

# FINANZWOCHEN

INTERNATIONALE KONJUNKTUR- UND MARKTANALYSE SEIT 1974

**KOMPAKT**

## ALLGEMEINER MARKTKOMMENTAR

- **Konjunktur-Frühindikatoren abwärts:** In den USA (LEI) und Deutschland (Ifo) dritter Rückgang in Folge. Ifo-Chef: Aussichten verdüstern sich für deutsche Wirtschaft. Nur Deutschland schrumpft in G7.
- **Gewinnveröffentlichungssaison in den USA:** Positive Überraschungen (Beats) beim Umsatz so niedrig wie seit 14 Quartalen nicht mehr. Saisonmäßig unterstützten Gewinnveröffentlichungssaison und Monat Juli (August und September dagegen schwächere Monate).
- **Euro auf Hoch gegen Drittwährungen.** Negativ für Europas Exporte. Dollar sollte mittelfristig unabhängig vom Zins steigen.
- **Weltliquidität fällt nach Zwischenhoch.**
- **US-Markttechnik:** Fear & Greed-Indikator mit über 80 in der Verkaufszone, Rekordzuflüsse zu Technologiefonds, Most Crowded Trade: Erneut US-Tech-Aktien.



**DR. JENS EHRHARDT**  
Herausgeber Finanzwoche

Der Juli ist ein saisonal freundlicher Monat und profitiert auch von der laufenden Ergebnissaison der Gewinne des 2. Quartals. Seit 2013 waren Gewinnsaisons (vier Wochen) Perioden, in denen US-Aktienkurse im Median fast 2% anzogen. Saisonal folgen mit dem August und September zwei der schlechtesten Monate des Jahres. Ausnahme war der August 1982, als Wall Street für eine Zwei-Dekaden-Hausse (kurze Unterbrechung 1987) nach oben startete. Damals, im August 1982, hatte der legendäre Notenbank-Präsident Paul Volcker bereits ein Jahr monetär gelockert, was die US-Börse zunächst mit weiteren Indexverlusten quittiert hatte.

Im Gegensatz zu einer weit verbreiteten Meinung stiegen die Aktienkurse in der Vergangenheit erst mit erheblicher Zeitverzögerung, nachdem die US-Notenbank mit monetärer Lockerung begonnen hatte. Abgesehen davon, dass bei allen monetären Aktionen der US-Notenbank in den letzten 50 Jahren der Beginn einer FED-Lockerung noch nicht der Beginn einer neuen Aktienhausse war, dürfte der Zeitpunkt der ersten Zinssenkung in diesem Zyklus wohl erst Anfang nächsten Jahres sein.

Zunächst einmal könnte sich die FED in ihren Bremsaktionen bestätigt fühlen, durch schon wieder steigende Energiepreise und bedingt durch den Ukraine-Konflikt auch wieder steigende Weizen- und Nahrungsmittel-

preise (Weizen von 600 auf zuletzt bis 770 US\$ gestiegen). Eigentlich könnte die US-Zentralbank einen Stopp der Zinserhöhungen ins Auge fassen im Hinblick auf die US-Verbraucherpreise und die US-Beschäftigtenzahlen. Zuletzt war die US-Teuerung auf 3% gegen Vorjahr und die Kernrate auf 4,8% gegen Vorjahr für viele Beobachter überraschend gefallen (siehe Chart). Selbst die hartnäckigen Teile der Inflationsrate waren zurückgegangen. Die Kernservicerate auf 6,2%, die Miet- und Wohnungsinflation auf 7,8% und die sog. Super-Kernrate (ohne Mieten) auf 4% gegen Vorjahr.

### US-Konsumentenpreisinflation schon fast wieder auf Vor-Covid-Niveau mit 2,97%.



Das ist zwar alles noch ein gutes Stück von 2% Inflation (bis dahin will die Notenbank bremsen) entfernt, aber

allgemein schneller als erwartet. Die Vertreter der Idee, dass die Inflation nur transitorisch (also schnell wieder vorübergehend) wäre, scheinen doch noch Recht zu bekommen. Zwar werden die Basiseffekte beim Vergleich mit dem Vorjahr in den nächsten Monaten weniger günstig aussehen, aber trotzdem geben diese Daten der Notenbank Spielraum, weitere Zinserhöhungen vom jetzigen 22-Jahres-Hoch (5,5% bis 5,75%) zu stoppen, auch wenn die Wahrscheinlichkeit für eine weitere 0,25%-Zinserhöhung im September zuletzt bei 22% lag.

