

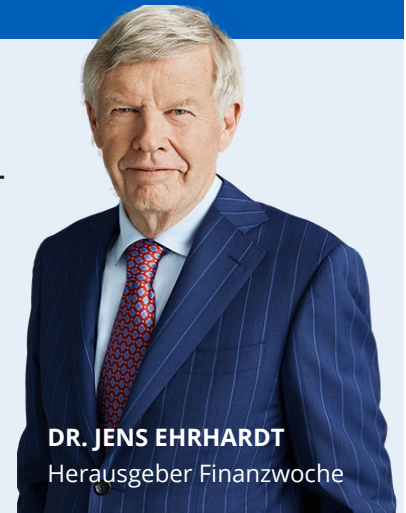
# FINANZWOCHEN

INTERNATIONALE KONJUNKTUR- UND MARKTANALYSE SEIT 1974

**KOMPAKT**

## ALLGEMEINER MARKTKOMMENTAR

- Gemischte US-Konjunkturdaten mit 517.000 neuen Arbeitsplätzen im Januar und andererseits Rückgang des ISM Manufacturing PMI-Frühindicators auf 47,4 (ohne Pandemie niedrigster Stand seit 2009).
- Neue US-Aufträge-Indikator nur 42,5. Fünfter Monatsrückgang. Lohnanstieg 4,4% gegen Vorjahr und Arbeitslosenquote mit Rückgang auf 3,4% (53-Jahres-Tief) kein Grund für Ende der Zinssteigerungspolitik.
- Auch EZB wird Zinsen weiter erhöhen. EU-Inflations-Kernrate steigt (in USA fällt sie). Kernrate noch wichtiger als Konsumentenpreise.
- Goldpreis leidet unter Rückgabe von Gold-ETFs.
- Dollar profitiert von Realzins, niedrigerer Inflation und Geopolitik.
- US-Bonds erreichten mit 3,33% 200-Tage-Linie. Kurzfristig ausgereizt.
- China und Japan monetär positiv. China mit 2,6 Bio. \$ Spargeldern.



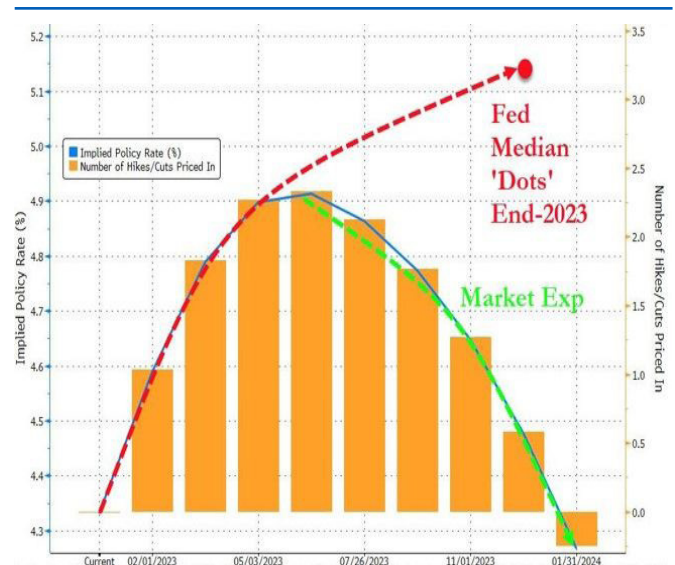
**DR. JENS EHRHARDT**  
Herausgeber Finanzwoche

Die zurückliegende Woche war gekennzeichnet durch eine selten große Anzahl von veröffentlichten volkswirtschaftlichen Daten mit erheblichen Börsenkonsequenzen. Auffällig ist, dass offensichtlich viele institutionelle und private Geldanleger sich nach den veröffentlichten Zahlen falsch positioniert fühlten und rege umdisponierten. Die volkswirtschaftlichen Frühindikatoren sprachen in den letzten Wochen zunehmend für den Beginn einer US-Rezession. Entsprechend sind die Anleger vernünftigerweise allgemein defensiv positioniert mit oft niedriger Aktienquote. Sie sind in Qualitätsaktien mit gutem Bilanzbild und defensivem, wenig konjunkturrempfindlichem Geschäftsmodell investiert. Hinzu kommen zusätzliche Absicherung durch Verkaufsoptionen und bei professionellen Anlegern gezielten Terminverkäufen (Shorts). Dort sucht man bei sinkenden Aktienkursen eine Kompensation gegen Börsenverluste.

