

FINANZWOCHEN

INTERNATIONALE KONJUNKTUR- UND MARKTANALYSE SEIT 1974

KOMPAKT

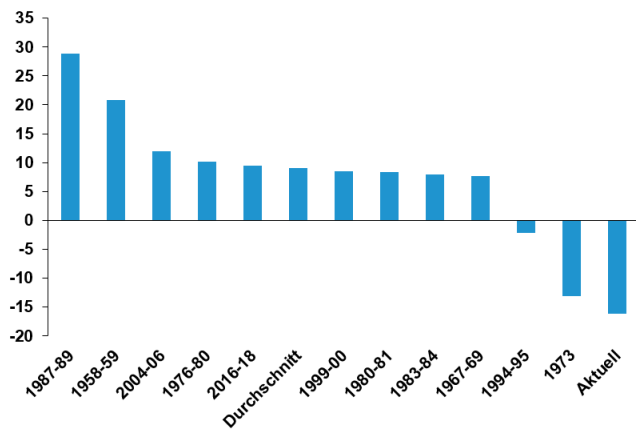
ALLGEMEINER MARKTKOMMENTAR

- ➔ **Kritische Welt-Börsensituation:** Die Periode November bis Jahresende (und April) ist der beste Teil des Jahres, aber die Börsenreaktion auf die schnellste und schärfste monetäre US-Bremmung steht noch aus. Allerdings stehen bisher in Q4 175 Mrd. \$ QT 362 Mrd. \$ Reverse Repurchase-Liquidität gegenüber, also netto 187 Mrd. \$ mehr Liquidität (QE)!!!
- ➔ Ende der 0,25%-Politik in Japan angesichts 3,6% Inflation würde erd-rutschartige Anleiheverluste in Japan mit Folgewirkungen bedeuten.
- ➔ In Europa wird monetäre Bremspolitik nicht, wie in den USA, durch Reverse Repurchase, sondern durch Fiskalpolitik unterlaufen (hohe Defizite!), was ebenso wie relativ niedrige Zinsen und (noch!) gute Gewinnentwicklung europäische Aktien stützen könnte. Energiekosten bleiben aber längerfristig Riesen-Problem, speziell im Winter 2023/24.
- ➔ Gold und Goldaktien mittelfristig mit Potenzial. Ebenso Öl-(Aktien).



DR. JENS EHRHARDT
Herausgeber Finanzwoche

S&P 500: Indexgewinne (in %) während ausgedehnter FED-Zinserhöhungszyklen.



■ S&P 500: Gewinne während ausgedehnter FED-Erhöungszyklen (in %)
Quelle: Deutsche Bank Stand: Nov 2022

Ist die zweite technische Erholung dieses Jahres an den Aktienmärkten vorbei? In der ersten Erholung ab Mitte Juni stieg der wichtigste Index der Welt, der S&P 500 14%, um dann neue Tiefstkurse zu erreichen. Diesmal erholte er sich um 12% und ist wiederum an der fallenden 200-Tage-Durchschnittslinie angelangt. Das letzte Mal war die Erholung im längerfristigen Abwärtstrend hier zuende. Einige Aktienindizes, wie der DAX, der Euro-Stoxx und der Dow mit seinen 30 Value-Aktien, liegen aber bereits deutlich über der 200-Tage-Linie (Kaufsignal), während der NASDAQ-Index mit

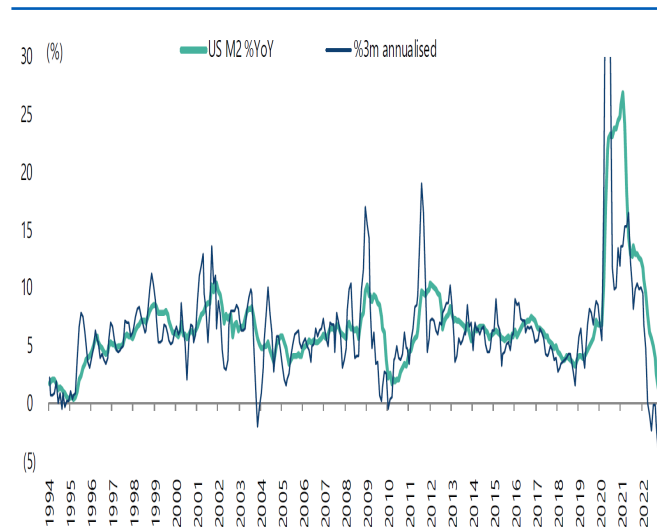
seinen US-Wachstumstiteln noch weit unter dem 200-Tage-Durchschnitt liegt. Im Zuge der Erholung ist der Optimismus der Marktteilnehmer wieder gewachsen. Der Greed & Fear-Indikator liegt mit 61 wieder in der "Gier"-Zone und viele Beobachter meinen, die Baisse wäre vorbei und die Aktienmärkte stünden vor einem längerfristigen Aufwärtstrend.

