

# FINANZWOCHEN

INTERNATIONALE KONJUNKTUR- UND MARKTANALYSE SEIT 1974

**KOMPAKT**

## ALLGEMEINER MARKTKOMMENTAR

- Für 2024 gibt es 2 Perspektiven: 1. Die Weltkonjunktur schwächt sich weiter ab, was die Gewinne drücken wird, was einen Börsenaufschwung vorerst verhindert. März-Zinssenkung (60% Wahrscheinlichkeit) trotzdem unrealistisch früh. 2. Der Abschwung bleibt aus & die FED lässt sich Zeit mit Zinssenkungen, deren positive Auswirkungen aber bereits heute in den Börsenkursen eingepreist sind.
- Der herrschende Überoptimismus (Wall Street am meisten übergekauft seit 2018) könnte enttäuscht werden. Wahljahre tendieren bis Mai seitwärts. Bestes Verhältnis zwischen Zinsen & Aktienbewertung hat Japan, die USA das schlechteste seit dem Jahr 2000.
- International wie 2023 Stockpicking entscheidend. Rekordhohe 72% der US-Aktien waren 2023 schlechter als der Index.
- Kurspotenzial am Anleihemarkt kurzfristig ausgereizt. 200-Tage-Linie bremst bei 4% US-Zins weitere Zinsrückgänge. Mittelfristig Bonds weiter aussichtsreich.



**DR. JENS EHRHARDT**  
Herausgeber Finanzwoche

2023 war unter dem Strich ein wesentlich besseres Börsenjahr als die angekündigte scharfe Bremspolitik der US-Zentralbank hätte am Jahresanfang vermuten lassen. Zwar zeigten sich zunächst bis Ende Oktober letzten Jahres die Auswirkungen der Bremspolitik in Form von fallenden Aktienkursen (mit Ausnahme der sieben großen US-Wachstumsaktien). Entsprechend waren die gleichgewichteten Aktienmärkte, in denen Einzelaktien nicht wie im Index gewichtet sind (sondern mit gleicher Gewichtung wie z.B. 0,2% im S&P 500-Index) bis zum 27. Oktober 2023 an wichtigen Märkten wie Wall Street, aber auch Deutschland um ca. 5% gefallen. Auch die Anleihemärkte schienen bis zu diesem Datum mit neuen Kursrückgängen das 3. Baisse-Jahr in historisch einmaligem Negativmaß auszusteuern. Aber auch Rohstoffe und Immobilienpreise zeigten teils erhebliche Auswirkungen der US-Politik der hohen Zinsen. Lediglich Gold (besonders in Euro gerechnet) konnte sich – wie schon im Aktienbaisse-Jahr 2022 – erneut dem Abwärtstrend entziehen.

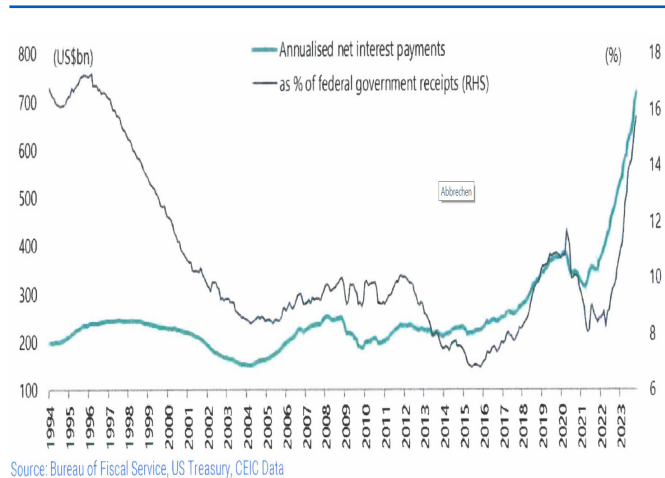
Ab 27.10.2023 tendierten die US-Anleihezinsen (nach Hoch bei 5% für 10-jährige Staatsanleihen) abwärts und die Aktienmärkte weltweit aufwärts. Hintergrund waren die im Zuge der für viele überraschenden Inflationsrückgänge Bemerkungen der US-Zentralbank zum Ausblick auf sinkende Zinsen. Für die kurzfristigen US-Leitzinsen (Federal Funds) preisten die Märkte zuletzt 5 bis 6 Zinssenkungen um jeweils 0,25% in 2024 ein.

