

Das Jahr der Pause

11.01.2023 | [John Mauldin](#)

"Jeder neue Anfang kommt vom Ende eines anderen Anfangs." - Seneca, der Ältere

"Demokratie ist die Theorie, dass das gemeine Volk weiß, was es will und es verdient, es gut und hart zu bekommen." - H.L. Mencken

Willkommen im Jahr 2023. Es ist Prognosesaison an der Wall Street, die Zeit, in der uns jeder sagt, was wir für das neue Jahr erwarten können. Wissen sie es wirklich? Nein, natürlich nicht. Die Prognostiker wissen es nicht, die Anleger wissen, dass sie es nicht wissen, und doch machen wir alle diese Übung mit. Es ist schon etwas seltsam, wenn man darüber nachdenkt. Ich denke, dass es sich dabei größtenteils um einen Bestätigungseffekt handelt. Wir wollen eine Prognose finden, die mit dem übereinstimmt, was wir bereits tun.

Das Gleiche passiert im Sport. Keiner weiß, wer den Super Bowl gewinnen wird. Menschen können Meinungen haben. Experten können fundierte Meinungen haben, weil sie die Spieler, die Strategie usw. der einzelnen Mannschaften kennen. Aber es können so viele zufällige Faktoren dazwischenkommen, dass sie alle nur Meinungen sind. Dennoch haben diese Meinungen in Las Vegas einen realen Wert, denn die Casinos legen eine "Linie" fest, gegen die man auf das Ergebnis wetten kann. Diese Linie wird sich ändern, wenn die Wettenden/Spieler ihre Entscheidungen treffen. Die Sportwettenanbieter passen sich wie die Wall Street an, um sicherzustellen, dass sie Geld verdienen.

Das ist der springende Punkt. Wir brauchen nicht so sehr Gewissheit, sondern vielmehr eine Basis, einen Bezugspunkt, an dem wir unsere Entscheidungen ausrichten können. Beim Investieren geht es um Risiko. Wie viel Risiko wir eingehen sollten und in welche Richtung, ist ein Kontinuum, keine Ja/Nein-Entscheidung. Mit anderen Worten: Prognosen können nützlich sein, auch wenn sie nicht zutreffen.

Anstelle einer langen Liste werde ich Ihnen einige spezifische Vorhersagen nennen, in die ich ziemlich großes Vertrauen habe, und dann einige andere Möglichkeiten prüfen, die sich daraus ergeben. Betrachten Sie dies also nicht als Prognose, sondern als eine Art Beobachtungsliste. Ich möchte, dass Sie wissen, worauf Sie achten müssen... auch wenn wir noch nicht wissen, was Sie sehen werden.

Nicht ganz normal

Der Schlüssel zur Wirtschaft dieses Jahres liegt in den Händen von Jerome Powell. Das ist sicherlich nicht ideal, aber es ist die Realität. Mir wäre es viel lieber, wenn die Marktkräfte der Schlüssel zum Verständnis der Zukunft wären, aber leider ist Powell in dieser Rolle. Um zu verstehen, warum das so ist, lassen Sie uns ein wenig zurückblicken. Vor zwölf Monaten begannen wir mit dem Jahr 2022 und rechneten fest damit, dass die Inflation weiter steigen und zu einem großen Problem werden würde.

Überzogene Konjunkturprogramme, pandemiebedingte Unterbrechungen der Versorgungskette und eine unzureichende Energieversorgung hatten dazu geführt, dass die Inflationsrate von 2%, die die wichtigsten Zentralbanken zu erreichen versuchten (und scheiterten), endlich erreicht wurde. Aber dann, wie das Mencken-Zitat, erwischte es sie richtig hart. Es war schwer, weil sie die Wirtschaft und die Märkte ein Jahrzehnt lang mit extrem niedrigen Zinsen verzerrt haben. Dann haben sie diesen großen politischen Fehler mit noch größeren politischen Fehlern verschlimmert ("Es ist vorübergehend!"), und hier sind wir nun.