Durch Covid (in China mit der Null-Covid-Politik nach wie vor ein bedeutendes Thema) und den Ukraine-Krieg verläuft die Börsenentwicklung in diesem Jahr anders als sonst im Zuge der in jedem Konjunkturzyklus üblichen Entwicklung nach Beginn einer Anti-Inflationspolitik der US-Zentralbank. Eigentlich hätte das 1. Halbjahr dieses Jahres noch selektiv freundlich mit wahrscheinlich leicht neuen historischen Höchstkursen verlaufen sollen. So war dies in der Vergangenheit (z.B. 2004/06 oder 1999/2000) immer nach der ersten Zinserhöhung in den USA im Zuge einer regelmäßig noch guten Konjunktur und guter Gewinnentwicklung (siehe Abbildung links). Diesmal ging es aufgrund der höchsten Inflation seit 40 Jahren und der Vervielfachung der Energiepreise gleich nach unten. Es folgten aber die beiden "Bear Market Rallyes", also Zwischenerholungen im 2. Halbjahr, statt der üblicherweise zu erwartenden freundlichen Tendenz im 1. Halbjahr. Nachdem inzwischen aber die jeder Notenbank-Bremspolitik folgende Verschlechterung der Unternehmensgewinne in den USA und an den meisten anderen Märkten (eine

Ausnahme war bisher Europa wegen der Abwertungsgewinne) angefangen hat, könnte jetzt die übliche, den Zinserhöhungen folgende Aktienbaisse beginnen. Realistisch erscheint somit also nicht der unmittelbare Beginn einer neuen Hausse, wie Optimisten zuletzt meinten, sondern erst ab März 2023 (?).

Für eine weitere Baisse spricht aus monetärer Sicht in erster Linie die Entwicklung der US-Geldmenge. Die enge Geldmenge M1 liegt jetzt auf Vorjahresniveau bzw. die Steigerungsrate ist auf praktisch Null gefallen (deutsche Geldmenge M1 auch nur +3,1%). Während die US-Geldmenge M1 in der Vergangenheit durchschnittlich mit einer Verzögerung von einem halben Jahr den US-Aktienmarkt beeinflusst hat, war der Zusammenhang zwischen der breiten Geldmenge M2 (die auch Termineinlagen umfasst, während M1 nur Barmittel, Sichteinlagen und Sparkonten beinhaltet) und dem US-Aktienmarkt in der Vergangenheit ein für Börsianer weniger aussagestarker Indikator.

US-Geldmenge M2: Veränderung gegen Vorjahr und drei Monate annualisiert.



Source: Bloomberg

Wie die Graphik zeigt, stieg und fiel die Geldmenge M2 zwar im Großen und Ganzen mit der US-Konjunktur, gab aber weder bei der Finanzkrise 2008, noch bei der Internet-Krise im Jahre 2000 frühzeitig ein Verkaufssignal. Ganz anders die Geldmenge M1 mit sehr gutem Vorlauf vor der Börsenentwicklung.

Zuletzt lag der Zuwachs der US-Geldmenge M2 gegenüber Vorjahr nur noch bei 1,3% (also eine stark negative Überschussliquidität). In den letzten drei Monaten fiel die US-Geldmenge M2 sogar annualisiert um nicht weniger als 4,1%. Um zu wissen, ob eine Überschussli-

quidität an einer Börse besteht (also genügend überschüssiges Geld da ist, um vermehrt Aktien zu kaufen), muss man von der Geldmengenwachstumsrate die Inflationsrate und die Industrieproduktion abziehen. Tut man dies, gibt es sowohl für die Veränderungsrate von M2, als auch für M1, im Jahresvergleich eine stark negative Überschussliquidität, die in der Vergangenheit ohne Ausnahme die Aktienkurse gedrückt hat. Abgesehen von diesem Jahr, ging es 1987 mit einem Absturz der Zuwachsrate von M1 von 18% am Jahresanfang auf 3% im September (dann folgte der 30%-Crash) am stärksten abwärts. Geht man also nach dem US-Geldmengenindikator M1, müsste im kommenden Halbjahr eine starke Börsenbaisse zu erwarten sein.

Was könnte diesmal anders sein? Im Gegensatz zu früheren Notenbank-Bremszyklen wurden die Zinsen diesmal nicht über die Inflationsrate erhöht, sondern blieben bisher deutlich darunter. Dies könnte bedeuten, dass die US-Notenbank diesmal trotz der schnellsten und schärfsten Zinserhöhung in der US-Geschichte (Chart Seite 10) immer noch nicht genügend gebremst hat, um den Zins auf ein real positives Niveau zu erhöhen. Zur Zeit liegt der Zins mit 4% (mit der erwarteten Zinserhöhung am 15.12. um 0,5% bei 4,5%) immer noch deutlich unter der Inflationsrate von 7,7%. Allerdings kann man davon ausgehen, dass die Inflationsrate in den nächsten Monaten in den USA (weniger in Europa) weiter deutlich fallen wird. Die ursprünglich durch Covid ausgelöste Güterknappheit ist weitgehend beseitigt. Im Hafen von Los Angeles, wo sich die Güterabwicklung in einem historisch extremen Ausmaß im 1. Halbjahr gestaut hatte, erfolgt der Güterumschlag inzwischen auf die zügigste Art und Weise seit 2009.

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.