



S&P 500 – Verschuldung, na und?

Description

Der S&P 500 steigt weiter, der Dipp am Donnerstag wurde stark gekauft – Wochengewinn von 1,3%. Die Akteure setzen nach wie vor auf ein Ende der Zinssteigerungen der Fed, wohingegen Fed-Chef Powell weitere Leitzins-Schritte nicht ausschließt. NDX und Nasdaq Composite zeigen sich mit deutlicher relativer Stärke. Der gesamte Rohstoffkomplex musste Federn lassen. Der DAX lief dem Geschehen hinterher.

Daten per: 10.11.23		Wochenvergleich			
Objekt	Aktuell	KW45	KW44	KW43	KW42
S&P 500	4.415	1,3%	5,9%	-2,5%	-2,4%
Dow	34.283	0,7%	5,1%	-2,1%	-1,6%
NDX	15.529	2,8%	6,5%	-2,6%	-2,9%
Nasdaq Comp.	13.798	2,4%	6,6%	-2,6%	-3,2%
DAX	15.234	0,3%	3,4%	-0,8%	-2,6%
Öl Brent	81,54	-4,3%	-5,5%	-2,4%	1,5%
Öl WTI	77,23	-4,5%	-5,1%	-3,4%	0,7%
CRB-Rohstoffindex	273,36	-3,0%	-1,2%	-0,3%	0,7%
Gold (Dollar)	1.937,77	-2,8%	-0,7%	1,3%	2,5%
Silber (Dollar)	22,21	-4,3%	0,5%	-1,1%	3,0%

Die längeren US-Renditen steigen, die Rendite der 13wk-TBills gibt ab. Der Dollar zeigt wieder etwas Stärke, Euro/Dollar gibt ab. Das Währungspaar Dollar/Yen über der Schwelle von 150, Euro/Yen zeigt sich fest.

Daten per: 10.11.23		Wochenvergleich			
Objekt	Aktuell	KW45	KW44	KW43	KW42
Euro/Dollar	1,0685	-0,4%	1,5%	-0,3%	0,8%
Dollar/Yen	151,53	1,4%	-0,2%	-0,1%	0,2%
Euro/Yen	161,91	1,0%	1,3%	-0,4%	1,0%
Rendite 10yr-TNotes	4,645%	2,8%	-6,7%	-1,8%	6,5%
Rendite 2yr-TNotes	5,058%	3,9%	-3,2%	-1,6%	1,2%
Rendite 13wk-TBills	5,375%	-0,5%	-1,1%	0,0%	-0,6%
eff Fed Funds Rate		5,33%	5,33%	5,33%	5,33%
Spread 2yr-eff FFR		-0,27%	-0,46%	-0,30%	-0,22%
Zinsstruktur: 10yr-13wk	TNX-IRX	-0,73%	-0,74%	-0,62%	-0,54%
Zinsstruktur: 30yr-10yr	TYX-TNX	0,12%	0,16%	0,18%	0,16%
Zinsstruktur: 30yr-13wk	TYX-IRX	-0,61%	-0,58%	-0,44%	-0,37%

Unter der Oberfläche großer Aktien-Indices: Der KBW-Index regionaler Banken verliert 4,9%. Der „Globalisierungsindikator“, der Dow Jones Transport Index, gibt 0,6% ab. Der „Technologieindikator“, der



Halbleiterindex SOX, steigt auf Wochensicht um weitere 3,1%.

Die Inversivität bei den Renditen nimmt zu. Das Zinsgefälle geht am langen Ende zurück, bleibt positiv. Die negative Differenz zwischen der Rendite der 2yr-TNotes und der eff FFR geht etwas zurück, man ist offenbar weniger überzeugt, dass das Zinsniveau zu hoch ist.

Erneut geben die „**Magnificent seven**“ den Ton an. Mit einer Marktkapitalisierung von jeweils über einer Bill. Dollar haben sie einen großen Anteil an der Performance des S&P 500. Seit Jahresbeginn ist Alphabet um 47% angestiegen, Amazon kommt auf +67%, Apple mit +40%, Meta mit +166%, Microsoft mit +50%, Nvidia mit +221% und Tesla steht heute 70% höher.

