

# FINANZWOCHEN

INTERNATIONALE KONJUNKTUR- UND MARKTANALYSE SEIT 1974

**KOMPAKT**

## ALLGEMEINER MARKTKOMMENTAR

- In der Vergangenheit dürfte eine Aktienhausse noch nie in einem vergleichbaren Stadium der US-Zinsentwicklung stattgefunden haben. US-Aktien sind teuer im Vergleich zu Anleihen und kurzfristigen Zinsen. Generell weist Wall Street viele negative Gewinnrevisionen auf. Wachstumsaktien weiter stark.
- Viel Optimismus für Aktien, hohe Investierung, hoher Fear & Greed-Wert mit bis 75 und mögliche Enttäuschungen bei der Zinsentwicklung (zu schnelle Zinsrückgänge eingepreist) könnten zu durchwachsenem Jahresstart führen. China bzw. Hongkong sind die preiswertesten Börsen (PE nur 8 gegenüber USA 22). Technische Erholung wegen 278 Mrd. \$ Staatshilfe möglich.
- Japan verlässt erstmals seit 2,5 Dekaden die Deflation. Damit steigen nominell die Gewinne und Investitionen. Die Anleger sind in Japan immer noch unterinvestiert und verfügen über umfangreiche freie Mittel zum Aktienkauf. Im Gegensatz zu Deutschland kluge Politik!



**DR. JENS EHRHARDT**  
Herausgeber Finanzwoche

Bei der Frage nach dem wichtigsten Einflussfaktor für die weitere Kursentwicklung an den Börsen fällt der seit längerer Zeit sehr enge Zusammenhang zwischen den Aktienindizes (bzw. PEs) und der Entwicklung der Rendite den 10-jährigen US-Staatsanleihen ins Auge. Nachdem jetzt die beiden großen US-Indizes S&P 500 und NASDAQ neue historische Hochs erzielt haben, setzt der Aktienmarkt ganz eindeutig auf ein Softlanding der US-Konjunktur bei Ausbleiben einer Rezession. Die neuen Indexhöchststände wurden allerdings weitestgehend von den wenigen großen Technologieaktien (welche die Indizes bestimmen) nach oben gezogen, während der breite Markt erneut zurückblieb (ebenso die A/D-Linien und die Bond-Kurse), ähnlich wie in den ersten zehn Monaten des letzten Jahres. Das neue Allzeithoch im S&P 500 machten 91% der 500 S&P-Aktien nicht mit (= weiter sehr schlechte Marktbreite). Seit Jahresanfang verlor der Russell 2000-Index ähnlich wie der breite Markt drei Prozent. Der M-DAX Kursindex verlor schon gut fünf Prozent. Überdurchschnittlich verbesserten sich dagegen erneut die "Magnificent 7". Hier stieg besonders Microsoft im Hinblick auf seine Aktivitäten in der künstlichen Intelligenz und verdrängte die schon seit längerer Zeit höchstkapitalisierte Apple vom Spitzenplatz (Börsenwert jeweils ca. 2,9 Bio. \$, was fast dem Doppelten des Wertes aller deutschen Aktien von 1,7 Bio. € entspricht). Das Rennen um das wertvollste Unternehmen der Welt bleibt weiter spannend. Die Einführung des Microsoft Copilot im November 2023

beflügelte den Aktienkurs von Microsoft. Bei Apple warten die Anleger auf ein neues iPhone im September 2024 (analog zum neuen Samsung Galaxy S24 Ultra).

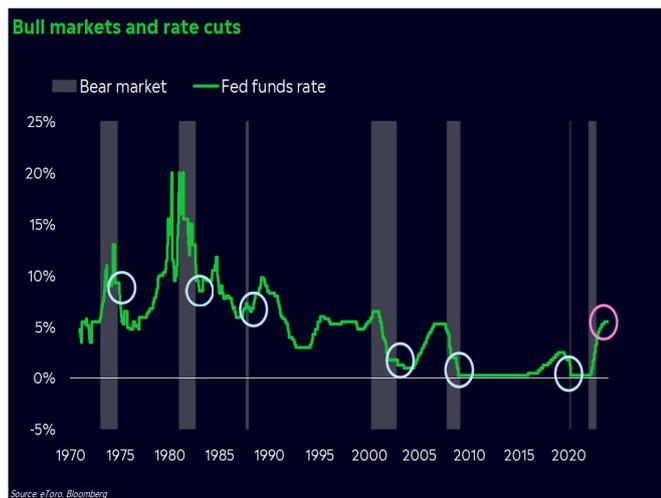
Auf der einen Seite preist Wall Street (und die Weltbörsen) ein US-Softlanding ohne Rezession ein. Ohne sich im Laufe dieses Jahres verbessernde Konjunktur und damit steigende Gewinne wären die hohen Bewertungen der US-Aktien (gewissermaßen gepreist für perfekte Konjunktorentwicklung) nicht zu erklären. Andererseits aber spiegeln die deutlichen Zinsrückgänge seit Ende Oktober und die mit 40% eingepreiste erste US-Zinssenkung (um 0,25%) schon im März ein Konjunkturbild, das eher an eine Rezession erinnert, in der dringende Zinssenkungen zur Abwehr gegen einen längeren Konjunkturabschwung nötig sind. Kommt es aber wegen besserer Konjunktur nicht zu den schon jetzt in den Erwartungen eingepreisten Zinssenkungen, dürfte es kaum zu der von der Investment-Gemeinde allgemein erwarteten Börsenhausse in den USA und international kommen.