Untermuert wurde eine solche defensive Aufstellung durch die wiederholten Aussagen der amerikanischen Notenbank, man werde die Inflation mit mehreren weiteren Zinserhöhungen und dann anhaltend hohen Zinsen bekämpfen sowie das Wirtschaftswachstum durch eine deutliche Verschlechterung der Finanzsituation (Financial Conditions) am Kapitalmarkt bremsen. So wollte man die volkswirtschaftliche Nachfrage drücken, um die Inflationsrate zu reduzieren. Nun aber zeigt sich, dass der US-Notenbank-Chef Powell die "Finan-

cial Conditions" sogar verbessert hat, seit er im März vergangenen Jahres zum ersten Mal die Zinsen anhub. Hinzu kam, dass Powell auf der letzten Notenbank-Presskonferenz ständig seine große Zufriedenheit mit dem "disinflationären" volkswirtschaftlichen Umfeld in Amerika zeigte und dass man nahe am Ziel wäre.

### FED-Mitglieder (rot) haben andere Zinsprognose als Marktteilnehmer (grün).



Bisher war immer von weiteren deutlichen "Schmerzen" (Pain) die Rede, die die Volkswirtschaft (und die Börsen) erdulden müssten, bevor man das Ziel erreicht hätte. Gleichzeitig mit den zuletzt optimistischen Tönen

verkündete Powell allerdings auch, dass er mehrere weitere Zinserhöhungen für nötig hielt und in diesem Jahr die Zinsen nicht mehr senken werde. Gerade das bezweifeln aber die Börsianer, die am Terminmarkt bereits einen Zinsrückgang ab Mitte dieses Jahres bei den kurzfristigen Leitzinsen (Federal Funds) einpreisen (siehe Chart Seite 1). Einer angeblich doch nicht zu konsequenter Inflationsbekämpfung bereiten Notenbank stehen immer optimistischer werdende Börsenteilnehmer gegenüber. Nach dem Stimmungsindikator Greed & Fear (Gier und Furcht), der bisher die Stimmung in Wall Street immer ausgezeichnet einfiel, waren zuletzt wieder 80% in der Gier-Ecke positioniert. Das alles macht deutlich, dass jedes Mal, wenn dieser Indikator stieg (Rekordhoch war 2021 ein Wert von 81, bevor die Börsenhausse zu Ende ging), eine zumindest vorübergehende Wende nach unten einsetzte, wie z.B. im letzten Jahr im März oder im August. Auch andere Timing-Indikatoren, wie z.B. von Morgan Stanley, der mit über 2 jetzt in die Verkaufszone kam, geben ähnliche Signale. Dazu kommt die ungewöhnlich niedrige Volatilität bei Aktien, die minimale Vorsicht der Anleger signalisiert. Nimmt man die Renditedifferenz zwischen US-Staatsanleihen und spekulativen US-Unternehmensanleihen, so ergibt sich sogar ein Verkaufssignal, das es in den vergangenen 100 Jahren nur selten gab. Zum Beispiel 1929 oder 2007.

