

FINANZWOCHEN

INTERNATIONALE KONJUNKTUR- UND MARKTANALYSE SEIT 1974

KOMPAKT

ALLGEMEINER MARKTKOMMENTAR

- **Positive Markttechnik erhält Unterstützung: Schwächerer Dollar, rückläufige US-Inflation, sinkende US-Langfrist-Zinsen und nach der US-Wahl Hoffnung auf Friedensinitiativen in der Ukraine. China stimuliert durch niedrigere Zinsen, Liquiditätsinjektionen der Zentralbank, Abwertung des Yuan und teilweise sehr vorsichtige Covid-Öffnung.**
- **Saisonrhythmus ist positiv. Das 4. Quartal im 2. Wahljahr (also heute) und das 1. und 2. Quartal im 3. Wahljahr waren seit 1950 die stärksten Quartale. Nach den Midterms war Wall Street seit 1945 nach 12 Monaten immer positiv. Zwei Monate danach nur zweimal leicht negativ.**
- **Trotz dieser Positiv-Faktoren signalisieren sehr schlechte US-Geldmenge und Zinserhöhungen mittelfristig Gefahren für teure Wall Street.**
- **Edelmetalle: Positive Markttechnik plus Dollarschwäche.**
- **Schwäche beim Dollar (zu viele Optimisten) sollte sich fortsetzen.**



DR. JENS EHRHARDT

Herausgeber Finanzwoche

Die US-Wahlen und die US-Verbraucherpreise waren zuletzt die Haupt-Börseneinflussfaktoren. Die Wahlbeteiligung war wie üblich in der zweitgrößten Demokratie (nach Indien) mit gut 48% niedrig, aber die Wähler unter 30 Jahren gingen diesmal mehr zur Wahl und bedankten sich wohl teilweise für erlassene Studienkredite und wählten die Demokraten, was dazu führte, dass der von den US-Meinungsforschungshäusern (wieder einmal fälschlicherweise) vorausgesagte Erdrutsch-Wahlsieg zu Gunsten der Republikaner (rote Welle) kaum zutraf. Eine (wenn auch kleine) republikanische Mehrheit im Repräsentantenhaus (Senatsmehrheit bei Demokraten) dürfte zu weniger fiskalpolitischer Stimulierung (also weniger neue Staatsdefizite und damit weniger Belastung für den Bondmarkt) und wahrscheinlich auch zu abgeschwächter Hilfeleistung für die Ukraine führen, wo man bisher über 50 Mrd. \$ aufwendete. Die EU bezahlte fast 30 Mrd. \$ (primär Barmittel-Überweisung). Frau von der Leyen versprach gerade noch einmal 15 Mrd. €. Dann folgen Großbritannien, Deutschland und Polen. Frankreich, Italien und Spanien hielten sich mit zusammen gut 3 Mrd. € zurück.

Die US-Inflationsrate ging im Oktober auf 7,7% gegen Vorjahr (nach 7,9% im September) zurück. Die Kernrate stieg "nur" noch um 6,3% gegenüber Vorjahr bzw. 0,3% gegenüber Vormonat. Probleme bereitet die Dienstleistungsinflation, die im Kernbereich mit 6,7% den höchsten Stand seit August 1982 erreichte, während

die Kern-Güterrate erwartungsgemäß auf 5,1% zurückging (siehe Graphik Seite 10). Bei Gütern wächst das Angebot bei höheren Preisen, so dass die Inflation hier zurückkommt und tatsächlich nur transitorisch war, obwohl dies zuletzt niemand mehr für möglich hielt.

Schwieriger vorauszusagen ist die Serviceinflation (Teuerung bei Immobilien und Mieten sowie bei Löhnen und Gehältern). In beiden Bereichen scheint auch hier der Höhepunkt überschritten zu sein (Service-Inflation ex Shelter erstmals negativ), so dass auch die Kern-Serviceinflation in Zukunft fallen dürfte. FED-Ziel ist ein positiver Realzins (Zins höher als Inflation). Die FED dürfte die Zinsen deshalb am 14.12. erneut erhöhen, wohl um 0,5%. Das ist zwar weniger als die vorangegangenen 0,75%-Schritte, aber immer noch doppelt so viel wie die früher üblichen 0,25%-Schritte. Da Zinserhöhungen (diesmal begleitet mit historischen Rekord-Liquiditätseinschränkungen) immer erst mit einer Zeitverzögerung von ca. einem halben Jahr wirken, dürften die US-Inflationsraten im 2. Halbjahr 2023 erstaunlich niedrig ausfallen.

Inzwischen sind auch in der US-Notenbank Stimmen laut geworden, dass man bei der Wirkung der Notenbank-Maßnahmen "Geduld" haben müsse, da die Maßnahmen mit Zeitverzögerung ("Lag") wirken würden. Das war hier schon vor längerer Zeit deutlich gemacht worden. Es ist also denkbar, dass die FED

tatsächlich die Bremspolitik diesmal deutlich übersteuert hat, auch wenn der von der US-Notenbank ins Auge gefasste Indikator Arbeitsmarkt dies bisher kaum deutlich macht. Allerdings – auch darauf wurde hier hingewiesen – sind die US-Statistiken in Sachen Arbeitsmarkt unzuverlässig. Während die bei den Unternehmen abgefragten sogenannten "Pay Roll"-BLS-Zahlen zuletzt noch Zuwächse an neuen Jobs aufwiesen, war das Gegenteil mit deutlich steigender Arbeitslosigkeit bei den "Household"-Zahlen zu beobachten, wo man nachfragt, wer in einem Haushalt arbeitslos ist.