Im vergangenen Januar war nicht klar, wann (oder ob) die Federal Reserve etwas gegen die steigende Inflation unternehmen würde. Ein russischer Angriff auf die Ukraine war noch kein großer Faktor. Er wurde befürchtet und diskutiert, aber verschiedene europäische Staats- und Regierungschefs sprachen mit Putin in der Hoffnung, die Spannungen zu verringern.

Nach der Invasion kam es dann zu einer weiteren großen Überraschung: Die NATO-Länder und andere Demokratien schlossen sich zusammen, um harte Sanktionen gegen Russland zu verhängen, obwohl die negativen Auswirkungen auf ihre eigene Wirtschaft nahezu sicher waren. Die Energiepreise schnellten in die Höhe und verschärften den ohnehin schon steigenden Inflationstrend. Die US-Notenbank ist im März endlich aufgewacht und hat seither bei jeder Sitzung die Zinsen erhöht. Außerdem schrumpfen sie langsam die Bilanz, d. h. die "quantitative Straffung" oder QT.

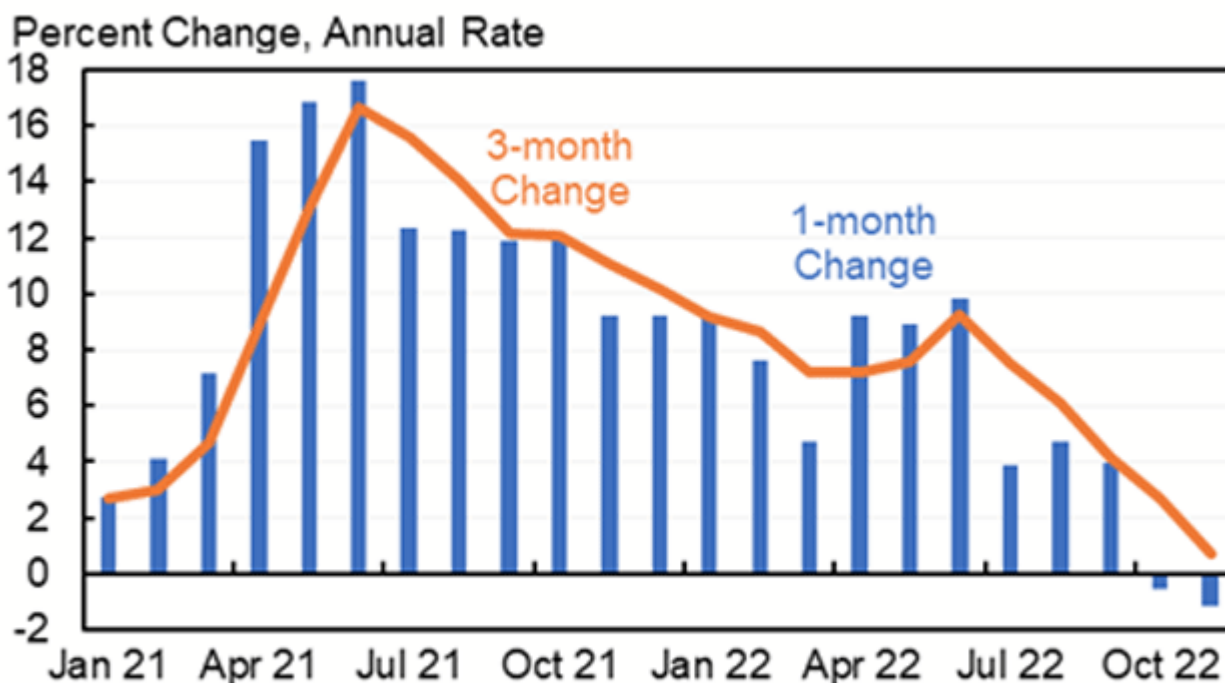
Ich sagte damals, dass Powell nicht in die Geschichte eingehen wolle, weil er die Inflation außer Kontrolle

geraten ließ, und dass er letztlich eine restriktivere Haltung einnehmen würde. Das hat sich als richtig erwiesen. Die Inflation ist immer noch zu hoch, hat sich aber in den letzten Monaten deutlich abgeschwächt. Ich möchte anmerken, dass es sich hierbei weniger um eine Prognose handelte, sondern vielmehr darum, Powell beim Wort zu nehmen. Ich bin nicht nur der Meinung, dass wir Powell immer noch beim Wort nehmen können, sondern auch, dass mehrere Mitglieder des Offenmarktausschusses (FOMC) in die gleiche Kerbe hauen.

