

FINANZWOCHEN

INTERNATIONALE KONJUNKTUR- UND MARKTANALYSE SEIT 1974

KOMPAKT

ALLGEMEINER MARKTKOMMENTAR

- ➔ Markttechnik ist positiv für Anleihen (Bond-Pessimismus extrem hoch), während Markttechnik für Aktien uneinheitlich ist. Hoher Pessimismus (Fear and Greed - Zufluss zu Geldmarktfonds) sowie hoher Optimismus (hohe Positionierung besonders bei Ausländern). S&P 500 ohne Tech -9% in 2026.
- ➔ Noch nie gab es knapp unter historischen Aktienindexhöchstständen eine so schwache Marktbreite. Die Mehrzahl der US-Aktien notiert mehr als 20% unter ihren Hochs (Baisse bei Einzelaktien!). 60% der US-Aktien (S&P 500) notiert unter der 200-Tage-Linie. Gleichzeitig machen die zehn größten US-Aktien den höchsten Anteil an der Börsenkapitalisierung aus (gefährliche Konzentration!). Vergleichbares gab es nur 1929, 1973 und 2000. Auch Bewertung hoch.
- ➔ Bei US-Anleihen war der RSI-Schwankungsindikator nur 1980 ähnlich stark überverkauft. Auch hoher Realzins wie 2008 spricht für vorläufiges Ende der Bond-Baisse, aber Belastung für Konjunktur und Aktien wie vor der Finanzkrise.



DR. JENS EHRHARDT
Herausgeber Finanzwoche

Die USA steuern auf die am 3. November stattfindenden Midterm-Wahlen zu. In der Regel tendiert Wall Street in den zwei Monaten vor der Midterm-Wahl schwach, besonders im September. Diesmal zeigte der September nach den Indizes ein stabiles Bild, auch wenn dies nur durch die sehr hohe Gewichtung der großen Technologie-Aktien möglich war. Die Mehrzahl der US-Aktien tendierte im September schwach, und bezogen auf einzelne Aktien befinden wir uns sogar in einer Baisse, weil die Mehrzahl der US-Aktien mehr als 20% vom Hoch zurückfiel (Baisse-Definition gleich 20% Indexrückgang).

Das noch relativ gute Indexabschneiden ist primär der sehr guten Gewinnentwicklung der Tech-Unternehmen geschuldet. Die Gewinne für den S&P 500 werden im dritten Quartal rund 30% über Vorjahr erwartet, während der Anstieg vor einem Jahr nur bei rund der Hälfte dieser Größe erwartet wurde. Weitestgehend ist dieser Indexgewinnanstieg dem IT-Sektor geschuldet, wo im dritten Quartal ein Gewinnanstieg von 65% erwartet wird, gegenüber geschätzt 22% Anstieg vor einem Jahr. Alle zwölf Subsektoren des IT-Sektors publizieren deutlich höhere Gewinne als im Vorjahr, am meisten die Subsektoren Halbleiter und Halbleiterausüstung mit 132% beziehungsweise 69% Gewinnanstieg.

Angesichts der Schwäche des breiten Marktes ist es erstaunlich, wie der S&P-500-Aktienindex sich stabil

hielt trotz der extremen Anleihezinssteigerungen, des massiv gestiegenen Ölpreises (was sonst immer Rezessionen auslöst) und trotz der vielfältigen geopolitischen Gegenwinde. Die Zehnjahres- und die 30-Jahreszinsen stiegen in den USA bei den Staatsanleihen bis auf 5,34% beziehungsweise 5,69%, was jeweils 24-Jahreshochs darstellt. Nun ist die Frage, ob die guten Gewinne der Technologieunternehmen den Index weiter hochhalten oder ob, wie sonst immer üblich, starke Zinssteigerungen mit einem üblichen Zeitverzögerungseffekt von durchschnittlich sechs Monaten negativ auf die Aktienmärkte (auch international) durchschlagen. Bezogen auf ihren Schwankungsindikator sind die US-Anleihemärkte so überverkauft wie zuletzt 1980. Damals begann der legendäre US-Notenbankpräsident Paul A. Volcker mit der Bekämpfung des (auch durch den Vietnamkrieg ausgelösten) Inflationsschubs. Damals erholten sich die Bond-Märkte nach dem ersten starken Absturz zunächst deutlich (ähnliches ist heute möglich), aber dann stiegen die Zinsen für zehnjährige US-Anleihen noch einmal von 9% auf 15%.

