

1. Einleitung - Entscheidungszeit für Bullen und Bären

Wohin geht der US Markt (S&P 500)?

Ein Blick auf einen langfristigen Wochenchart des S&P 500:



Ich sehe zwei Optionen:

- Ein normaler zyklischer Anstieg, falls sich das anbahnt, könnte den S&P 500 in Richtung 5400 - 5600 führen (Anm.: roter Kreis obere rote Trendlinie)
- Ein hypothetischer Zusammenbruch könnte den S&P 500 in Richtung 3200 oder darunter drücken (Anm.: grüner Kreis untere grüne Trendlinie). Anm.: Hypothese ► unbewiesene Annahme.

Im obigen Chart ist auch noch im unteren Teil ein bei Anlegern beliebter Indikator aufgeführt: SPXA200R → Prozentsatz der Aktien über ihrem gleitenden 200-Tage-Durchschnitt.

Der Wert für diesen Indikator lag am 14.03.2023 bei 60,2 % > 50 % und das ist gesund.

Wenn dieser Indikator unter 50 % fällt, ist Vorsicht geboten.

Wird es wieder so kommen?

Es ist wichtig, diesen Indikator (Anm.: Breitenindikator Prozentsatz der Aktien über 200 Tage SMA) im Auge zu behalten, um Hinweise darauf zu erhalten, wohin sich die Aktien mittelfristig bewegen werden.

Ein Blick in die Vergangenheit zeigt, wenn dieser Indikator unter 50 % fällt hätte man Verluste verkleinern können, wenn man verkauft hätte.



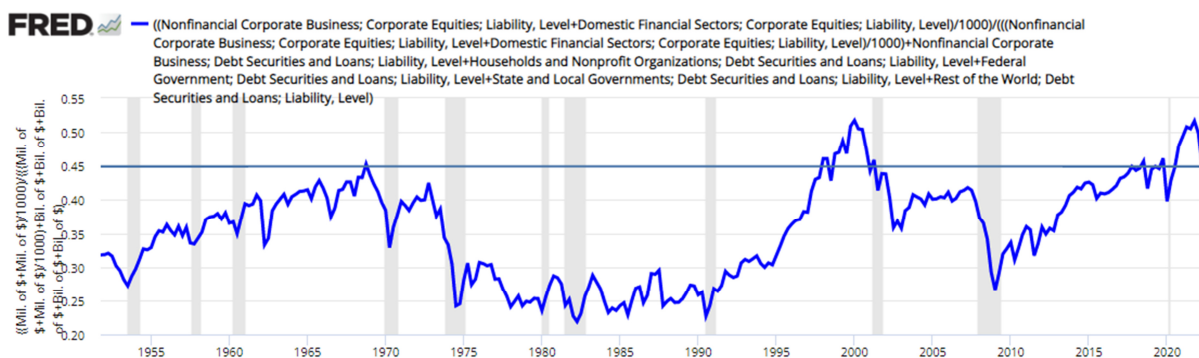
Fazit: Es gibt keine narrensicheren Timing-Signale, die immer funktionieren – zumindest bin ich mir dessen bewusst – aber Disziplin und ein systematischer Risikomanagement-Ansatz sind oft besser als gar nichts.

2. Analyse

2.1. Erwartungen anpassen

Daten der Federal Reserve zeigen, dass die US-Haushalte das Jahr 2022 mit einem hohem Engagement in Aktien abgeschlossen haben.

Der Chart zeigt die Aktienquote der US-Haushalte; Stand 31.12.2023: 0,44923 (44,923%).



Gegenüber dem Spitzenwert in 31.12.2021 von 0,51659 liegt der Wert vom 31.12.2022 aber immer noch in den oberen 10 % aller Messwerte, die mehr als 70 Jahre zurückreichen (Anm.: graue Linie im obigen Chart).

Vierteljährliche Daten sind nicht viel hilfreich, wenn es um das kurz- bis mittelfristige Management von Risiken und Chancen geht. Aber es kann ein wichtiger Indikator für das längerfristige Marktumfeld sein. Es gibt nur wenige langfristige Marktbeziehungen, die stabiler waren als die Positionierung der Vermögensallokation der Haushalte und der Renditen an den Aktienmärkten.