Die Fed und andere politische Entscheidungsträger betrachten hauptsächlich den Kern-CPI und den PCE, bei denen die Lebensmittel- und Energiepreise herausgerechnet werden. Damit bleibt das Wohnen als größte Komponente übrig. Die Art und Weise, wie die Mieten gemessen werden, ist kompliziert, da sie sich in den meisten Fällen nur ändern, wenn Mietverträge zur Verlängerung anstehen. Dies wird schrittweise in die Indices eingearbeitet, so dass die Preise für neue Mietverträge recht unterschiedlich sein können. Wie wir jetzt alle feststellen, sind sie in letzter Zeit gesunken.

Der Volkswirtschaftler Jason Furman verfolgt einen modifizierten Kern-CPI, der die offiziellen Berechnungen durch "Spot"-Mietpreise ersetzt. Dies ist ein besserer Weg, um die Entwicklung der Inflation (zumindest der von uns gemessenen) zu verstehen. Die Verbesserung ist in seinem Chart deutlich zu erkennen.

Core CPI Inflation with Private New Rent Indices for Shelter



Note: Private new rent indices are Zillow Observed Rent Index and Apartment List National Rent Index. Apartment List seasonally adjusted using Macrobond.

Source: Bureau of Labor Statistics; Zillow; Apartment List; Macrobond; author's calculations.

Das bedeutet, dass die Wohnkosten im Jahr 2023 eine bedeutende disinflationäre Kraft sein werden. Das bedeutet nicht, dass die Inflation verschwindet; das Wohnen ist ein wichtiger Kostenfaktor, aber nicht der einzige. Es deutet lediglich darauf hin, dass die schlimmsten Befürchtungen wahrscheinlich nicht eintreten werden. Ich denke, dass Daten wie diese den Offenmarktausschuss dazu veranlasst haben, das Tempo der Zinserhöhungen im Dezember auf nur 50 Punkte zu reduzieren, und wenn es so weitergeht, in den nächsten Sitzungen wahrscheinlich noch weniger.

Damit kommen wir zu meiner einen spezifischen Prognose: Ich sage schon seit über einem Jahr, dass ich glaube, dass der Leitzins auf 5% steigen wird. Jetzt halte ich es für durchaus möglich, dass die Fed erst bei 5,5% mit den Zinserhöhungen aufhören wird. Die Betonung liegt hier auf glauben. Der Präsident der Minneapolis Fed, Neel Kashkari, forderte in dieser Woche, dass der Leitzins zwischen 5,25% und 5,5% liegen solle. Wenn Kashkari, der zu den zurückhaltendsten FOMC-Mitgliedern gehört, fast 5,5% signalisiert, ist Powell eindeutig bereit, "länger höher zu gehen".

Diese Zahl ist übrigens nicht zufällig. Powell hat gesagt, dass er positive Realzinsen über die gesamte Renditekurve hinweg anstrebt. Ein Rückgang der Inflation auf 3% oder 4%, während die Fed Funds bei 5,5% liegen, würde ausreichen, selbst wenn die langfristigen Zinssätze in einer kleinen Inversion verharren. Das wäre, wenn auch nicht gerade eine "normalisierte" Politik, so doch viel näher an der Normalität, als wir sie seit 2008 erlebt haben. Aber hier beginnen auch andere Probleme. Die Wirtschaft - und sicherlich die Finanzmärkte - wollen diese Art von Normalität nicht mehr. Sie hat sich an die freie Liquidität gewöhnt. Die Rückanpassung wird nicht einfach sein, und sie wird sicherlich nicht schmerzlos sein.