Pessimisten, die nicht davon ausgehen, dass die USA und andere wichtige Industrienationen ihre Verschuldungsprobleme in den Griff bekommen, gehen auch heute davon aus, dass nach einem 39-jährigen Hausemarkt für Anleihen in den USA, aber auch generell in den G7-Ländern, ein langfristiger struktureller Baisemarkt für Anleihen begonnen hat. Vorläufig ist

tatsächlich davon auszugehen, dass die US-Zentralbank die Leitzinsen noch mehrmals erhöhen wird.

Der US-Markt rechnet zurzeit mit einer Zinserhöhung um 0,25% im Dezember und mit mindestens einer Zinserhöhung um 0,25% im ersten Quartal 2027. Die Wahrscheinlichkeit für eine Zinserhöhung Ende Oktober, kurz vor den Wahlen, ging zuletzt von über 60% auf ca. 20% zurück. Dies war dem für Wall Street überraschend schlechten jüngsten Arbeitsmarktbericht geschuldet. Das US Bureau of Labor Statistics berichtete am vergangenen Freitag, dass im September nur 29.000 neue Jobs geschaffen wurden. So wenig wie von keinem einzigen Bankhaus oder Prognoseinstitut vorausgesagt. Durchschnittlich wurden 85.000 neue Jobs erwartet. Dies ist ein deutlicher Rückgang von 133.000 im August (wurde allerdings auch von 162.000 auf 133.000 nach unten berichtigt). Nach unten revidiert wurden auch die Zahlen für den Arbeitsmarkt im Juli und August um 30.000 beziehungsweise 29.000. Mit sehr hoher Wahrscheinlichkeit wird es eine weitere Revision nach unten für die letzten drei Monate geben. Hier wurde immer wieder darauf hingewiesen, dass die vorübergehend besseren Zahlen wahrscheinlich keinen Bestand haben und nach unten revidiert werden müssen, weil sie durch Saisonbereinigung und Bereinigung durch die berüchtigte Geburten- und Sterbetabelle nach oben verzerrt waren. Die US-Konjunktur ist also bezogen auf den Arbeitsmarkt wesentlich schlechter, als zuletzt überall behauptet wurde. Bezogen auf die Gesamtkonjunktur ohne IT sind die USA jedenfalls in der hier immer wieder beschriebenen Stagflation.

Umso erstaunlicher ist es, dass nach dem Arbeitsmarktbericht zwar die Wahrscheinlichkeit für eine Oktoberzinserhöhung drastisch sank, aber trotzdem mindestens zwei weitere Zinserhöhungen für sehr wahrscheinlich gehalten werden. So verharnte denn auch trotz der sehr schlechten Arbeitsmarktzahlen die Rendite für zehnjährige US-Staatsanleihen bei ca. 5,3% und die für 30-jährige Staatsanleihen bei ca. 5,65% (Hoch 5,69%).

Das ist erstaunlich, da die PCE-Inflationsrate (also jene Teuerungsrate, nach der sich die FED am meisten richtet) mit +0,3% gegenüber Vormonat niedriger ausfiel als allgemein erwartet. Die Kernrate der US-Inflation liegt ohnehin nur bei 2,4% gegenüber Vorjahr nach vorherigen 2,5%. Die Befürchtungen über eine weitere erneute Steigerung der US-Inflation erscheinen überzogen. Verwiesen wird im Allgemeinen auf den Dieselpreis,

der im Gegensatz zum Benzinpreis wegen der starken Verwendung von Diesel im Agrarsektor, im Schiffsverkehr, bei der Eisenbahn und beim Transportwesen sich preislich in der gesamten US-Gütererzeugung niederschlagen würde. Diesel liegt rund 70% über Vorjahr. Sicherlich wurde die Bedeutung des Dieselpreises für die US-Inflation bisher unterschätzt. Aber es ist schon erstaunlich, dass in den USA in den Medien kein Wort von der durch den hohen Dieserverbrauch verursachten Umweltverschmutzung zu hören ist. Grüne politische Themen scheinen nur eine Rolle zu spielen, wenn man andere politische Ziele damit verfolgt als Umweltschutz. Auch die Kriege in der Ukraine und im Iran oder die Sprengung von Nord Stream 2 waren sehr umweltverschmutzend, aber thematisiert wird dies fast nirgendwo (Ausnahme Berliner Zeitung).