Ein ähnliches Missverhältnis wie heute zwischen Zinsniveau und Aktienbewertung gab es in der Vergangenheit nur vor bedeutenden Börsenrückgängen (siehe Chart, S. 2). Kommt es doch noch zu einer US-Rezession, würden die US-Zinsen wahrscheinlich sogar noch stärker gesenkt als jetzt erwartet. In der Vergangenheit hat die US-Zentralbank die Zinsen am Geldmarkt in einer

Rezession im Durchschnitt um fünf Prozentpunkte gesenkt. Eine Rezession würde allerdings auch niedrigere US-Gewinne bedeuten, was in der Vergangenheit regelmäßig niedrigere Börsenkurse bedeutet hat.

Eine Rezession scheint unwahrscheinlich, wenn man auf den US-Arbeitsmarkt sieht. Die Anzahl neuer Arbeitslosenunterstützungsanträge lag in der letzten Woche bei Werten von nur noch 187.000, was an das rekordtiefe Niveau Ende der 60er Jahre erinnert. Auch der Konsum (drei Viertel der US-Wirtschaft) wies im Dezember mit +5,9% unerwartet gute Wachstumswahlen auf. Skeptiker verweisen hier aber auf den außerordentlich warmen Dezember in den USA, was in der Vergangenheit den Konsum stark anregte. Der Januar andererseits zeigt jetzt rekordtiefe Temperaturen. Bei den Vorwahlen in Iowa, wo Trump für viele unerwartet hoch gewann, herrschten die niedrigsten Temperaturen seit über 50 Jahren. Die in der Vergangenheit wichtigen Konjunkturfrühindikatoren sowie monetäre Konjunkturindikatoren zur Kreditvergabe weisen allerdings unverändert klar nach unten. Auch wenn 80% der Investmentgemeinde (nach dem internationalen Fondsmanager-Überblick der Bank of America) keine Rezession erwarten, kann man diese nach den bewährten volkswirtschaftlichen Regeln keineswegs völlig ausschließen.

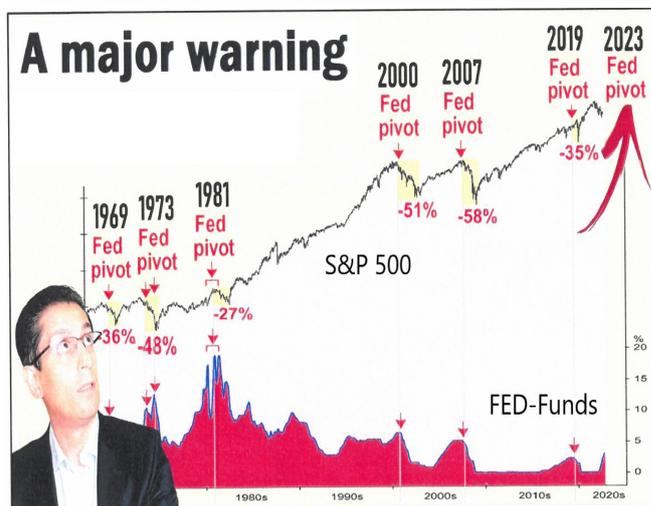
**USA-Hausen (Bull Marktes Beginn = Kreis) regelmäßig erst nach Zinssenkungen (Fed Funds, grün).**