Pause oder Kehrtwende?

Ich bin zwar relativ zuversichtlich, was die obige Prognose angeht, aber es besteht eine kleine Chance, dass die Fed keine Pause einlegt, zumindest nicht für lange Zeit. Das könnte der Fall sein, wenn etwas die Kerninflation wieder nach oben treibt. Damit dies geschieht, müssten sich die Miet- und Immobilienpreise deutlich erholen, was unwahrscheinlich ist, solange die Hypothekenzinsen nicht fallen. Unmöglich ist es aber nicht. Und dabei sind noch nicht einmal die Lohnerhöhungen berücksichtigt, die in vielen Branchen großzügig ausgefallen sind, erst recht nicht für Arbeitnehmer, die den Arbeitsplatz wechseln.

Es ist auch möglich, wenn auch wieder unwahrscheinlich, dass die Fed tatsächlich zu Zinssenkungen und/oder einer anderen Art der Lockerung übergeht. Ich denke, dies wird nur geschehen, wenn wir in eine schwere Rezession geraten und die Arbeitslosigkeit auf ein Niveau wie 2008 ansteigt. Beides sind sozusagen "Tail-Risiken". Die Ausgangsbasis bleibt eine Fed-Pause mit einem Leitzins von über 5% und vielleicht 5,5%. Was würde dann passieren?

Erstens wird die Inflation weiterhin Schaden anrichten, selbst wenn sie ganz auf 0% zurückfällt, was sie sicherlich nicht tun wird. Das liegt daran, dass die Inflation eine Rate und kein Niveau ist. Wenn sie in einem Jahr um 10% und im nächsten Jahr um 0% ansteigt, bleiben die Lebenshaltungskosten 10% höher als zuvor. Dies hat einen kumulativen Effekt, da die Menschen immer mehr für Benzin, Lebensmittel usw. ausgeben und weniger sparen. Das Lohnwachstum hilft zwar, aber für viele hält es immer noch nicht mit der Inflation Schritt. Und höhere Löhne können und haben ihre eigenen inflationären Auswirkungen.

In ähnlicher Weise haben höhere Zinsen einen Effekt, der sich mit der Zeit verstärkt. Die Kosten für den Schuldendienst steigen, wenn Haushalte und Unternehmen mit variabel verzinsten Krediten feststellen, dass sie auf ein höheres Niveau zurückgesetzt werden. Staatliche und lokale Regierungen haben viele solcher Schulden, was bedeutet, dass sie entweder die Steuern erhöhen oder Dienstleistungen einschränken müssen. Ganz zu schweigen von den Kreditkosten der Bundesregierung, die mit der Fälligkeit der Staatsanleihen steigen werden.

Diese beiden Kräfte werden die USA im Jahr 2023 hart treffen, und ich bin nicht sicher, ob wir auf die Auswirkungen vorbereitet sind. Powell hofft zweifellos, dass sie die sagenumwobene "weiche Landung" herbeiführen werden, bei der sich das Wachstum genug verlangsamt, um die Inflation zu stabilisieren, aber die Arbeitslosigkeit nicht zu stark ansteigt.

Das ist ein schöner Gedanke, und ich hoffe, dass er eintritt. Mein Freund Professor Harvey Campbell von der Duke University, der Pionier bei der Verwendung der inversen Renditekurve als Rezessionsindikator war, ist der Meinung, dass das Signal der Renditekurve dieses Mal weniger aussagekräftig sein könnte. Er hält eine sanfte Landung für durchaus möglich. Seit dem Jahr 2020 hat sich so viel verändert, dass es jetzt besonders gefährlich ist, die Entwicklung der Vergangenheit zur Vorhersage künftiger Ergebnisse zu nutzen.