Solange die US-Zentralbank an ihrer Politik der hohen Zinsen (besonders die Realzinsen sind in den letzten zwölf Monaten deutlich gestiegen und liegen jetzt auf dem Niveau vor der Finanzkrise 2007) festhält, dürfte mit Belastungen für Wall Street zu rechnen sein, aber auch für andere Weltbörsen. Obwohl Wall Street nahe an historischen Indexhochs notiert, verzeichnet der S&P 500 kein einziges neues Jahreshoch, bei Einzelaktien aber eine Vielzahl von neuen Jahrestiefstkursen. Unter der Oberfläche sieht Wall Street erheblich schlechter aus und weit mehr nach einer Baisse als nach einer Hausse. Der durchschnittliche Median-S&P-500-Aktienwert notiert heute mehr als 15% unter seinem 52-Wochenhoch, was zeigt, dass Wall Street keineswegs unverletzlich gegenüber dem Anleihemarktschock ist. Mehr als 70% der S&P-500-Aktien notieren mehr als 10% unter ihren Hochs. Solches Auseinanderlaufen von Index und Gesamtmarkt gab es nur selten in der Börsengeschichte. Bezeichnenderweise 1929, 1973 und 2000, also jeweils vor extremen Baisse-Entwicklungen. Eine Leitfunktion für den Gesamtindex haben auch Bankaktien. Hier schnitten US-Bankaktien im September um über 8% Rückgang und seit dem August-Jahreshoch um 12% besonders negativ ab (liegen aber noch 2% über Jahresanfang).

Auch für die zukünftige Konjunktorentwicklung ist die Entwicklung der Bankaktien ausschlaggebend. Im September stiegen die Zinsen für zehnjährige US-Staatsanleihen am stärksten seit 2022 (Baisse-Jahr, in dem sich Technologie-Aktien halbierten). Wenn die kurzfristigen Refinanzierungskosten stark steigen und gleichzeitig langfristige Staatsanleiherenditen steigen, entstehen Belastungen wie höhere Einlagenkosten, fallende Werte

bestehender Anleiheportfolios und höhere Kreditrisiken bei bonitätsschwachen Schuldnern.

Im Gegensatz zur anhaltend guten Gewinnentwicklung und Auftragslage bei Technologie-Aktien gibt es also bei den Bankaktien Konjunkturwarnsignale. Auch wenn beim letzten Fonds-Manager-Überblick erstmals praktisch niemand mehr an eine Rezession 2027 glaubte, sind in Wirklichkeit die Wahrscheinlichkeiten für eine schlechte Konjunkturentwicklung im kommenden Jahr wegen der höheren Zinsen und des gestiegenen Ölpreises durchaus gewachsen. Trotzdem wollen 16 von 18 FED-Mitgliedern bis Jahresende noch mindestens eine Zinserhöhung durchziehen. Für die Börsen ein klassisches Negativszenario. Schon bisher haben sich die „Financial Conditions“, also die monetären Rahmenbedingungen für die US-Wirtschaft, deutlich verschlechtert. Die in ihrer Breite ohnehin zu beobachtende Abwärtsbewegung bei US-Aktien dürfte sich in den kommenden Monaten also realistischerweise verstärken.

Die Markttechnik hinsichtlich der weiteren Entwicklung bei Aktien und Anleihen ist höchst unterschiedlich. Bei Aktien fällt zum Beispiel auf, dass die Volatilität in der Nähe von historischen Niedrigstwerten verharrt, während sie am Anleihenmarkt in der Nähe von Rekordhochs liegt. Der niedrige VIX (Aktienvolatilität) spiegelt also Sorglosigkeit der Anleger hinsichtlich des weiteren Aktienindexverlaufs und der hohe MOVE-Index (Anleihevolatilität) spiegelt erhebliche Ängste am Bond-Markt.

