

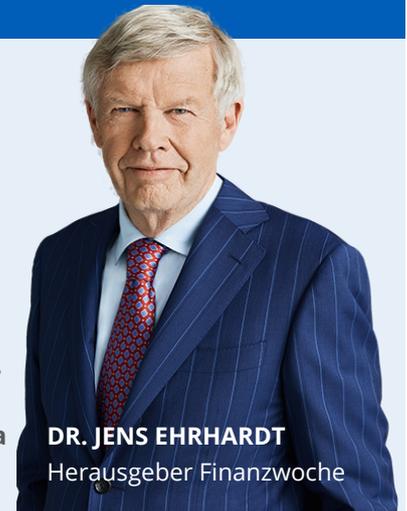
FINANZWOCHEN

INTERNATIONALE KONJUNKTUR- UND MARKTANALYSE SEIT 1974

KOMPAKT

ALLGEMEINER MARKTKOMMENTAR

- **US-Zinssteigerungen könnten Börsenbaisse auslösen.**
- **Anti-Inflationspolitik wurde von Geldmengenexpansion in Japan (Anleihestützung) aufgehoben. Aber mehr Liquiditätsverknappung und Zinserhöhungen außerhalb Japans dürften Baisse bewirken.**
- **Weniger US-Kreditnachfrage und -Angebot, steigende US-Leitzinsen (März, Mai), höherer Dollar und 95 Mrd. \$ Liquiditätsbremse drücken.**
- **Markttechnik weiter neutral. Fundamental sind US-Aktien im Vergleich zum Zinsniveau zu teuer (Morgan Stanley: "Todeszone").**
- **Gaspreis fiel, weil China erstmals seit 40 Jahren weniger Gas verbrauchte, industrielle deutsche Gasnachfrage stark rückläufig ist und der Winter extrem mild war. Mittelfristig dürfte LNG-Preis steigen, da China das Angebot zu 80% wegkauft.**



DR. JENS EHRHARDT
Herausgeber Finanzwoche

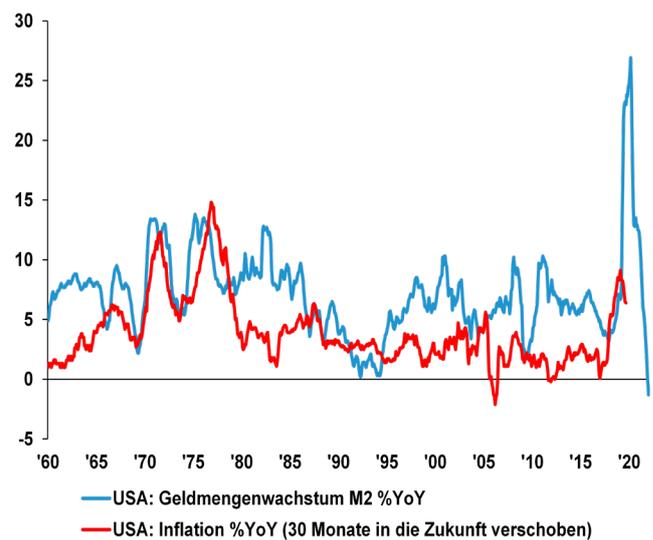
Der wichtigste Faktor für die Entwicklung der internationalen Aktienindizes bleibt die Politik der US-Zentralbank. Hier blickt die Börse auf die beiden entscheidenden Faktoren US-Arbeitsmarkt und US-Inflation. Beide Faktoren sprechen gegen eine baldige Kursänderung bei der Bremspolitik. Entsprechend machte Notenbank-Präsident Powell klar, dass noch mehrere Zinserhöhungen erfolgen würden, die Liquiditätsverminderungspolitik durch Anleiheverkäufe von monatlich 95 Mrd. \$ ("Quantitative Tightening") fortgesetzt würde und dass 2023 nicht an eine Zinssenkung zu denken wäre. Entsprechend änderten sich am Zins-Terminmarkt (bisher weniger am Aktienmarkt) die Erwartungen für das endgültige Zinshoch beim kurzfristigen US-Zins (Federal Funds) auf 5,25%-5,50%. Damit würde jener Zins erreicht, der die beiden letzten großen US-Rezessionen bzw. Finanzkrisen auslöste (ab 2000 die Dotcom-Krise und ab 2007 die Finanzkrise).