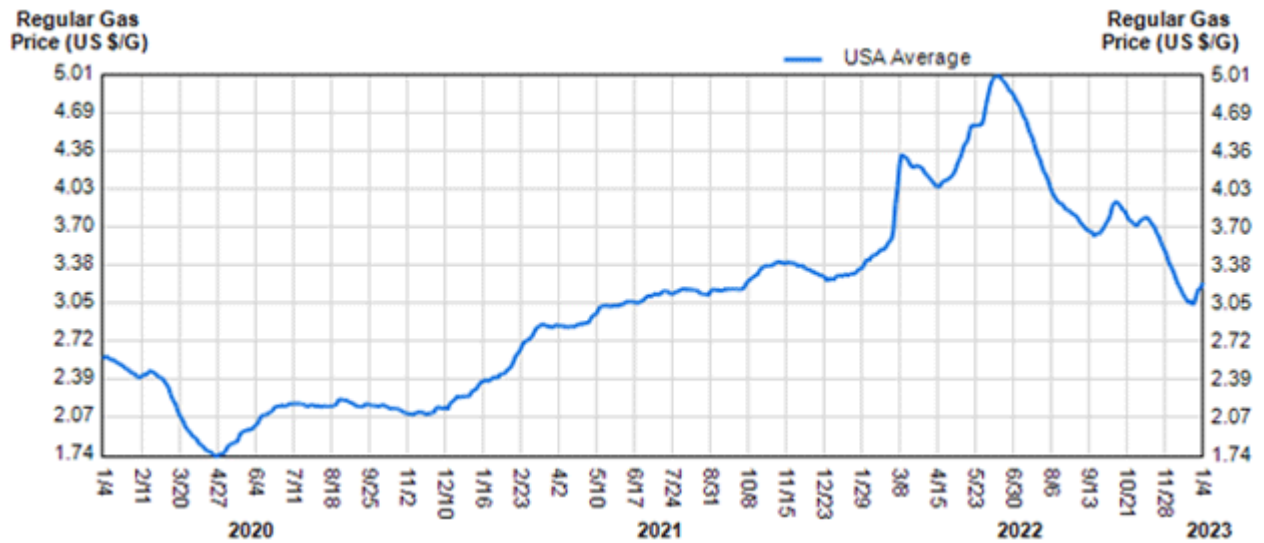
Und obwohl es fast zum Konsens geworden ist, was mich nervös macht, glaube ich immer noch, dass wir irgendwann im Jahr 2023 eine Rezession erleben werden, wenn auch keine schwere. Das Wirtschaftswachstum verlangsamt sich stärker als das Beschäftigungswachstum vermuten lässt. Nur 2 von 18 Segmenten des verarbeitenden Gewerbes verzeichneten im Dezember ein Wachstum (Metall und Energie), und 13 sind eindeutig rückläufig. Allerdings macht das verarbeitende Gewerbe nur 10% der Wirtschaft aus.

Wirtschaftliche Beobachtungsliste

Ich bin zwar einigermaßen zuversichtlich, was die Fed tun wird, aber die Fed hat nicht alles unter Kontrolle. Mehrere andere Faktoren könnten die Aussichten verändern. Wir werden sie im Laufe des Jahres 2023 genau beobachten müssen.

Energiepreise:

Im Moment sind die Menschen erleichtert, denn die Preise sind mehr oder weniger wieder da, wo sie vor der Kriegsspitze waren. Ein milder Winter in Europa hilft vor allem den Erdgaspreisen. Aber vergessen Sie nicht, dass Energie schon vor dem Krieg teurer wurde, und zwar nicht nur in Europa. Hier ein Chart der US-Benzinpreise (tatsächliche Preise an der Zapfsäule, nicht im Großhandel).



Beachten Sie, dass im Jahr 2021 der Benzinpreis im Einzelhandel um fast 50% stieg, bevor sich der Krieg auswirkte. Nach der Invasion in der Ukraine stieg es noch viel stärker an. Jetzt hat es diesen Anstieg wieder aufgeholt, ist aber immer noch deutlich teurer als Anfang 2020, vor COVID. Von hier aus könnte er leicht weiter steigen, zumal die strategische Erdölreserve zu gering ist, um die Art von Freisetzen zu wiederholen, die im Jahr 2022 geholfen haben.