Tatsächlich sind die Leerverkäufe für zehnjährige US-Staatsanleihen weiter in der Nähe von Rekordhochs und auch der Hulbert-Bond-Pessimismus ist mit minus 37 hoch. Der Nasdaq-Optimismus dagegen liegt bei gefährlichen 82% (Verkaufssignal!). Andererseits aber zeigte der die Aktienstimmung wiedergebende

Fear-and-Greed-Indikator vor kurzem eine klare Furchtsituation und alles andere als gefährliche Greed-Werte. Die hohen Zuflüsse zu Geldmarktfonds signalisieren ebenfalls Anlegerfurcht. Allerdings kommen die Verkäufe wohl vom Bondmarkt und nicht durch verängstigte Aktienanleger. Diese Stimmungsindikatoren zeigen, dass der Bond-Markt kurzfristig durchaus erholungsfähig erscheint, während die widersprüchlichen Zahlen am Aktienmarkt schwieriger zu interpretieren sind. Am Aktienmarkt halten die sehr guten Unternehmensergebnisse bei Technologieunternehmen (sonst waren sie allerdings teilweise schlecht, siehe Nike, die von 180 \$ in 2021 auf zuletzt 33 \$ fielen) den Index hoch, wie zum Beispiel das Beispiel Micron Technology deutlich macht. Die extrem guten Gewinnzahlen lösten hier allerdings anders als in den Vorquartalen keine Hausse aus, sondern bewirkten so gut wie keine Kursausschläge. Dies zeigt, dass gute Ergebnisse zwar den Markt stützen, aber auch nicht mehr auf deutliche neue Hochs treiben wie bis vor Kurzem. Die Botschaft der Stimmungsindikatoren für den Aktienmarkt ist also im Gegensatz zur guten Markttechnik bei den Bonds keineswegs eindeutig. Euphorie für den Aktienmarkt, wie zum Beispiel für Gold im Januar, lässt sich aber keineswegs feststellen, sodass ein Absturz am Aktienmarkt kurzfristig unrealistisch erscheint trotz der schlechten Marktbreite, trotz der höchsten Aktienbewertungen (zusammen mit 2000 und 1929) in den letzten 100 Jahren und trotz allgemein hoher Positionierung (man ist praktisch voll am Aktienmarkt investiert).

Die FINANZWOCHE Kompakt gibt einen Einblick in die ersten Seiten der FINANZWOCHE. Weitere Informationen finden Sie unter www.finanzwocche.de.

IMPRESSUM

Die FINANZWOCHE erscheint bei der FINANZWOCHE Verlags-Gesellschaft für Anlageinformation mbH. Anschrift: Pullacher Straße 24, D-82049 Pullach, Tel. 089/5203770, Internet: www.finanzwocche.de, E-Mail: info@finanzwocche.de. Geschäftsführer: Dr. Jens Ehrhardt. Handelsregistergericht: HRB 54227. Ust-ID: 129346832

Erscheinungsweise: 14-tägig (unter Vorbehalt des Verlags). Der Verlag unterwirft sich den journalistischen Verhaltensgrundsätzen und Empfehlungen des Deutschen Presserates zur Wirtschafts- und Finanzmarktberichterstattung. Urheberrecht: 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. Allgemeiner Hinweis: Wir machen Sie vorsorglich darauf aufmerksam, dass die in der Finanzwoche enthaltenen Finanzanalysen eine individuelle Anlageberatung durch Ihren Anlageberater oder Vermögensberater nicht ersetzen können. Den Artikeln, Empfehlungen, Charts und Tabellen liegen Informationen zugrunde, die die Redaktion für zuverlässig hält. Eine Garantie für die Richtigkeit kann die Redaktion jedoch nicht übernehmen. Jeder Haftungsanspruch, insbesondere für Vermögensschäden, die aus Heranziehung der Ausführungen in der Finanzwoche resultieren, wird daher abgelehnt. Risiko-Hinweis: Jedes Finanzinstrument ist mit Risiken behaftet. Im schlimmsten Fall droht ein Totalverlust. Alle Angaben stammen aus Quellen, die die Redaktion für vertrauenswürdig hält ohne eine Garantie für die Richtigkeit übernehmen zu können. Die redaktionellen Inhalte stellen keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf eines Finanzinstruments dar, sondern geben lediglich die Meinung der Redaktion wieder.