Nicht nur die absolute Höhe des kurzfristigen US-Zinses, sondern auch das Verhältnis von kurzfristigen zu langfristigen Zinsen (inverse US-Zinskurve) spricht für eine Rezession. Dieser wohl wichtigste US-Rezessionsindikator hat in der Vergangenheit immer (mit durchschnittlich einem Jahr Zeitverzögerung) eine Rezession angezeigt (einzige Ausnahme 1966/67).

Aber auch die Geldmengenentwicklung von M1 und M2 (beide heute gegenüber Vorjahr rückläufig!) waren in

der Vergangenheit ein sehr zuverlässiger Konjunkturindikator. M2 (siehe Graphik) war in der Nachkriegszeit bisher noch nie rückläufig.

Veränderung US-Geldmenge M2 und US-Inflation.



Während M2 in der Vergangenheit die Konjunkturentwicklung und die US-Inflationsrate spiegelte, war die Veränderung der engen Geldmenge M1 das bessere Frühwarnsignal für die Börsenentwicklung wegen des Vorlaufs von M1 vor M2. M1 spiegelt Barbeträge, mit denen man Aktien und Anleihen kaufen kann (Kontoguthaben und Spareinlagen), während bei der breiten

Geldmenge M2 zusätzlich Termineinlagen auch mit langen Laufzeiten eingerechnet werden, die im Allgemeinen nicht vorzeitig aufgelöst werden, um Wertpapiere zu kaufen. Berücksichtigt man neben der Geldmengenentwicklung auch noch die Inflationsrate und die Wirtschaftsentwicklung, kommt man auf jenen Geldmengenzuwachs, der nötig ist, um einerseits die Inflation auszugleichen, andererseits das Wirtschaftswachstum zu finanzieren. Auf diese Weise kann man eine gegenüber der Wirtschaft stärkere Ausdehnung der Geldmenge (Überliquidität) oder eine schwächere Entwicklung (Unterliquidität) feststellen. Auch wegen der hohen Inflationsrate und nicht nur wegen der absolut rückläufigen Geldmenge ist die US-Wirtschaft durch eine Rekord-Unterliquidität gekennzeichnet.

Im Gegensatz zu früheren Zyklen, bei denen die Notenbank in Zeiten sich abschwächender monetärer Aggregate (rückläufige Geldmengensteigerung) bereits frühzeitig mit Zinssenkungen und Liquiditätserleichterungen gegensteuerte, bremst diesmal die Notenbank in den sich abzeichnenden Abschwung hinein. Die Auswirkungen der heutigen Politik werden erst in einem Jahr konjunkturell wirksam. Aus Angst vor einer zu frühen Beendigung der Bremspolitik der Notenbank dürfte diesmal zu lange und zu stark gebremst werden. In der Hochinflationzeit der 1970er Jahre lockerte z.B. der damalige Notenbank-Präsident Burns zu früh, was dann zu einem erneuten Anstieg der Inflation führte, die erst der legendäre Notenbank-Präsident Volcker Ende der 1970er Jahre wirkungsvoll mit noch höheren Zinsen (fast 20%) bekämpfte.

Die Frage, ob die US-Notenbank zu stark bremst und eine ungewöhnlich schwere Rezession auslöst oder ob eine sofortige Lockerungspolitik notwendig wäre, da die Inflation von selbst als Folge der bisherigen Bremsmaßnahmen in den gewünschten Bereich von 2% fällt, ist schwer zu beantworten. Im letzten Zyklus 2008 fiel die Teuerungsrate von damals allerdings nicht so hohem Niveau im Zuge der Wirtschaftsabschwächung 2008 auf Null, obwohl die Notenbank lockerte.