Höhere Benzinpreise sind zwar nicht in den Kerninflationsindizes enthalten, haben aber einen großen Einfluss auf die Inflationserwartungen und die Stimmung der Verbraucher. Sie verursachen einen deutlich sichtbaren, sich wiederholenden Schmerz, der die Verbraucher der unteren und mittleren Klassen am meisten trifft. Die Fed hat keine Möglichkeit, die Energiepreise direkt zu beeinflussen, und ihr indirekter Einfluss hat lange Verzögerungen. Ein weiterer Anstieg der Energiepreise wird die Fed in eine sehr unangenehme Lage bringen, da sie unter Druck gesetzt wird, "etwas zu tun", was die Situation nur verschlimmern würde.

China:

Die Entwicklung in China ist für den Energiesektor von entscheidender Bedeutung, da sie die Nachfrage beeinflusst. Die Erdöl-, Erdgas- und Kohleproduktion nimmt kaum zu und könnte leicht stagnieren, wenn nicht sogar zurückgehen. Das Wachstum der erneuerbaren Energien hilft ein wenig, aber nicht genug, um kurzfristig (oder sogar in den nächsten fünf Jahren) von Bedeutung zu sein. Die Nachfrage könnte jedoch stark ansteigen, wenn China seine COVID-Welle übersteht und dann die Energieimporte erhöht, wenn das Wirtschaftswachstum anzieht. Viele der engen China-Beobachter, die ich verfolge, sind eigentlich recht optimistisch: Mein Freund und Asienexperte Chris Wood schreibt in GREED & fear:

"Die 'gute Nachricht' ist, dass der Virus wahrscheinlich schneller durch die Bevölkerung gehen wird, als man sich vorstellen kann. Dies sollte eine wirtschaftliche Erholung bis zum zweiten Quartal bedeuten, wenn nicht sogar früher. GREED & fear geht davon aus, dass die Nachfrage, einschließlich der Nachfrage nach Immobilien, nach dem chinesischen Neujahrsfest, das dieses Jahr am 27. Januar endet, wieder anziehen wird."

Gavekal und andere stimmen im Allgemeinen zu und sind recht optimistisch für asiatische Aktien. In der Tat könnte das chinesische Wachstum (oder das Fehlen desselben) in diesem Jahr ein Schlüsselfaktor sein. Allein aufgrund seiner Größe ist es der globale Elefant im Raum. Sein großer struktureller Handelsüberschuss bedeutet, dass es um alle Arten von Rohstoffressourcen konkurriert, die nicht mehr im Überfluss vorhanden sind. Die Wiedereröffnung Chinas könnte eine Nachfrage in der Größenordnung von Millionen von Barrel am Tag erzeugen. Dies wird den Energieverbrauch in ganz Asien ankurbeln. Dies ist ein

weiterer Punkt, den es zu beachten gilt.

Produktivität der Arbeitnehmer:

Hier in den USA hängt viel von der Arbeitsmarktsituation ab. Während COVID den Arbeitskräftemangel sicherlich verschärft hat, geht es in Wirklichkeit um die demografische Entwicklung. Die Boomer-Generation geht schneller in den Ruhestand, als die jüngeren Generationen ins Berufsleben eintreten und an Produktivität gewinnen. Wir haben nicht mehr das Ausmaß und die Art der Einwanderung, die die Lücke füllen würde. Ein überraschend hoher Prozentsatz der Unternehmen benötigt Hilfe, die sie einfach nicht finden können.

Dadurch steigen die Löhne, vor allem im Dienstleistungssektor, mit dem glücklichen Effekt, dass sie mehr Kaufkraft haben. Das ist ein Grund dafür, dass sich die Wirtschaft noch nicht in einer Rezession befindet. Die Kehrseite der Medaille ist, dass sich die Wachstumsaussichten verschlechtern, es sei denn, die geringere Zahl der Beschäftigten erhöht die Produktivität. Tatsächlich ist das Gegenteil der Fall: Die Produktivität hat sich je nach Branche seitwärts entwickelt oder ist gesunken.