Im Hinblick auf die zukünftige erwartete US-Inflation und die daraus folgende US-Notenbankpolitik wurde zuletzt die Wahrscheinlichkeit für eine US-Rezession stark zurückgenommen. Tatsächlich hatte die US-Notenbank schon im letzten Jahr nicht das vollzogen, was sie angekündigt hatte. Durch reichliche Liquidität gewissermaßen durch die Hintertür von anfangs überaus großzügigen Hilfen in der US-Bankenkrise im März bis zu den Repo-Hilfen in Billionen-Dollar-Größenordnung hatte man die sog. "Financial Conditions" nicht wie angekündigt drastisch verschlechtert, sondern sogar verbessert. Die Repo-Hilfen laufen nur noch bis März. Noch nie dürfte eine Bankenkrise in den USA so großzügig gehandhabt worden sein wie jene im zurückliegenden März. Die Banken bekamen schief liegende Anleihepositionen voll vom Staat refinanziert (BTFP-Programm aber nur bis März!). Die Silicon Valley Bank wurde gerettet, obwohl die durchschnittliche Kundeneinlagegröße bei einem Millionenbetrag lag und nur drei Prozent der Kundengelder eigentlich durch die Einlagenversicherung abgedeckt war. Der durch die staatlichen Rettungsgelder verursachte Liquiditätsschub führte zu Verbesserungen der Financial Conditions.

Möglich war das wesentlich besser als erwartete US-Wirtschaftswachstum von gut zwei Prozent im letzten Jahr ganz wesentlich durch die drastisch erhöhten Staatsdefizite geworden (zwei Drittel des BIP-Wachs-

tums kam durch neue Schulden. Im dritten Quartal war der Schuldenanstieg größer als der BIP-Anstieg!). Noch nie haben die Amerikaner in Nicht-Rezessionszeiten und in Friedensperioden so hohe Staatsdefizite gefahren wie im letzten Jahr (in absoluten Zahlen, bezogen auf das BIP am zweithöchsten, z.B. 8,6% vom BIP im dritten Quartal 2023). Entsprechend den stark erhöhten Schulden stiegen die annualisierten Zinszahlungen zuletzt auf über 700 Mrd. \$. Damit betragen die Nettozinsaufwendungen für US-Staatsschulden im November 2023 15,8% der Steuereinnahmen, was der höchste Wert seit Juli 1997 war (siehe Graphik).

**USA: Rekordhohe Zinsaufwendungen für Staatsschulden in Sicht.**



Trotz der verdeckten monetären Stimulierung und der Rekordstaatsdefizite im abgelaufenen Jahr sprechen die Frühindikatoren dafür, dass sich die US-Wirtschaft im ersten Halbjahr 2024 abschwächen wird. Nachdem die US-Unternehmensgewinne im letzten Jahr für die S&P 493-Unternehmen um ca. fünf Prozent gefallen sein dürften (um 33% gestiegen für die sieben großen Wachstumsaktien), dürften die Unternehmensgewinne zumindest im ersten Halbjahr 2024 vor dem Hintergrund der realistischen Konjunkturabschwächung kaum steigen. Da monetäre Indikatoren erst mit erheblicher Zeitverzögerung auf Börse und Konjunktur reagieren, ist es nicht ausgeschlossen, dass die Aktienbörsen zu optimistisch in das neue Jahr gestartet sind.