Bei der Analyse der heutigen US-Inflation fällt auf, dass die Güterinflation erwartungsgemäß in den letzten Monaten fast völlig verschwunden ist (noch 1,4%), während die Inflation im Servicebereich besonders bei den Mieten (Shelter) weiter gestiegen ist. Die Mietinflation liegt mit über 8% auf dem höchsten Niveau seit 1980. Frühindikatoren für die Mietentwicklung zeigen allerdings eine deutliche Entspannung, die sich

aufgrund der Besonderheit der US-Statistik in der Inflationsrate erst im 2. Halbjahr widerspiegeln wird. Ein Wiederaufleben der bisher insgesamt rückläufigen Inflationstendenz (allerdings fielen sowohl die normale US-Teuerungsrate, als auch die Kernrate im letzten Monat nur um unerwartet geringe 0,1%) ist möglich, wenn die US-Lohnentwicklung entgegen den heutigen Erwartungen doch zu einer Lohn-/Preis-Spirale führen würde. Deshalb hatte die unerwartet hohe Zahl von neuen Arbeitsplätzen im Januar (517.000) den Börsenaufschwung zuletzt stark gedämpft. Tatsächlich unterscheidet sich die Entwicklung am Arbeitsmarkt in den USA (aber auch teilweise in Europa) diesmal dadurch, dass die demographische Entwicklung zu einer Verknappung besonders von Fachkräften führt. In den USA kommt noch hinzu, dass die früher hohen Einwanderungsquoten in den letzten Jahren gesunken sind (wenn auch zuletzt wieder leicht ansteigend). Neben diesem natürlichen Druck auf die Löhne nach oben versuchen die Arbeitnehmer wegen der sinkenden Reallöhne (Folge der hohen Inflation), Lohnsteigerungen zu erreichen. Dazu kommt der Wunsch nach Gründung von Gewerkschaften. Die USA haben mit ca. 10% einen der niedrigsten gewerkschaftlichen Organisationsgrade in den Industrieländern. Zuletzt wollten 30 Tesla-Mitarbeiter eine Gewerkschaft gründen. Sie wurden aber sofort entlassen.

Der Druck auf die US-Inflationsrate von der Shelter-Seite (war zuletzt für die Hälfte des Inflationsanstiegs verantwortlich und wurde in der Gewichtung der Teuerungsanteile auf gut 34% erhöht) lassen kurzfristig noch keine starke Entlastung für die US-Teuerung erwarten, so dass die vom Markt befürchtete Erhöhung der Zinssteigerung von 0,25% auf 0,50% bei der Notenbank-Sitzung im März möglich erscheint. Ähnlich bei der nächsten Sitzung im Mai.

IMPRESSUM UND RECHTLICHE HINWEISE

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).

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).

Die in der FINANZWOCHE enthaltenen Informationen und Angaben stellen keine Anlage-, Rechts-, Steuer- oder sonstige Beratung dar und sind nicht als Grundlage für Anlageentscheidungen oder sonstige Entscheidungen zu verstehen. Sie sollten, bevor Sie eine Anlageentscheidung treffen, geeigneten und fachkundigen Rat einholen. Alle Informationen beruhen auf Quellen, die die Redaktion als zuverlässig erachtet. Eine Garantie für die Richtigkeit kann nicht übernommen werden. Sie dienen lediglich der Information und begründen kein Haftungsobligo. Eine Haftung für Vermögensschäden, die auf eigenen Anlageentscheidungen unter einer eventuellen Bezugnahme auf den in der Finanzwoche enthaltenen Informationen beruht, ist ausgeschlossen.

Jedes Finanzinstrument ist mit Risiken behaftet, so dass im schlimmsten Fall ein Totalverlust drohen kann. Die Depotpositionen sollten deshalb so gewählt werden, dass bei einem möglichen Totalverlust das Gesamtdepot nur marginal an Wert verliert.

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.

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.