

FINANZWOCHEN

INTERNATIONALE KONJUNKTUR- UND MARKTANALYSE SEIT 1974

KOMPAKT

ALLGEMEINER MARKTKOMMENTAR

- **Widersprüchliche Faktoren: Meist Rückenwind für die Aktienmärkte in der 2. Dezemberhälfte und noch hohe Barreserven der globalen Fondsmanager von 5,9% sowie defensive Positionierung sprechen für Aktien.**
- **Bald dürfte aber die global schärfste Anti-Inflationspolitik der Nachkriegszeit aus monetärer Sicht zu viel tieferen Kursen führen.**
- **US-Inflationsraten erwartungsgemäß leicht niedriger. Markt übersieht aber, dass weniger Inflation auch weniger Gewinne, niedrigere Zinsen und tieferen Dollar bedeutet.**
- **Gold in Euro sowie einige Rohstoff- und Ölk Aktien brachten 2022 Vermögen. Anlagepolitik dürfte im wahrscheinlich schwierigen 2023 aussichtsreicher gestrategien.**
- **Schwellenländer-Börsen (Asien, Mexiko) und -Währungen sowie Gold könnten 2023 steigen.**



DR. JENS EHRHARDT

Herausgeber Finanzwoche

In eigener Sache: Dr. Jens Ehrhardt und die FINANZWOCHEN-Redaktion wünschen allen Lesern frohe, besinnliche Weihnachten sowie ein gesundes, friedvolles und erfolgreiches Neues Jahr. Die erste Ausgabe im kommenden Jahr wird am 12.01.2023 erscheinen.

Nach dem starken Anstieg der Aktienkurse weltweit seit Oktober wächst die Anzahl jener, die auf den Beginn einer neuen Aktienhausse setzen. Dabei wird auf das wahrscheinlich zurückliegende Zins- und Inflationshoch verwiesen. Übersehen wird dabei, dass in der Vergangenheit die Aktienmärkte erst sechs bis 12 Monate nach dem Zinshoch gedreht haben und die erste Zinssenkung 11 Monate nach dem Leitzinshoch stattfand. Hinzu kommt, dass Aktienmärkte noch nie nach oben gedreht haben, solange die US-Zentralbank weiter bremste und die Zinskurve (10-jährige US-Staatsanleihe-Zinsen minus 2-jährige) negativ war. Zur Zeit ist die Zinskurve immer noch zunehmend invers, so stark wie seit 1981 nicht mehr. Hier spiegelt sich, dass die laufende monetäre US-Konjunkturbremmung vergleichbar ist mit der schärfsten Anti-Inflationspolitik der Nachkriegszeit von Paul A. Volcker.

Solange die Zuwachsraten der US-Geldmenge weiter fällt, dürfte an eine nachhaltige Börsenwende nach oben noch nicht zu denken sein. Hinzu kommt, dass die US-Unternehmensgewinne im kommenden Jahr voraussichtlich deutlich fallen werden, so dass es auch

von dieser Seite Argumente für fallende Aktienkurse gibt. Bezogen auf die fallenden Gewinne ist der US-Aktienmarkt wahrscheinlich nach wie vor mit dem deutlich über 20-fachen Gewinn bewertet, während früher die Börse bei PEs von durchschnittlich 10-12 nach oben drehte. Auch das bisher geltende Argument, dass höhere PEs aufgrund niedrigerer Zinssätze gerechtfertigt wären, sticht nicht mehr. Die kurzfristigen Zinsen (Federal Funds) steuern in den USA auf 5% zu (Europa wohl nur maximal 3%). Das ist genau jene Zinsgröße, die zur Dotcom-Aktienbaisse ab 2000 und zur Finanzkrisen-Baisse ab 2007 führte. Auch der Wall Street-Absturz 1929/32 wurde verursacht durch eine Anhebung der kurzfristigen Zinsen von 3% auf 6%. Monetär stehen die Börsenampeln also immer noch auf tiefrot.

Die Geldmenge M1 steigt in den USA gegenüber Vorjahr nur noch mit 0,18%, was ein historisches Rekordtief ist. Die breitere Geldmenge M2 steigt nur noch mit 1,3% gegenüber Vorjahr (Höchststand der Steigerungsrate war hier 26,9% im Februar 2021). Annualisiert fiel M2 in den letzten drei Monaten sogar um 4,1% (ebenfalls ein Negativ-Rekord!). Während Pessimisten für die weitere Wall Street-Entwicklung gerne auf die kommenden Gewinnrückgänge verweisen, wird in der Regel übersehen, dass es die starke Einschränkung des monetären Wachstums ist, die Konjunktur und Aktien Gewinne zuerst unter Druck bringen wird.