Schwierig zu interpretieren sind die US-Arbeitsmarktzahlen diesmal auch, weil viele US-Arbeitnehmer nach Covid eine andere Arbeitseinstellung entwickelt haben. Viele Arbeitnehmer sind vorzeitig in Rente gegangen und auch in den USA war Homeoffice ein Thema. Allerdings galt dies, im Gegensatz zu Europa, nur für 20% der Arbeitnehmer und die Unternehmen setzten zu über der Hälfte Überwachungssoftware ein. Angesichts der miserablen US-Produktivität (bedingt u.a. durch diese Entwicklungen), beginnen viele Unternehmen mit Einstellungsstopps und Entlassungen (siehe Tabelle Seite 10). Die Arbeitsmarktzahlen könnten sich drastisch ändern, so dass die kommende Zinserhöhung in den USA vielleicht die letzte in diesem Zyklus sein wird.

Wie wird die Börse reagieren, wenn die Notenbank einen sogenannten "Pivot" (eine Wende Richtung Ende der Bremspolitik) machen wird? In der Vergangenheit drehte die Börse immer erst dann nach oben, wenn die Notenbank lockerte (auch dann meist mit einer Zeitverzögerung von oft sechs Monaten). Im Allgemeinen drehte die Börse nach oben, wenn die Rezession mehr als zur Hälfte (meist 70%) vorbei war. Diesmal ist weder eine Zinssenkung in Sicht, noch ein Ende der Rezession, da sie noch nicht einmal angefangen hat. Die Wahrscheinlichkeit für den Beginn einer Rezession ist allerdings in den USA (und in Europa) weiterhin sehr hoch und steigend.

Abgesehen von Frühindikatoren, wie Auftragseingänge minus Vorräte, Auftragsbestand und Preise, ist hier das Verhältnis der kurzfristigen zu den langfristigen Zinsen der beste Rezessionsindikator. Auch wenn die Zinsen zurückgekommen sind (für längere Laufzeiten unter 4%), ist der Abstand zwischen bremsenden kurzfristigen Zinsen und den langfristigen Zinsen sogar noch gestiegen (mit 0,57% Hoch seit 1980), was verstärkt auf eine Rezession hinweist. Allerdings hat auch dieser Indikator eine Zeitverzögerung von etwa einem Jahr, was

Mitte 2023 einen Rezessionsbeginn bedeuten würde (in Europa mit großer Wahrscheinlichkeit früher, es sei denn, das Kriegsende in der Ukraine kommt).

Die bisherige Konjunktur- und primär Gewinnentwicklung in Europa war in diesem Jahr sogar besser als in den USA. Die Wirtschaft in Europa wurde nicht durch einen starken Zinsanstieg (in den USA etwa doppelt so hoch) gebremst. Durch den Dollaranstieg der letzten 18 Monate hatte das exportlastige Euro-Land zudem Abwertungsrückenwind. Entsprechend waren bis zuletzt die Gewinnüberraschungen in Europa höher als in den USA. Für 2023 dürfte die Situation (siehe auch Sachverständigen-Prognose für Deutschland) weit ungünstiger sein: Sowohl was Wachstum (negativ), als auch Inflation (Wirtschaftsweisen-Schätzung in Deutschland 7,4% und damit höher als in den USA), anbelangt. Die Prognosen wären sofort völlig anders, wenn der Krieg beendet und Deutschland wieder mit preiswertem russischen Erdgas beliefert werden würde. Ebenso wichtig für die weitere deutsche Wirtschaftsentwicklung (auch umweltschonend) wäre ein Beschluss, die drei noch laufenden Atomkraftwerke weiter längerfristig in Betrieb zu lassen. Nachdem die deutschen Gasspeicher zu 100% gefüllt sind, scheint für viele das Energieproblem (abgesehen von der Höhe der Preise) weitgehend erledigt. Dabei wird übersehen, dass die Füllung in diesem Jahr weitestgehend durch russisches Gas erfolgte und 2023 voraussichtlich so nicht möglich sein wird. Die grüne Partei war bekanntlich bereits vor Kriegsausbruch im Zuge der Ablehnung von Nord Stream 2 gegen den Ausbau der Lieferungen von russischem Erdgas. Der völlige Ersatz von fossiler Energie in Deutschland durch Solar und Windkraft wird trotz aller optimistischen Prognosen mittelfristig nicht möglich sein. Man würde z.B. ca. 15mal (!) so viel Windstrom-Erzeugungskapazität benötigen wie bisher, um die derzeitigen Gas, Kohle und Nuklearkapazitäten vollständig zu ersetzen. Auch die entsprechenden Stromtrassen von Nord- nach Süddeutschland fehlen. Schätzungen gehen davon aus, dass ein vollständiger Ersatz dieser Kapazitäten mehr als 2.000 Mrd. € kosten würde. Ferner sind die für diesen Ausbau notwendigen Wertschöpfungsketten in Bezug auf Kapazitäten bisher auch gar nicht vorhanden.

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.