Die heutige Situation ist genau umgekehrt wie vor einem Jahr, als die Ankündigung der schärfsten Bremspolitik aller Zeiten die Börsenteilnehmer veranlasste, hohe Barbestände zu halten, Aktienbestände vorsichtshalber zu verringern und in defensive Papiere zu tauschen. Diesmal gehen die Anleger hoch investiert in das neue Jahr. Die heutige Vollinvestierung spiegelt sich

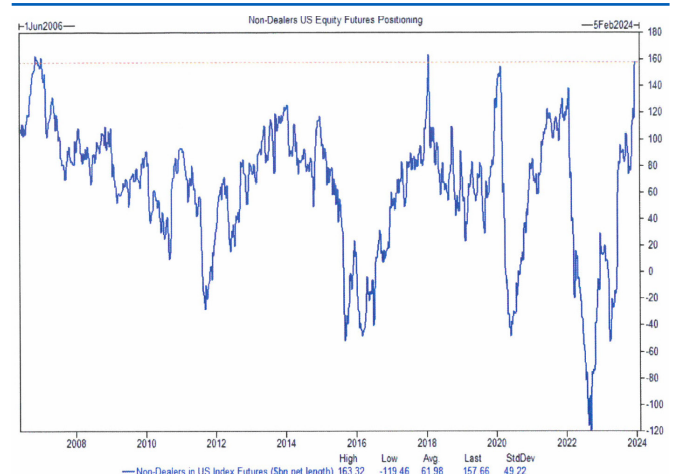
in Fear and Greed-Zahlen von bis 80 (entspricht extremer Gier) im Dezember nach Zahlen von 35 vor einem Jahr (siehe Graphik) sowie den höchsten US-Future-Positionierungen seit dem Vorfeld des Börsen-Crashes 2008 (siehe Chart).

**Fear and Greed-Indikator gibt Verkaufssignal.**



Nachdem die Markttechnik mit ungewöhnlich viel Pessimismus Anfang letzten Jahres das Börsenjahr 2023 besser als erwartet werden ließ, scheint auch hier jetzt eine umgekehrte Situation gegeben mit heute entsprechend hohem markttechnischen Optimismus. Fasst man die Gesamtheit der technischen Indikatoren zusammen, so dürfte seit Anfang 2018 kein so großer Optimismus geherrscht haben. Entsprechend erwies sich 2018 unter dem Strich – besonders im zweiten Halbjahr – als ein unerwartet schlechtes Börsenjahr.

**Extremster Optimismus seit 2008 bei US-Aktienindex Futures: Verkaufssignal.**



Sollte die US-Zentralbank 2024 die Zinsen tatsächlich so stark zurücknehmen wie heute von den Märkten erwartet (von 5,5 auf 4,0% in diesem Jahr und 3,5% im

nächsten Jahr), so ist es realistisch, am Ende positive Börsenerwartungen aus einem entsprechenden Zinsrückgang abzuleiten. Für das Jahr 2023 hatten viele Beobachter im ersten Halbjahr mit einem scharfen Konjunktur- und Börseneinbruch gerechnet mit dann ab Jahresmitte einsetzender FED-Lockerungspolitik und Börsenaufschwung im zweiten Halbjahr. Der Börsenaufschwung kam dann vier Monate verspätet ab November. Tatsächlich gelang es dem S&P 500 im Jahr 2023, in etwa die Verluste des Jahres 2022 wieder aufzuholen. Allerdings gelang es dem Markt nicht, ein neues historisches Hoch zu erreichen, was eine Bestätigung dafür wäre, dass wir uns in einem längerfristigen Aktienaufwärtstrend bewegen. Im pessimistischen Fall wäre die Erholung der Indizes ab Oktober 2022 nur eine Aufwärtsbewegung in einem beginnenden längerfristigen Abwärtstrend gewesen. Davon gehen wir im Moment noch nicht aus.

## 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.