,6% (die meisten Beobachter waren eher von einer doppelt so hohen Wachstumsrate ausgegangen) und einer gleichzeitig auf 3,7% gestiegenen Kerninflationsrate (auch hier wurden die Erwartungen weit verfehlt, da man sinkende Inflationsraten erwartet hatte) gewinnt man auch nicht den Eindruck, dass die US-Notenbank ihre zuletzt geäußerten Bedenken hinsichtlich einer vorgezogenen Zinssenkung fallen lässt. Im Gegenteil: Die Anleger fühlen sich in ihrer Meinung bestätigt, dass die erste US-Zinssenkung erst im Dezember erfolgen wird. Wären die Prognosen der großen US-Investmenthäuser aufgegangen, so wären wir schon heute in den USA inmitten einer Zinssenkungsphase. Auch die Tatsache, dass der wichtige S&P Global ISM-Manufacturing-

Frühindikator, der im Vormonat erstmals leicht über die 50er-Expansionsgrenze gestiegen war, jetzt wieder unter 50 zurückfiel, ist nicht gerade ein Zeichen für eine Konjunkturbesserung. Das Gleiche gilt für die europäischen Frühindikatoren, die zuletzt überraschend negativ waren (besonders für Frankreich).

Woher kann ein größerer Konjunkturaufschwung international also kommen? Im Gegensatz zur US-Notenbank war die US-Regierung mit ihren Rekordneuverschuldungsraten bis zuletzt äußerst expansiv. Vergleichbare US-Neuverschuldung gab es in der Vergangenheit nur in Kriegszeiten oder in schweren Rezessionen. Die Tatsache, dass man sich so stark verschuldete und die Wirtschaft so stark mit zusätzlicher Nachfrage stimulierte, passt eigentlich nicht zu einer Zeit der Inflationsbekämpfung, wo sich auch der Staat mit Inflationsstimulierung zurückhalten sollte.

Der Kupfermarkt könnte in den nächsten Jahren auf ein Angebotsdefizit zusteuern.



Die extreme US-Staatsverschuldung könnte also eine Erklärung für die steigenden Rohstoffpreise sein. Auch China treibt die Staatsverschuldung nach oben, allerdings nicht in einem so starken Ausmaß wie in der Finanzkrise. Eine Konjunkturbelebung versucht China auch über eine größere Stimulierung des Exports zu international sehr wettbewerbsfähigen Preisen (z.B. bei Elektroautos und Solar). Eine Erklärung für steigende Rohstoffpreise könnte auch die internationale Forcierung um Investitionen in regenerative Energien (Wind, Sonne) und der Bau von Elektroautos und Datenzentren (wo viel Kupfer verwendet wird) sein. Möglich ist auch, dass die Rohstoffnachfrage vorangetrieben wird durch die massive internationale Aufrüstung. Vielleicht ist die Kupfer-Hausse ganz einfach ein Spiegelbild aus

steigender Nachfrage (grüne Energieerzeugung, Krieg) und sehr begrenztem Angebot der Kupferminen, wo es auch aus Umweltgründen Verzögerungen im Angebot gibt. Im Verhältnis von in den nächsten zehn Jahren erwarteter Nachfrage und dem Angebot an Kupferreserven in der Erdkruste überwiegt jedenfalls die Nachfrage (siehe Chart, S. 2).

Denkbar ist auch, dass die Amerikaner die Konjunktur im Hinblick auf die zuletzt überraschend schwache US-Wirtschaftsentwicklung doch noch früher und stärker stimulieren als heute erwartet. Gibt es einige schlechte Wirtschaftsmeldungen in den nächsten Wochen, könnte der Termin für die erste Zinssenkung auch wieder viel früher sein. Schon auf der Mai-Sitzung rechnet man mit einer Bekanntgabe einer Rückführung (Tapering) bei den Verkäufen von US-Staatsanleihen zur Liquiditätsverminderung. Inwieweit es aber tatsächlich bei Lockerungen der US-Zentralbank wirklich zu einem größeren US-Konjunkturaufschwung (der auch wesentlich höhere Unternehmensgewinne und damit den laufenden Börsenaufschwung rechtfertigt) kommen wird, ist keineswegs sicher. Die pessimistischere Variante wäre, dass sich die Inflation im Service-Bereich und in den Kernraten (also ohne Öl und Lebensmittel - Weizen nach oben ausgebrochen!) weiter auf höherem Niveau bewegt und sich eine Stagflation für die US-Konjunktur entwickeln würde. Bei einem solchen Szenario würden sich massive Liquiditätserleichterungen (auf welche die Börse hofft) verbieten. Und man müsste die Zinsen auf dem heutigen Niveau belassen.

Für die internationale Konjunktur würde dies bedeuten, dass der Dollar zinsbedingt hoch bleibt, was auch den Notenbanken außerhalb der USA (inkl. Europa) Zinssenkungen schwerer macht. Steigender Dollar bzw. schwacher Euro würden die Inflation in Europa wieder über die Importpreise nach oben drücken, was die eigentlich notwendigen Zinssenkungen in Europa (vor den USA!) verzögern könnte.

Währungsentwicklungen können in nächster Zeit noch mehr im Vordergrund stehen als Zinsbewegungen, wenn es um die Abschätzung der weiteren weltweiten Aktienmarktentwicklung geht. Der japanische Yen fiel auf ein Tief vom Jahr 1990 (über 160 für einen 1\$). Die große Frage ist, wie die Bank von Japan und die japanische Regierung (Finanzministerium) auf diese Entwicklung reagieren werden. In den letzten Wochen hieß es wiederholt von beiden Seiten, dass man bei extremer Yen-Schwäche mit Währungsinterventionen (Dollarverkäufe) reagieren werde. Allerdings hat die Bank von Japan zuletzt betont, dass man kein Risiko für nennenswert höhere Inflationsraten sehen würde, wenn der Yen weiter schwach tendiert. Damit sind die Märkte nun verunsichert, was die Interventionsstrategie der Bank von Japan und der Regierung angeht. Nach dem jüngsten Yen-Schwächeanfall intervenierte man (nicht offiziell) offensichtlich und drückte den Kurs 156.

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.