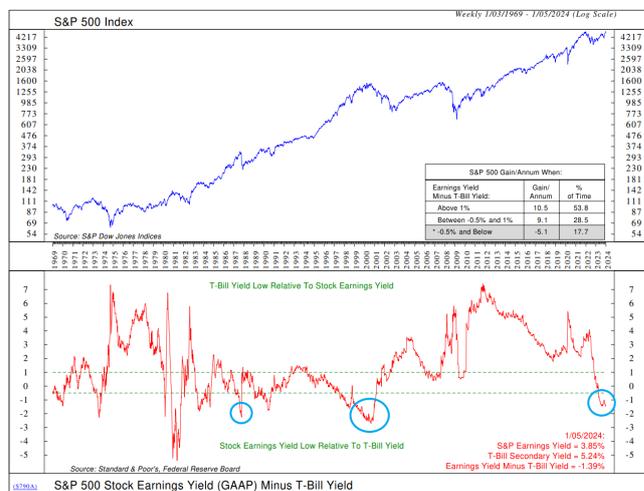
Richtet man sich nach den am Markt eingepreisten zukünftigen Zinsen und nach den Kommentaren aus der US-Zentralbank dürfte 2024 wohl in jedem Fall ein Jahr der Zinssenkungen und damit ein gutes Jahr für Anleihekurse sein. Die Aktienbörsen haben allerdings in der Vergangenheit unterschiedlich auf solche Zinssenkungsphasen reagiert.

Die Aktienkurse sind in der Regel nur gestiegen, wenn die Konjunktur sich im Zinssenkungszeitraum verbesserte. War die Konjunktur schwach – was meistens der Fall war – fielen die Aktienkurse. Meist stiegen die Aktien (Bull Markt in Chart dargestellt als Kreis) nachdem die Zinsen (Fed Funds) gesunken waren (meist bis zum Tief) (siehe Graphik links unten). Nach Beginn der Zinssenkungen (sog. Pivot) fielen die Kurse (siehe Chart unten 1969-2023). Auch wenn die Konjunktur aus einer Phase hoher Inflation kam und wenn die Zinskurve invers war (beides heute der Fall), reagierten die Aktienbörsen in der Vergangenheit mit fallenden Kursen und erholten sich erst ab Ende der Zinssenkungen.

**Beginn von US-Zinssenkungen (Pivot) löste in der Vergangenheit oft Börsenbaissen aus.**



**S&P-Gewinnrendite minus kurzfristige US-Zinsen. Aktien im Vergleich stark überbewertet.**



Für Wall Street und die Weltbörsen wäre es wahrscheinlich am besten, wenn sich die Konjunktur relativ gut hält und die Unternehmensgewinne tatsächlich – wie von den großen amerikanischen Häusern vorausgesagt – in diesem Jahr am Ende um mindestens fünf Prozent steigen. Im Hinblick auf das Wahljahr wird man auch bei guter Konjunktur die Zinsen kaum anheben (1980 allerdings um vier Prozent!). Ob man sie allerdings in dem schon jetzt eingepreisten Ausmaß senken wird, dürfte die große Frage in diesem Jahr sein. Enttäuschungen (durchaus realistisch) würden hier von den Aktienmärkten negativ quittiert. Schon jetzt zeichnet sich wegen zuletzt von 3,81% auf bis 4,18% gestiegener Zinsen bei 10-jährigen US-Staatsanleihen eine Entwicklung ab wie im letzten Jahr bis Oktober, wo es für die meisten Aktien abwärts ging. Man konzentrierte sich auf die großen liquiden Wachstumsaktien, wo die Gewinne im letzten Jahr um etwa ein Drittel stiegen und für die restlichen Aktien in etwa gleichblieben. Das führte dazu, dass die Kurs/Gewinn-Verhältnisse für den Gesamtmarkt im letzten Jahr auf ein ungesundes Niveau stiegen. Die Kursbesserungen des letzten Jahres (weitestgehend im November und Dezember passiert) basierten also nicht auf gesunder Gewinnverbesserung, sondern primär auf höheren PEs (außer bei den großen Wachstumsaktien, wo die Gewinne stiegen), wenn auch weniger als die Kurse.

Weiter steigende Gewinne bei den großen Technologieaktien in diesem Jahr erscheinen realistisch. Obwohl diese Titel analytisch hoch bewertet sind (Durch-

schnitts-PE 27) und die Investment-Gemeinde ungesund schwerpunktmäßig in diesen Titeln investiert ist (auch im letzten Monat erneut "most crowded trade"), könnte sich deshalb die positive Kursentwicklung im US-Wachstumssektor wegen steigender Gewinne fortsetzen.

## 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.finanzewoche.de](http://www.finanzewoche.de), E-Mail: [info@finanzewoche.de](mailto:info@finanzewoche.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.