

FINANZWOCHE

INTERNATIONALE KONJUNKTUR- UND MARKTANALYSE SEIT 1974

KOMPAKT

ALLGEMEINER MARKTKOMMENTAR

- Das Herumwerfen des Steuers der US-Zentralbank in Richtung Quantitativ Easing (Gelddrucken) ähnelt 2019. Nach einer Baisse 2018 stieg Wall Street damals fast um ein Drittel. Die heute hohe Aktienbewertung ähnelt 2000 und es fehlt heute eine Reduktion der hohen Bewertung durch eine markttechnische Korrektur wie 2018. Markttechnisch ist die Lage am schlechtesten seit 2021 (3,3% Fondsbarreserven sogar auf Rekordtief!).
- 2026 wird ein schwierigeres Börsenjahr. Monetärer Rückenwind (praktisch QE) und günstige Fiskalpolitik in den USA und Deutschland sollten bis Frühjahr (Mai?) börsenunterstützend sein. Dann könnten Anstieg bei US-Zinsen und höhere Inflation, sowie hohe Aktienbewertungen die Börsen unter Druck bringen.
- Die US-Wirtschafts-Frühindikatoren bessern sich. Ähnlich die Weltwirtschaft (siehe Global Surprise Indikator Chart). Bessere Konjunktur heißt auch Bondmärktebelastung, aber selektiv positiv für Aktienmärkte. US-Technologieaktien schwächen zwar, weisen aber das höchste Ertragsplus (+ 28,6%) auf. Noch höher nach Prognosen im nächsten Jahr die Gewinnsteigerung kleinerer Unternehmen: Prognose für Russell 2000 liegt bei + 49%.



DR. JENS EHRHARDT
Herausgeber Finanzwoche

Anmerkung der Redaktion: Wir wünschen Ihnen besinnliche Feiertage und einen guten Start ins neue Jahr. Die nächste Ausgabe der FINANZWOCHE erscheint am 15. Januar 2026.

Obwohl US-Notenbankpräsident Powell immer wieder behauptete „es sei keine ausgemachte Sache“ wurden – wie hier immer wieder erwartet – die US-Zinsen um 0,25% auf 3,5 bis 3,75% gesenkt. Ausschlaggebend waren wahrscheinlich – trotz drei Abweichlern – nicht nur die schlechten Arbeitsmarktzahlen, sondern auch die angespannte Liquidität im US-Finanzsystem. Im Oktober/November musste die US-Zentralbank bereits eine insgesamt über 100 Milliarden \$ große Repo-Liquiditätsinjektion ins Finanzsystem vornehmen, um Erschütterungen abzuwehren. Gleichzeitig mit der Zinssenkung wurde bekanntgegeben, dass im Dezember für 40 Milliarden \$ kurz laufende US-Staatsanleihen gekauft werden (Treasury Bills). Mit einem solchen Monatsbetrag ist realistischerweise bis April zu rechnen. De facto hat die US-Zentralbank damit wieder mit Quantitative Easing, also Aufblähen der vorher um über ein Viertel geschrumpften FED-Bilanzsumme, begonnen. Die Notwendigkeit für einen solchen neuen Gelddruckprozess ergab sich aus der Tatsache, dass in diesem Zyklus die langfristigen US-Zinsen nicht im Zuge der Senkung der kurzfristigen Zinssätze zurückgegangen sind. Wie die Grafik zeigt, ist dies der erste Zyklus, in dem die Senkung der Leitzinsensenkungen in den

USA nicht zum Rückgang der langfristigen Staatsanleihe-Zinsen geführt hat. Auch dies ist ein Zeichen für Liquiditätsengpässe im US-Finanzsystem, wo die freien Bankreserven auf den niedrigsten Stand seit 2020 zurückgegangen sind.

Global Economic Surprise Index.

Global Economic Surprise Index



Kennzeichnend für die Situation ist auch die Tatsache, dass sich das US-Schatzamt ausschließlich mit der Ausgabe von sehr kurzfristigen Staatsanleihen verschuldete und nicht wie sonst üblich hauptsächlich mit langfristigen Staatsanleihen, die nicht so schnell zur Rückzahlung fällig sind. Der Sinn der Ausgabe nur kurzfristiger Staatsanleihen war die Tatsache, dass die kurzfristigen Zinsen niedriger sind als die langfristigen und somit die Zinskosten für den US-Staat auf diese Art

und Weise gedrückt werden konnten. Da die gestiegenen Zinsen dazu geführt haben, dass die USA bereits 14% ihrer Staatsausgaben für Zinsen aufwenden müssen (die EU steuert auf 3% zu), war die ungewöhnliche Aufnahme sehr kurzfristiger Schulden naheliegend beziehungsweise notwendig.