Denken Sie daran, dass das BIP eine Funktion der Anzahl der Arbeitnehmer mal der Produktivität der Arbeitnehmer ist. Eine sehr einfache Gleichung. Bei einem negativen Produktivitätswachstum kann das BIP nur schwerlich deutlich steigen. Eine niedrige Arbeitslosigkeit gibt der US-Notenbank Spielraum, die Zinsen zu erhöhen und dann länger zu pausieren. Und die heutige Arbeitslosenquote von 3,5% deutet auf eine sehr gute, wenn auch merkwürdige Beschäftigungslage hin. Der Markt, zumindest am Freitagmorgen, ist begeistert von diesem Bericht. Können weitere 50 Basispunkte wieder auf den Tisch kommen?

Anmerkung zu dieser Beschäftigungszahl. Die umfassendere Arbeitslosenzahl U-6 ist auf 6,5% zurückgegangen, den niedrigsten Stand seit 1994. Es wurden 700.000 Teilzeitarbeitsplätze geschaffen, was die Gesamtzahl senkt, aber die Details lassen nicht auf eine allzu große Stärke schließen. Ein gemischtes Bild, aber nichts, was den Weg der Fed zu höheren Zinsen verlangsamen würde. Wir müssen sicherstellen, dass die Arbeitslosigkeit, die viel höher ist als gewöhnlich, im Jahr 2023 auf unserer Beobachtungsliste steht.

Instabile Sandhaufen:

Langjährige Leser kennen mich und meine Sandhaufengeschichten. Wir befinden uns derzeit inmitten mehrerer großer und wachsender Sandhaufen im Finanzsystem, von denen jeder einzelne oder alle jederzeit mit möglicherweise katastrophalen Auswirkungen zusammenbrechen könnten. Bereits im November habe ich über den Zusammenbruch der Kryptowährungsbörse FTX geschrieben. Dieser Sandhaufen war relativ klein; das Beunruhigende daran ist, was er über die Risikobereitschaft auf den Märkten aussagt. Hier ist, was ich schrieb:

"Wir haben bereits die Voraussetzungen für eine umfassende Neubewertung des Risikos. Genauso wie die Menschen FTX mit ihren Kryptowährungen vertraut haben, haben sie auch den CEOs vertraut, dass sie gute Gewinne erzielen. Sie haben Fondsmanagern vertraut, dass sie die richtigen Aktien kaufen. Sie haben Zentralbankern, Regulierungsbehörden und Politikern vertraut, dass sie kluge Entscheidungen treffen."

All dieses Vertrauen fällt in einem Bullenmarkt leicht. Warren Buffett, der mehr Bullen und Bären erlebt hat als die meisten von uns, sagte einmal: "Erst wenn die Flut kommt, merkt man, wer nackt geschwommen ist. Ich bin sehr zuversichtlich, dass viele, viele Menschen in diesem Markt nackt schwimmen. Es hat sich lange Zeit ziemlich gut angefühlt. Aber ein Grund dafür, dass es sich gut anfühlt, ist, dass sie nicht wirklich nackt sind. Sie hatten eine unnatürlich lange Flut [von niedrigen Zinsen, Fremdkapital und einer extrem lockeren Geldpolitik], um sich zu schützen. Diese Flut wird irgendwann abebben. Ich weiß nicht, ob FTX der Wendepunkt sein wird, aber er könnte es sein."

Das ist meine größte Angst für das Jahr 2023. Nicht, dass die Fed einen weiteren Fehler macht oder die Inflation zu hoch wird, sondern dass die höheren Zinssätze, mit denen die Fed (zu Recht, wenn auch verspätet) die Inflation bekämpft, irgendwo anders eine Sandlawine auslösen. So viele Menschen und Institutionen sind überschuldet. Die Wände des Sandhaufens stürzen auf sie ein. Wie die Fed haben sie keine gute Wahl, aber anders als die Fed haben sie finanzielle Grenzen.