Aus geopolitischen Gründen könnten allerdings bei einer Verschärfung des Ukraine-Getreidekonflikts höhere Nahrungsmittelpreise in Sicht sein. Der Ölpreis dürfte im 2. Halbjahr wieder steigen, da der Markt wegen niedrigeren OPEC (und Russland)-Öllieferungen deutlich unterversorgt sein dürfte. Russland hat die Ölproduktion zurückgenommen und auch in den USA gab es seit Jahresanfang einen Produktionsrückgang von 15%, nachdem die Zahl der Ölbohrtürme um 91 auf 530 zurückging. Bei den Weizenlieferungen könnte China (Hauptimporteur von Ukraine-Getreide) Druck auf Russland ausüben, da China wegen seines hohen Importbedarfs an Nahrungsmitteln kein Interesse an steigenden Preisen hat. Fazit: Viel spricht dafür, dass im 2. Halbjahr keine starke Abschwächung der Inflation zu erwarten ist und damit beim Zinsniveau vorläufig der Spruch gelten dürfte: Higher for Longer.

**S&P 500 während Zinspause meist (vorübergehend) freundlicher.**

Exhibit 2: S&P 500 performance around the end of Fed hiking cycles as of March 30, 2023

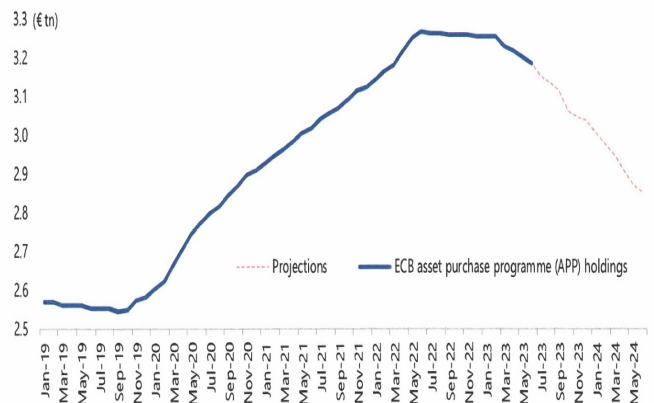


Source: FRB, Goldman Sachs Global Investment Research

Vergessen wird immer wieder, dass bei einer Rücknahme der kurzfristigen Zinsen durch die Notenbank unter das (im Wesentlichen vom Markt bestimmte) langfristige Zinsniveau – also beim sog. "Resteepening", dem Wieder-Steilerwerden der heute inversen Zinskurve – meist erst der eigentliche Aktienindexrückgang in der Vergangenheit begonnen hatte.

In der Phase zwischen Ende der Notenbank-Zinserhöhungen und Beginn der Notenbank-Zinssenkungen war die Entwicklung an den Weltbörsen uneinheitlich (siehe Chart). Bei schon schlechter Konjunktur kam es zu Indexrückgängen, bei noch stabiler Konjunktur zu – vorübergehenden – Kurserholungen im Aktienindex. Der heutige Börsenzeitpunkt ist jedenfalls nicht vergleichbar mit dem März 2003 und März 2009, als die beiden letzten großen Indexaufschwünge nach den vorangegangenen Börsenabstürzen (ausgelöst durch Zinsverdopplungen auf ein ähnlich hohes Niveau wie heute) begonnen hatten. Diesmal wurden die Zinserhöhungen schneller vollzogen und kamen von tieferem Niveau bzw. der Anstieg war prozentual um ein Vielfaches höher. Hinzu kommt, dass diesmal die Bremsung über ein Quantitative Tightening (Abschöpfung von Liquidität bzw. Verminderung der Geldmenge) zusätzlich bremsend wirkt. An ein Ende der Liquiditätsverminderung bzw. ein Ende der Rückführung der Notenbankbilanzsumme denkt ohnehin heute niemand.

**EZB plant Quantitative Tightening-Programm (Stopp Reinvestments APP) von 333 Mrd. €.**



Source: ECB

Auch in Europa wird einerseits übersehen, dass die EZB wegen gegenüber USA höherer Inflation möglicherweise länger bremsen muss als die FED und andererseits Quantitative Tightening (Rückführung der Notenbankbilanzsumme) in stärkerem Ausmaß erfolgte als in den USA. Bisher sank die EZB-Bilanzsumme um 18%, wobei diese quantitative Bremsung in Europa gerade erst begonnen hat. Zum 30.06. sank die Bilanzsumme um 500 Mrd. € durch die Rückzahlung von Krediten, welche die EZB südeuropäischen Banken (sog. TLTRO-Operationen) gewährt hatte. Erst jüngst hat die EZB beschlossen, Quantitative Tightening von monatlich 15 Mrd. € (damit begann man ab März) um durchschnittlich 28 Mrd. € pro Monat bis Juni 2024 zu erhöhen (siehe Graphik).

## IMPRESSUM UND RECHTLICHE HINWEISE

Die FINANZWOCHE erscheint bei der FINANZWOCHE Verlags-Gesellschaft für Anlageinformation mbH. Anschrift: Pullacher Straße 24, D-82049 Pullach, Tel. 089/5203770, Internet: [www.finanzwoche.de](http://www.finanzwoche.de), E-Mail: [info@finanzwoche.de](mailto: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.