Die Fed ist nach den Worten von Chef Powell nicht völlig überzeugt, dass die Zinsen hoch genug sind. Er erklärte, es sei für die Zentralbank noch zu früh, das Ende ihrer Zinserhöhungen zu verkünden. Die Fed werde die wirtschaftlichen Bedingungen sorgfältig beobachten, um das Risiko einer übermäßigen Anhebung der Zinssätze und die Gefahr, „von ein paar guten Datenmonaten in die Irre geführt zu werden“, zu mindern. Diese Worte ließen die Aktienkurse am Donnerstag tauchen, aber bereits am Folgetag traten Schnäppchenjäger auf den Plan.

17 weitere Fed-Offizielle redeten in dieser Woche – die Kaffeesatz-Leserei brachte niemanden weiter.

US-Fondsmanager haben ihre Investitionsquote von 29% in der Vorwoche auf jetzt 62% hochgefahren. Die Differenz zwischen Bulle- und Bär-Ausrichtung der US-Privatanleger liegt bei 15%. 27% sind bärisch eingestellt. Das Bild hat sich gegenüber der Vorwoche gedreht.

Mishtalk: Bei den US-Verbraucherkrediten gibt es Anzeichen für ein Kippen. Die Gesamtverschuldung der privaten Haushalte hat im dritten Quartal 17,29 Bill. Dollar erreicht, getrieben von Hypotheken-, Kreditkarten- und Studentenkrediten. Die **Zahlungsrückstände bei Kreditkarten sind sprunghaft angestiegen.** Ende September waren drei Prozent der ausstehenden Schulden in irgendeinem Stadium des Verzugs. Die stark gestiegenen Kreditkartensalden passen mit den starken Verbraucherausgaben und dem realen BIP-Wachstum des dritten Quartals zusammen.

Mishtalk: Achtundvierzig **Supertanker** sind auf dem Weg in die USA, das ist die höchste Zahl seit mindestens sechs Jahren. Die US-Produzenten schicken zunehmend schwefelarmes „leichtes“ Öl nach Übersee, während viele inländische Raffinerien es vorziehen, ihre Schieferplatten mit schwereren Sorten zu füllen, die mehr dieselartige Kraftstoffe liefern. Zu der Flut von Schiffen, die in den US-Golf fahren, gehören auch Schiffe, die auf spekulativer Basis ohne Ladungsbuchung unterwegs sind.

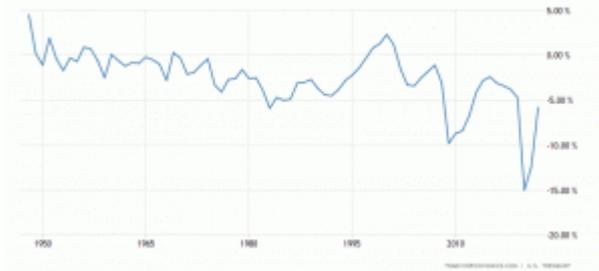
Der Elefant im Raum ist der Bond-Markt. 33,7 Bill. Dollar Staatsverschuldung in den USA, 680 Mrd. Dollar laufende jährliche Zinsausgaben hierfür, 1,48 Bill. Dollar jährliche Ausgaben für Medicare, 1,37 Bill. Dollar jährliche Ausgaben für soziale Sicherheit und 827 Mrd. Dollar jährliche Kriegs-Ausgaben ([Quelle](#)). Und das Schulden-Problem wächst weiter.

Schulden ohne Ende (Aufklappen)

Die US-Regierung verzeichnete im vergangenen Haushaltsjahr (September) ein Budget-Defizit von 1,7 Bill. Dollar. Bis zum Ende des Jahrzehnts wird die Staatsverschuldung wahrscheinlich auf 50 Bill. Dollar anwachsen.