Wir sehen dies bereits im Silicon Valley, wo jahrelang billiges oder kostenloses Kapital Unternehmen aufrechterhalten hat, die schon längst hätten aufgeben müssen. Ihre Ideen sind zwar oft nobel und einen Versuch wert, funktionieren aber in der "normalen" Wirtschaft, die die Fed hervorbringt, einfach nicht. Jede Schuld hat zwei Parteien: Kreditnehmer und Kreditgeber. Wenn der Kreditnehmer in Verzug gerät, verliert der Kreditgeber. Aber die Kreditgeber sind oft auch Kreditnehmer in einem riesigen Netz miteinander verbundener globaler Schulden. Wenn man ein paar wichtige Verbindungen herausnimmt, kann alles zusammenbrechen. Ich glaube, wir sind gefährlich nahe daran, zu erfahren, wie schlimm das sein kann.

Im Jahr 2018 war es die Ausweitung der Kreditspreads, die die Fed veranlasste, ihre Politik zu ändern. Die Kreditspreads sind unter Druck, aber nicht so wie 2018. Aber angesichts des abrupten Zinsanstiegs, des Umfangs der fällig werdenden variabel verzinsten Kredite usw. müssen die Kreditspreads auf unserer Beobachtungsliste stehen. Sie können darauf wetten, dass die US-Notenbank sie ganz oben auf der Liste hat. Aber selbst wenn es nicht so weit kommt, denke ich, dass die "Neubewertung des Risikos", die ich im November erwähnte, bis 2023 anhalten wird. Zu viele Aktien sind im Verhältnis zu den Gewinnen, die sie in dieser Art von Wirtschaft erzielen können, einfach überbewertet.

Warum sollte man auf einem riskanten Aktienmarkt nach Rendite streben, wenn man 4% bis 5% auf Staatsanleihen erhalten kann? Das ist die gute Nachricht: Diese Neubewertung wird uns zu gegebener Zeit die Möglichkeit geben, kluge Risiken bei soliden Unternehmen und Vermögenswerten einzugehen. Ich habe bereits mehrere Kandidaten im Auge. Dieses Jahr wird die Zeit sein, Ihre eigenen Chancen zu erkennen, auch wenn es noch nicht an der Zeit ist, sie zu ergreifen. Wie wäre es mit diesem Vorsatz für das neue Jahr? Verpassen wir nicht den Umschwung, der irgendwann kommen wird.

© John Mauldin
www.mauldineconomics.com

Dieser Artikel wurde am 06. Januar 2023 auf www.mauldineconomics.com veröffentlicht und exklusiv für GoldSeiten übersetzt.

Dieser Artikel stammt von GoldSeiten.de
Die URL für diesen Artikel lautet:
<https://www.goldseiten.de/artikel/564500--Das-Jahr-der-Pause.html>

Für den Inhalt des Beitrages ist allein der Autor verantwortlich bzw. die aufgeführte Quelle. Bild- oder Filmrechte liegen beim Autor/Quelle bzw. bei der vom ihm benannten Quelle. Bei Übersetzungen können Fehler nicht ausgeschlossen werden. Der vertretene Standpunkt eines Autors spiegelt generell nicht die Meinung des Webseiten-Betreibers wieder. Mittels der Veröffentlichung will dieser lediglich ein pluralistisches Meinungsbild darstellen. Direkte oder indirekte Aussagen in einem Beitrag stellen keinerlei Aufforderung zum Kauf-/Verkauf von Wertpapieren dar. Wir wehren uns gegen jede Form von Hass, Diskriminierung und Verletzung der Menschenwürde. Beachten Sie bitte auch unsere [AGB/Disclaimer!](#)

Die Reproduktion, Modifikation oder Verwendung der Inhalte ganz oder teilweise ohne schriftliche Genehmigung ist untersagt!
Alle Angaben ohne Gewähr! Copyright © by GoldSeiten.de 1999-2025. Es gelten unsere [AGB](#) und [Datenschutzrichtlinien](#).