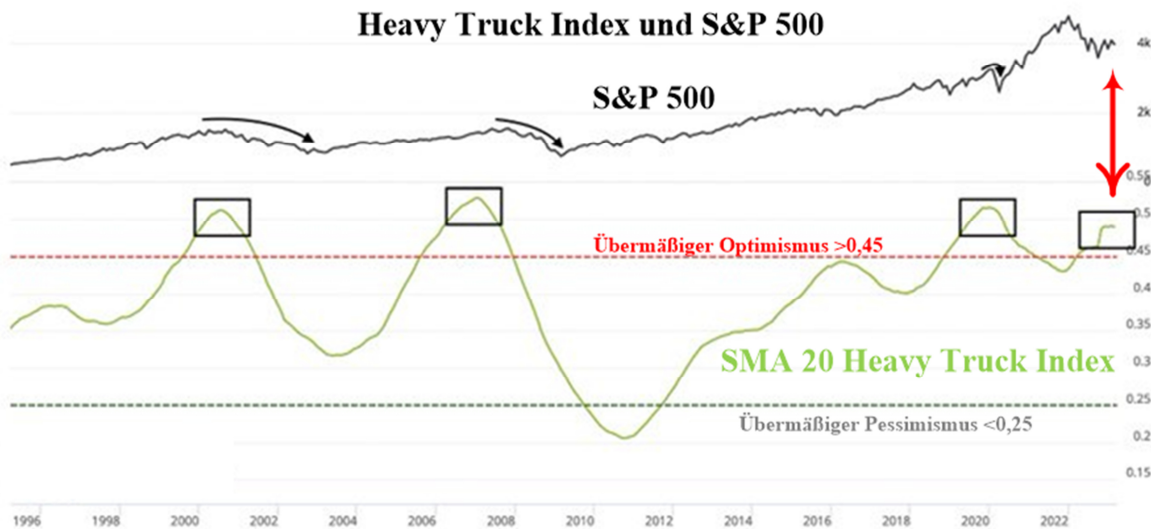
Es besteht eine umgekehrte Korrelation von 88 % zwischen der Aktienquote der US-Haushalte und den erwarteten Renditen (Anm.: 10 Jahresrendite) für den S&P 500.

Stand 29.03.2023 war die erwartete 10 Jahresrendite für den US Markt (S&P 500) 2,57%.

Fazit: Die aktuelle Aktienquote der US Haushalte (Positionierung) deutet darauf hin, dass Anleger, die an die steigenden Renditen des letzten Jahrzehnts gewöhnt sind, möglicherweise ihre Erwartungen nach unten anpassen müssen.

2.2. Optimismus Prime Index (Heavy Truck Verkäufe USA)

Die als „Optimismus Prime Index“ bezeichneten Heavy Trucks Verkäufe zeigen das führende Anzeichen einer Rezession in den USA, da die Verkäufe häufig die Einstellung zum aktuellen Markt darstellen und offenbaren.



Beispielsweise gingen die Verkäufe in 2000 und 2007 zurück.

Danach folgten die Rezession, das Platzen der Internetblase und die Subprime-Hypothekenkrise.

Fazit: Die Verkäufe von Heavy Trucks gehen offensichtlich zurück – eine Warnung.

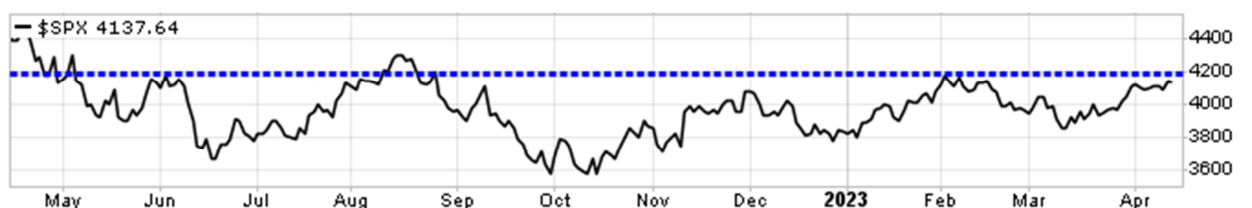
2.3. Ein Blick in das Innere des US Marktes (S&P 500)

Der mit Abstand beste Wirtschaftsindikator für Anleger ist das Innere des Aktienmarktes.