In allen fortgeschrittenen Volkswirtschaften scheint die **Differenz zwischen dem Zinssatz und der Wachstumsrate**, dauerhaft das Vorzeichen gewechselt zu haben oder ist zumindest von einer deutlich negativen Zahl zu einer Zahl nahe Null übergegangen, schreibt Oliver Blanchard.

Wenn diese Differenz Null oder positiv wird, steigt die Schuldenquote, wenn der Staat ein Primärdefizit aufweist. Erzielt er einen Überschuss, sinkt sie. Zum gegenwärtigen Zeitpunkt weisen fast alle fortgeschrittenen Volkswirtschaften Primärdefizite auf, viele von ihnen in einer Größenordnung von zwei bis vier Prozent. In den USA sind es mittlerweile fast sechs Prozent. Zwischen 1948 und 2022 betrug es im Mittel 2,54% ([Chartquelle](#)).



Sind die aktuellen Schulden refinanziert und spiegeln die durchschnittlichen Schuldzinsen also die höheren langfristigen Zinssätze wider, steigen die Schuldenquoten. Anders ausgedrückt: Eine Stabilisierung der Schuldenquote setzt voraus, dass das Primärdefizit auf Null gesenkt wird. Die hierzu erforderlichen Einschnitte sind umso größer, je höher die Zinsen sind.

Eine Haushaltskonsolidierung steht vor zwei Herausforderungen. Erstens müssen beliebte Programme gekürzt und/oder unpopuläre Steuern erhöhen werden. Zweitens besteht das Risiko eines Rückgangs der Gesamtnachfrage, der zu höherer Arbeitslosigkeit führt. Das könnte allerdings durch eine akkommodierende Geldpolitik gemildert, wenn nicht gar ausgeglichen werden.

Der Erfolg einer Haushaltskonsolidierung steht und fällt damit, dass die Anleger an den Plan glauben. Ansonsten werden sie höhere Renditen verlangen, was die Konsolidierung erschwert. **Die große Gefahr dabei ist, dass es in einem Teufelskreis zu einer Schuldenexplosion kommt.** Dazu kommt es erst recht, wenn man einfach so weiter macht.

[In Anlehnung an einen [Text von Olivier Blanchard](#) (PIIE)]

Wenn man davon ausgeht, dass zum Ende des Jahrzehnts die US-Staatsverschuldung auf 50 Bill. Dollar kommt und alle Schulden zu, sagen wir, fünf Prozent refinanziert werden müssen, dann beläuft sich allein die jährliche Zinslast auf 2,5 Bill. Dollar. Da kaum anzunehmen ist, dass das jährliche Wachstum dauerhaft über fünf Prozent steigen wird, besteht auch **keine Möglichkeit, aus den Schulden herauszuwachsen.** Im Gegenteil, die Schuldenquote steigt immer weiter.

Die zweite Straffung der Geldpolitik geht nicht von der Fed aus, sondern wird dem System von den Marktteilnehmern aufgezwungen. **Das schreiben die Bridgewater CIOs.** Im Wesentlichen wird das große Angebot an Staatsanleihen, das auf den Markt kommt, die Rendite von Staatsanleihen mit längeren Laufzeiten in die Höhe treiben – Angebot und Nachfrage.

Die zweite Straffung der Geldpolitik (Aufklappen)

Die Kreditaufnahme der US-Regierung am langen Ende der Renditekurve wird weit über die bestehende



Nachfrage nach Anleihen hinausgehen. Die Auswirkungen dieses Liquiditätslochs wurden dadurch hinausgezögert, dass das Finanzministerium sein beträchtliches Haushaltsdefizit über Schatzwechsel finanzierte, die der private Sektor kaufte, um in der Inflation real positive Zinsen zu erzielen. Der Vorrat an überschüssiger Liquidität wird allmählich abnehmen. Dies wird dazu führen, dass das Angebot zu einem Marktpreis freigegeben wird. Der Ausverkauf von Anleihen im dritten Quartal begann, als klar wurde, dass die Emissionen zunehmen würden.