Angesichts der ohnehin laufenden Neuverschuldung von über 6% des US-Bruttoinlandsprodukts versucht die Regierung, Ausgaben zu sparen. Wahrscheinlich war dies auch der Grund, warum seit März die Unterstützung für die Ukraine gestoppt wurde. Hinzu kommt, dass Trump den Amerikanern vor den November-Midterm-Wahlen ein Geschenk von 2.000 \$ pro Amerikaner machen will, was für über 200 Mio. Empfangsberechtigte mit nicht zu hohem Einkommen gelten soll. Solche über 400 Milliarden \$ zusätzlichen Staatsausgaben würden den Anleihemarkt erneut belasten. Gleiches gilt für den Fall, dass die US-Gerichte die von Trump erhobenen Importzölle nicht anerkennen werden (die Wahrscheinlichkeit dafür soll bei 75% liegen). Damit erscheinen Trumps Pläne, die amerikanische Einkommensteuer durch Zölle zu ersetzen, noch unrealistischer, als sie es ohnehin schon sind.

Realistisch ist aber, dass die US-Bondmärkte wahrscheinlich belastet werden, auch wenn die Leitzinsen weiter gesenkt werden. Vor der jüngsten Zinssenkung ging man in Wall Street davon aus, dass mindestens zwei, wahrscheinlich aber eher drei bis vier Zinssenkungen in 2026 zu erwarten sind. Inzwischen spricht man nur noch von einer sicheren weiteren Zinssenkung. Damit dürfte die Zinskurve noch steiler werden. Aber ob die langfristigen Zinsen fallen, ist aus heutiger Sicht keineswegs sicher, wenn nicht sogar unwahrscheinlich, wenn die US-Neuverschuldungsquote auf 7% und mehr steigt.

Die Signale vom US-Zinsmarkt sind auch weltweit zu spüren. In Europa sind an den Märkten die Wahrscheinlichkeiten für weitere Zinssenkungen gesunken, und in Australien und Neuseeland spricht man erstmals von kommenden Leitzinssteigerungen. Schlechtere Aussichten international für die Anleihemärkte sind aber kein gutes Zeichen für die internationalen Aktienmärkte.

Gestiegen ist auch die Wahrscheinlichkeit, dass die Leitzinsen in Japan am 19. Dezember um 0,25% erhöht werden. Schon fast das ganze 2025 schiebt Japan diese Notwendigkeit einer Zinserhöhung (von 0,50 auf 0,75%) vor sich her, obwohl die Inflationsrate das ganze Jahr

im Trend steigt und eher bei 3% als den angestrebten 2% liegt. Da der Yen-Carry Trade (Aufnahme billiger Yen-Kredite zu niedrigen Zinsen in Japan und Investierung an höher verzinslichen Märkten) bisher zweifellos zinssenkende Effekte für die Märkte hatte, dürfte ein Ende des sogenannten Japan-Carry-Trades negativ auf die internationalen Bondmärkte wirken.

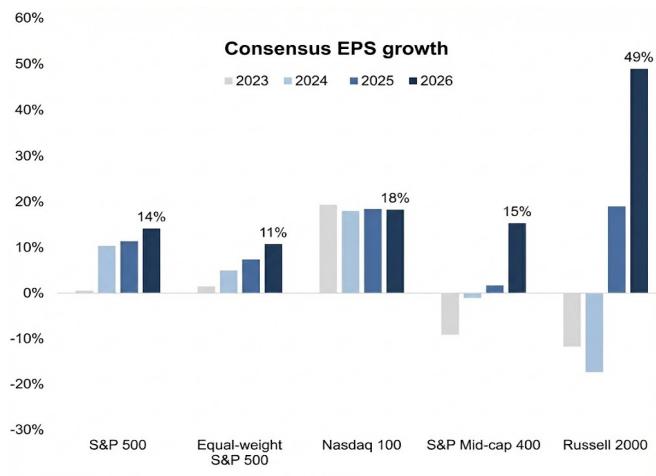
Die Aktienmärkte waren in diesem Jahr gestiegen, weil man sich in einem für Aktien günstigen internationalen Zinssenkungstrend wünschte. Weniger die Gewinne als vielmehr die Heraufsetzung der Kurs/Gewinn-Verhältnisse hat in diesem Jahr die Aktienmärkte getrieben. In Europa mehr als in den USA, da die Gewinne in Europa nur wenig stiegen, in den USA aber der durchschnittliche Gewinnanstieg durch die großen Technologieunternehmen nach oben getrieben wurde.