An der Börse hat sich zuletzt das Denken festgesetzt, dass sofort eine Börsenhausse einsetzt, wenn die US-Notenbank entweder mit Zinserhöhungen pausiert oder die Zinsen senkt. Ein Blick auf die Entwicklung in den letzten Börsenzyklen zeigt aber, dass sich immer erhebliche Zeitverzögerungen (Lags) zwischen den Aktionen der Notenbank und der folgenden Börsenentwicklung ergaben. Notenbank-Chef Powell vergleicht sich gerne mit dem legendären, deutschstämmigen US-Notenbank-Präsidenten Paul A. Volcker, der wegen seiner erfolgreichen Inflationsbekämpfung immer wieder als angesehenster und fähigster US-Notenbank-Präsident bezeichnet wird. Im Zuge der Bekämpfung der stärksten US-Nachkriegsinflation wegen des Vietnamkriegs Ende der 1970er Jahre pausierte Volcker im August 1981 mit seinen zuvor (neben heute) schärfsten Zinserhöhungen. Damals lag das Zinsniveau zwar mit Staatsanleihe-Renditen in der Spitze nahe 20% wesentlich höher als heute, aber das Tempo des Zinsanstiegs und der prozentuale Anstieg waren im aktuellen Zyklus sogar stärker als unter Volcker. Damals pausierte Volcker im August 1981 mit weiteren Zinserhöhungen (und erst im August 1982 (der Verfasser kann sich noch

bestens an diesen Monat und seine folgende Börsenwende erinnern) wendete der Aktienmarkt nach oben. Wir sprachen damals vom Beginn einer "Jahrhundert-Hausse".

Die US-Zentralbank pausierte weiterhin im Mai 2000, begann im Januar 2001 mit Zinssenkungen und im März 2003 drehte die US-Börse nach oben (Chart Seite 12 Mitte). Bis dahin war die Börse über 40% gefallen. Weiterhin begann die Zentralbank mit Zinssenkungen im September 2007 und die US-Börse drehte im März 2009 nach oben, im letzten großen Börsenzyklus. Der S&P 500 war in diesem 17-Monats-Zeitraum um weitere 55% gefallen. Im Allgemeinen kürzt die Zentralbank die Zinsen, wenn die Rezession beginnt, häufig wurden die Zinsen auch schon vorher gesenkt, aber die Börse drehte im Allgemeinen erst, wenn 70% des Zinssenkungsprozesses der Notenbank bereits vollzogen waren. Wiederholt gab es bei der ersten Zinssenkung scharfe Kurssteigerungen, die sich aber sehr schnell ins Gegenteil umkehrten. Da diesmal noch keine Rezession begonnen hat und die US-Notenbank sich sogar mit mehreren weiteren Zinserhöhungen festgelegt hat und mit der Feststellung, dass man in diesem Jahr die Zinsen voraussichtlich nicht senken wird (Interview am 07.02.), erscheinen alle Hoffnungen, dass das Börsentief (Oktober 2022) bereits hinter uns liegt, verfrüht.

Die FED-Bremmung war diesmal wegen der höchsten Inflation seit 40 Jahren besonders stark. Dies wird auch deutlich an der Entwicklung des US-Geldmengenwachstums. Beide Größen M1 und M2 (enge und breite Geldmenge inklusive längerlaufenden Termingeldern) befinden sich inzwischen im Minus, was es in der Nachkriegszeit noch nicht gegeben hat (zuletzt ab 1929). In der Vergangenheit brauchte es in der Regel ein Jahr vom Beginn der Zinserhöhung bis zum Rezessionsbeginn. Würde dieser statistische Durchschnittszeitraum auch diesmal zutreffen, würde die US-Rezession Ende März beginnen. Neben der Geldmenge spricht auch die inverse US-Zinskurve eine deutliche Sprache. Jede inverse Zinskurve zog in der Vergangenheit eine Rezession nach sich. Der zeitliche Abstand variierte hier noch stärker als bei Zinsmaßnahmen der Notenbank oder Geldmengenveränderungen. Nachdem die Kurve diesmal überdurchschnittlich stark invers ist (80 Basispunkte) und dies bereits seit sieben Monaten, spricht die Wahrscheinlichkeit für den Beginn einer Rezession in einem halben Jahr.

## 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](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.