Die zweite Phase des Straffungszyklus lässt sich deutlich am Marktgeschehen ablesen. Zu Beginn des Straffungszyklus stiegen die kurzfristigen Zinssätze und zogen die langfristigen Zinssätze nach oben. Dann gab es ab Oktober 2022 fast ein Jahr lang eine Pause. Die kurzfristigen Zinssätze stiegen weiter an, aber die Anleiherenditen bewegten sich seitwärts, was die Erwartungen des Marktes hinsichtlich einer künftigen Lockerung widerspiegelte. Das Schatzamt umging den Druck auf die langfristigen Zinssätze, indem es Schatzanweisungen ausgab, die durch überschüssige Zentralbankreserven finanziert wurden. Im dritten Quartal änderten sich beide Bedingungen wie oben beschrieben und leiteten die nächste Phase des Straffungszyklus ein, die von den Langfristzinsen angeführt wird.

Bleibt der Zinssatz für Schatzwechsel bei 5% oder höher, so ist mit Risikoprämie eine Anleiherendite von 5,5% oder höher erforderlich. Und angesichts des kommenden Angebots an Anleihen und des Rückzugs der Zentralbanken aus dem Ankauf von Anleihen wird die Nachfrage von Anlegern aus dem privaten Sektor kommen müssen, die eine Risikoprämie im Vergleich zu Bargeld verlangen werden.

Vor einer Woche fielen die Renditen, die Aktien stiegen vor allem aufgrund eines schwächer als erwartet ausgefallenen Arbeitsmarktberichts an. **Die Fed kann den Leitzins unverändert lassen oder sogar senken, aber aufgrund des Umfangs des Defizits und des wachsenden Schuldenlochs kann die Straffung durch steigende längerfristige Treasury-Renditen erfolgen.** Das freie Geld hat Folgen..., so die CIOs von Bridgewater.

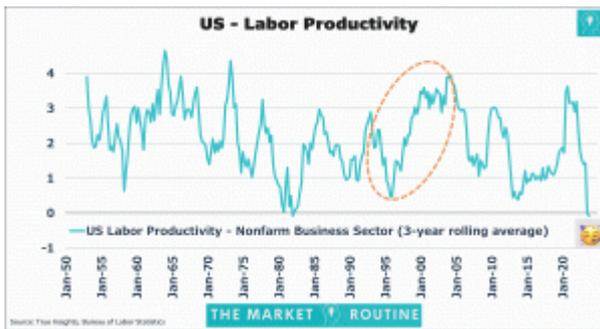
Im vergangenen Monat veröffentlichte die **Welthandelsorganisation** ihren aktualisierten Global Trade Outlook, in dem sie ihre Prognose für das globale Handelswachstum in diesem Jahr von 1,7% im April auf nur noch 0,8% herabsetzte. Die Verschiebung ist das Ergebnis einer Reihe von Faktoren -Inflation, hohe Zinssätze, Chinas unzureichender Aufschwung, ein hoher Dollar und geopolitische Spannungen- und sie hat eine breite Palette von Ländern und Sektoren betroffen. Der Ausblick der WTO für 2024 bleibt relativ unverändert und geht nur leicht von 3,3% auf 3,2% zurück. Was könnte diese Prognose ins Wanken bringen? Eine schwache chinesische Wirtschaft und hohe Inflationsraten in den entwickelten Volkswirtschaften.

Ransomware-Angriffe sind auf dem Vormarsch. Ein weiterer Weckruf in dieser Woche zeigte das Ausmaß der möglichen Störungen, als ein Ransomware-Angriff Abrechnungen auf dem US-Schatzmarkt unterbrach. Was war geschehen? Quellen zufolge infizierte LockBit, eine berüchtigte Cybergruppe mit Verbindungen nach Russland, die Industrial & Commercial Bank of China, eine der nach Vermögenswerten weltweit größten Banken. Während der Markt insgesamt intakt blieb, verhinderte der Cyberangriff die Abwicklung eines Großteils der Transaktionen des Finanzministeriums. Bloomberg berichtete sogar, dass Geschäfte per Boten „auf einem USB-Stick durch Manhattan liefen“.