In Europa ist die Verschuldung ähnlich wie in den USA in großen Ländern wie Frankreich, Italien und Spanien auf Verschuldungsniveaus angelangt, die sich kaum noch steigern lassen. Lediglich in Deutschland strebt man eine rund 50%ige Erhöhung der Staatsverschuldung in den nächsten Jahren an, was ein Konjunkturmotor für Europa sein soll. Aber die hohe Altschuld in Europa und die hohe Neuverschuldung in Deutschland dürften auch in Europa den Spielraum für weitere Leitzinssenkungen und für eine Aufwärtsbewegung an den Anleihemärkten stark begrenzen. Bisher hätte man davon ausgehen können, dass eine weitere Konjunkturverschlechterung Hauptgrund für weitere Zinssenkungen (fehlende Nachfrage) sein würde. Nachdem nun aber auch in Europa die Neuverschuldung heraufgefahren wird und die Konjunktur stabiler geworden ist, verschlechtern sich auch in Europa die Aussichten für Kursgewinne an den Anleihemärkten. Damit wird auch eine weitere Heraufsetzung der Kurs/Gewinn-Verhältnisse an den Aktienmärkten unrealistisch.

An den Aktienmärkten gibt es im Hinblick auf die Gewinnentwicklung aber selektiv Bereiche, in denen die Aktienkurse weiter steigen können. In den USA ist es besonders der Technologiebereich und der Sektor der kleineren Unternehmen, die Chancen für Kursgewinne haben. Nachdem kleine US-Aktien wie sie im Russell 2000 oder dem S&P 600 abgebildet sind, hinter den Standardwerten des S&P 500 deutlich hinterherhinkten, haben die Small Caps in den letzten Wochen deutlich aufgeholt und sich besser als der S&P 500 entwickelt. Hintergrund sind jüngste Umfragen, nach denen die Neueinstellungsabsichten in diesem Sektor

der kleinen Unternehmen (beschäftigen die meisten US-Arbeitnehmer) sich auf den besten Stand seit 2021 entwickelt haben. Auch der gleichgewichtete S&P 500 hat sich zuletzt besser entwickelt als der gewichtete S&P 500-Index.

US-Gewinnschätzung für 2026: starker Anstieg bei kleineren Unternehmen (Russell 2000).



Quelle: Goldman Sachs, eigene Darstellung, KI-unterstützt

Die Gewinnsteigerungen für kleinere US-Unternehmen in 2026 sind nach den von den großen amerikanischen Häusern veröffentlichten Schätzungen deutlich besser als für den Gesamtmarkt (siehe Chart). Da die Anlagegelder heute weitestgehend in den großen US-Titeln investiert sind (die zehn größten Aktien machen 41% der US-Börsenkапitalisierung aus), ist sehr wenig Geld in den kleineren Aktien investiert, was markttechnisch für diesen Sektor günstig ist. Während die hoch kapitalisierten US-Aktienindizes im Zuge der Liquiditätsverschlechterung seit Oktober seitwärts tendierten, haben nun auch die Indizes für kleinere Aktien aufgeholt und neue historische Hochs erreicht. Geht man von anhaltenden Liquiditätsbelastungen im US-Finanzsystem aus (auch wenn die Fed versucht, dies mit Liquiditätssprit-

zen zu überbrücken), so dürften eher niedrig kapitalisierte Aktien steigen, weil hier weniger finanzielle Mittel notwendig sind, um die Kurse zu bewegen, als bei den hoch kapitalisierten Titeln wie etwa Nvidia, mit seiner Börsenbewertung in der Spitze bei 5 Billionen \$ (Wert aller deutschen Aktien etwa 60% tiefer).

Trotz Tauschoperationen von großen in kleinere Aktien dürfte dies noch nicht der Anfang eines Platzens der AI-Blase sein. Sicherlich sind einzelne Titel außerordentlich hoch bewertet und manche haben auch schlechte Bilanzen, aber insgesamt dürfte hier noch keine Baisse beginnen. Zwar haben sich unter den sieben großen US-Wachstumsaktien (Magnificent Seven) nur Nvidia und Alphabet 2025 besser als der S&P 500 entwickelt, trotzdem befinden sich die Magnificent 7 bisher nicht in einer Baisse. In Wall Street geht man weiterhin davon aus, dass in AI (künstliche Intelligenz) bis 2030 circa 3 Billionen \$ investiert werden wird. JP Morgan rechnet hier sogar mit Kreditaufnahmen von total 1,5 Bio. \$ bis 2030. Sollten sich solche Prognosen als richtig erweisen, dürfte es im Trend mit den Technologietiteln weiter aufwärtsgehen.

Die FINANZWOCHE Kompakt gibt einen Einblick in die ersten Seiten der FINANZWOCHE. Weitere Informationen finden Sie unter www.finanzwoche.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.finanzwoche.de, E-Mail: info@finanzwoche.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 Finanzmarktbegutachtung. 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.