Viele Analysehäuser sehen in diesem Zyklus nur eine sehr milde US-Rezession, die – wenn überhaupt – nur äußerst schwache negative reale Wachstumsraten mit sich bringt. Mehr als ein "Soft Landing" wird allgemein nicht erwartet. FED-Chef Powell spricht sogar von "softish". Begründung ist meist die bisher robust erscheinende Verfassung des US-Arbeitsmarktes. Hier wird immer auf den "Payroll Report" des Bureau of Labor Statistics (BLS) verwiesen. Hier wird in einer recht groben Datenerfassung (nur Stichproben!) bei den Unternehmen nach der Veränderung der Arbeitnehmerzahl gefragt. Gleichzeitig gibt es den sogenannten "Household Survey", wo bei den privaten Haushalten nachgefragt wird, wer arbeitslos geworden oder eine Beschäftigung eingegangen ist. Wie schon häufiger, laufen beide Statistiken erheblich auseinander.

Für den letzten Monat wies das BLS 263.000 neue US-Arbeitsplätze aus. Das war deutlich mehr als die erwarteten 200.000, also ein positives Konjunktursignal. Jedenfalls auf den ersten Blick. Tatsächlich waren 110.000 neue Arbeitsplätze nur theoretisch berechnet worden als Berichtigung der Beschäftigtenzahl durch das sogenannte Geburten/Sterbe-Modell. Ein irreführender Name, der diese bei den Unternehmen erfasste Zahl korrigieren soll um die Arbeitsplätze, die durch neue Unternehmensgründungen von Einzelunternehmern entstanden sind. Tatsächlich zeigen aber andere Statistiken, dass netto die Zahl der Neugründungen 2022 sogar zurückgeht, so dass eine Korrektur nach unten und nicht, wie geschehen, nach oben hätte stattfinden müssen. Berücksichtigt man noch, dass die Unternehmen die Arbeitszeit pro Stunde so stark kürzten, dass dies einem Rückgang der Beschäftigung um 380.000 entspricht und dass die Zahl der Arbeitnehmer mit mehreren Jobs im letzten Monat um 165.000 anstieg, hätte sich nach Berücksichtigung dieser drei Faktoren sogar ein Rückgang (!) von 392.000 Arbeitsplätzen ergeben.

Diese bereinigte Zahl stimmt in etwa überein mit 409.000 Verlust von Arbeitsplätzen nach dem Household Survey, wo in den privaten Haushalten nach der Beschäftigungsveränderung gefragt wird. Auch andere Arbeitsmarkt-Statistiken weisen darauf hin, dass wir in den USA nicht in einer stabilen Konjunktursituation sind, sondern ganz klar auf eine Rezession zusteuern. Dazu gehört z.B. die Statistik der privaten Arbeitsvermittler, wo sich in den letzten vier Monaten bereits eine Abwärtstendenz mit zuletzt 46.000 verlorenen Arbeitsplätzen ergibt. Ferner sank der Prozentsatz

von Arbeitnehmern, die freiwillig kündigten, von 15,9% im September auf 13,9% im November. Ebenfalls ein Spiegel schlechterer Arbeitsmarktlage. Am auffälligsten ist die Veränderung der Zahl der gekündigten Arbeitnehmer. Hier liegt die jüngste Zahl um mehr als 400% höher als gegenüber Vorjahr. Das Niveau ist zwar noch auf keinem Krisenstand, aber ebenso wie bei der Anzahl der Anträge nach neuer Arbeitslosenversicherung spielt nicht das Niveau, sondern der Trend die entscheidende Rolle. In der Vergangenheit begann eine US-Rezession im Durchschnitt ein halbes Jahr nach dem Tiefstand der Arbeitslosenrate (zur Zeit Tief mit 3,7%). Berechnungsmethoden, die die beschriebenen Sondereffekte einbeziehen, liegen aber bei einer bereits mehr als 1% höheren US-Arbeitslosenrate.

Die Frage ist, wie die US-Zentralbank auf die kommende konjunkturelle Entwicklung (u.a. vom Arbeitsmarkt) reagieren wird. Die meisten Beobachter gehen im kommenden Jahr (nach dem wahrscheinlichen 0,5%-Zinsschritt am 14. Dezember) von zwei Zinsschritten im Januar und Februar von je 0,25% aus. Das würde dann zu einem Leitzins von fast 5% führen. Sollte es dann zu einer Pause bei den Zinserhöhungen kommen (also Vorstufe zu einer Senkung), so dauerte es in der Vergangenheit durchschnittlich 11 Monate, bis die Zentralbank das Steuer in Form von Zinskürzungen herumwarf. Entsprechend rechnen die meisten Beobachter auch heute mit ersten Zinssenkungen im 4. Quartal nächsten Jahres, manche auch erst Anfang 2024.

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 DE51 7001 008000 41035803, 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.