Arbeitsproduktivität und KI (Aufklappen)

Jeroen Blokland: Das nachstehende Schaubild zeigt das Wachstum der Arbeitsproduktivität in den USA - das Wachstum der mit einer Arbeitseinheit produzierten Leistung- seit 1950. Ich verwende einen gleitenden 3-Jahres-Durchschnitt, um mich nicht von der Volatilität der Quartalsdaten ablenken zu lassen, die

unverkennbar hoch ist.



Was sofort auffällt – die Arbeitsproduktivität in den USA ist in den zurückliegenden drei Jahren zurückgegangen. Selbst wenn also die künstliche Intelligenz zu einer Steigerung der Arbeitsproduktivität beiträgt, muss diese von einem sehr niedrigen Niveau aus erfolgen.

Etwas Ähnliches haben wir zwischen 1996 und 2000 erlebt, als Tech-Propheten eine massive strukturelle Beschleunigung des Produktivitätswachstums durch das Internet „versprochen“. Doch obwohl das Produktivitätswachstum einige Jahre lang über dem Durchschnitt lag, geschah dies ebenfalls von einem niedrigen Niveau aus, und es erwies sich als zyklisch und nicht als strukturell.

Das Produktivitätswachstum bewegt sich in langen Wellen, und wenn ich eine Best-Fit-Linie durch diese Wellen zeichnen würde, wäre der Trend abwärts gerichtet. Historisch gesehen gibt es wenig Anhaltspunkte dafür, dass ein strukturell höheres Produktivitätswachstum auf der Grundlage technologischer Durchbrüche zu erwarten ist.

Der wirksamste und orthodoxe Weg, um die sich schnell ausbreitenden gewaltigen Schuldenquoten auf der ganzen Welt zu reduzieren, ist entweder schmerzhaft Sparsamkeit (oder Steuererhöhungen) oder eine strukturelle Steigerung des BIP-Wachstums (aka Steigerung der Produktivität). Angesichts einer alternden Bevölkerung, der Deglobalisierung und eines historisch niedrigen Produktivitätswachstums wird Letzteres jedoch schwierig, wenn nicht gar unmöglich zu erreichen sein.

Angesichts der zunehmenden Polarisierung der Politik ist es unwahrscheinlich, dass man mit Sparmaßnahmen aus den massiven Schuldenbergen herauskommt. Daher werden die Zentralbanker, Politiker und Wirtschaftswissenschaftler nach anderen, „bequemen“ Wegen suchen, um die Tragfähigkeit der Schulden zu gewährleisten. **Wie wäre es mit niedrigen Zinssätzen und höherer Inflation, fragt Blokland abschließend.**

Tom McClellan: Die Kurse von T-Bonds fielen am 9. November 2023 aufgrund der Nachricht, dass die Versteigerung neuer 30-jähriger TBonds im Wert von 24 Mrd. Dollar nicht sehr gut verlaufen war. Die Voraussetzungen für diesen Rückgang waren aufgrund des jüngsten Anstiegs der Anleihekurse bereits gegeben.

Das Diagramm zeigt einen verhältnisbereinigten McClellan-Oszillator (RAMO) für die A-D-Daten der Kategorie Investment Grade. Diese Anleihen verhalten sich ähnlich wie die Kurse von T-Bonds zu, während sich High-Yield-Anleihen (Junk Bonds) eher wie der Aktienmarkt bewegen.



Die jüngste Kurserholung bei den TBonds hat die Investment-Grade-Anleihen mit nach oben gezogen. Die Situation hat zu einem überkauften Zustand für diesen RAMO geführt. **Ein solcher Zustand bedeutet, dass die Kurse von Unternehmensanleihen und T-Bonds relativ bald zurückgehen sollten, so McClellan.** Was gleichbedeutend ist mit weiterhin hohen bis steigenden Renditen.

Bloomberg: Die Eurozone wird Ende 2023 mit ziemlicher Sicherheit eine Rezession erleben, so der ehemalige Präsident der Europäischen Zentralbank, Mario Draghi, laut Financial Times. Der Einbruch werde wahrscheinlich nicht „tief“ oder „destabilisierend“ sein. „Es ist ziemlich klar, dass die ersten beiden Quartale des nächsten Jahres das zeigen werden.“ Und: „Entweder handelt Europa gemeinsam und wird zu einer vertieften Union, einer Union, die in der Lage ist, neben der Wirtschaftspolitik auch eine Außen- und Verteidigungspolitik zu betreiben oder ich fürchte, **die Europäische Union wird nicht überleben, wenn sie nur ein gemeinsamer Markt ist.**“

Der S&P 500 hat am zurückliegenden Freitag bei 4415,24 geschlossen. Nach kurzer Konsolidierung übersteigt er eine flachere Abwärtslinie aus Ende Juli. Die Konsolidierung um den Pegel bei 4380 herum ging nicht einmal bis zur EMA50 herunter (4331, steigend). Das 38er Retracement der Aufwärtsbewegung aus Mitte März fällt bei 4300 mit dem (vorläufigen) 38er Retracement des Aufwärtsimpulses von Ende Oktober zusammen ([Chartquelle](#)).



Die Marktindikatoren zeigen sich per Saldo nun mäßig bullisch. Die Volumenverteilung ist seit 17. Oktober mit einem kurzen Durchhänger in Akkumulation. Es besteht Tempoverlust, der sich in einer nach TRIN bärischen Marktbreite niederschlägt. Die AD-Linie ist bullisch – mit Tempoverlust. Das Verhältnis zwischen S&P 500 und VIX ist bullisch, das Put/Call-Verhältnis bärisch. Der TQUAL-Indikator (Auswertung der viel beachteten Stochastik, RSI und MACD bei verschiedenen großen Aktienindices) hat eine bestätigte Bodenbildung vollzogen.

Die **fraktalen Oszillatoren der TimePatternAnalysis** sehen bullische zyklische und lineare Merkmale zunehmend, bärische nehmen ab. Aus dieser Sicht spricht weiterhin einiges dafür, dass die bullische Bewegung noch anhält.



Die Charts der aggregierten Marktindikatoren und der fraktalen Oszillatoren der TimePatternAnalysis werden börsentäglich auf der [Startseite](#) aktualisiert.

Der **VIX** ist kollabiert von 21,27 am 27. Oktober, dem Start des jüngsten Bull-Runs, auf 14,17. Er ist deutlich überverkauft. Gleichzeitig herrscht relativ hohe Unsicherheit, das „Klima“ an der Grenze von Doubt zu Fear. Das spricht für kurzfristige Anfälligkeit bei den Bullen.

Das Aufwärtstempo im S&P 500 wird sich so nicht halten lassen, mit einem Rücksetzer ist zu rechnen. Dessen Mindest-Potenzial reicht bis 4300 (siehe oben!). Vorgelagert ist die EMA50 (4331, steigend). Darunter liegt die EMA200 (4274, steigend).

In der kommenden Woche werden in den USA der CPI, wie auch die Einzelhandelsdaten für Oktober veröffentlicht – mögliche Katalysatoren für eine erneute Konsolidierung, bzw. ein Korrektürchen. Noch sehr früh: Es könnte sich im S&P 500 eine Bärflagge entwickeln. Das sollte man im Auge behalten.

Übergeordnet erscheint mir weiterhin die Oberseite wahrscheinlicher – unter Beachtung zunächst des Pegels bei 4300.

Nachtrag

Das Kreditrating von Moody's für die USA wurde zuletzt (am 10. November) auf Aaa mit negativem Ausblick festgelegt. Standard & Poor's sieht die Kreditwürdigkeit bei AA+ und stabilem Ausblick. Das Kreditrating von Fitch kommt auf AA+ mit stabilem Ausblick. Das Kreditrating von DBRS für die USA wird mit AAA mit stabilem Ausblick angegeben. Das Kreditrating wird von Staatsfonds, Pensionsfonds und anderen Anlegern verwendet, um die Kreditwürdigkeit einzuschätzen, was einen großen Einfluss auf die Kreditkosten hat ([Quelle](#)).