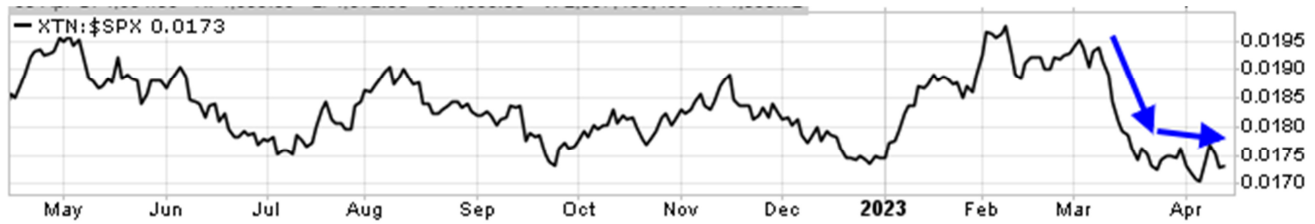
Dabei beziehe ich mich auf die relative Performance von Dingen wie Transportaktien, Materialien, Einzelhandel und Small Caps.

Die nachfolgenden Charts (Stand 14.03.2023) zeigen das „Innere des Aktienmarktes“.

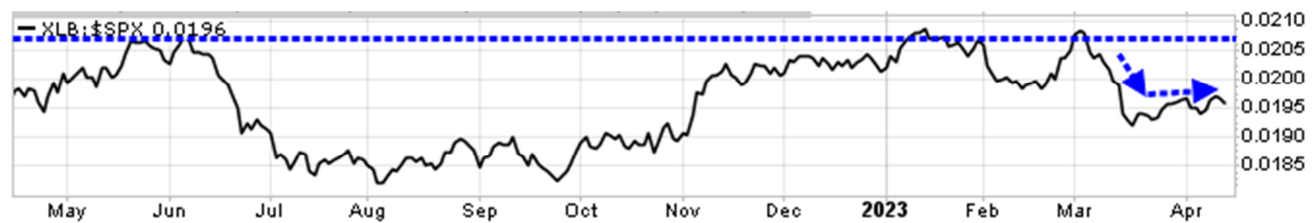
S&P 500:



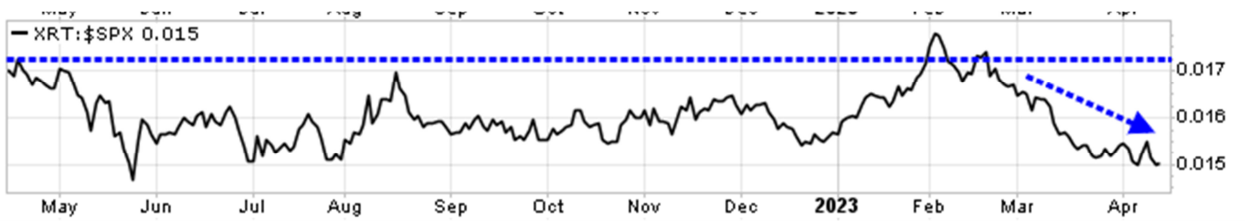
Ratio Transport zu S&P 500:



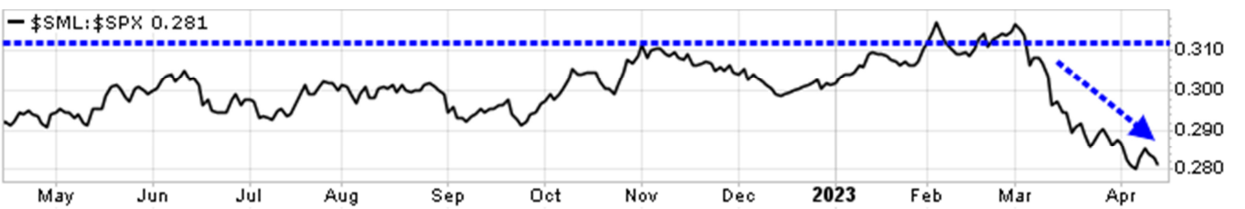
Ratio Material zu S&P 500:



Ratio Einzelhandel zu S&P 500:



Ratio Small Caps zu S&P 500:



Die obigen Ratio-Charts zeigen bis Anfang 2023 bzw. 2023/02 ein Lebenszeichen, was der Erzählung von einer „sanften Landung“ (Anm.: Wirtschaft erholt sich, keine Rezession) Glaubwürdigkeit verlieh.

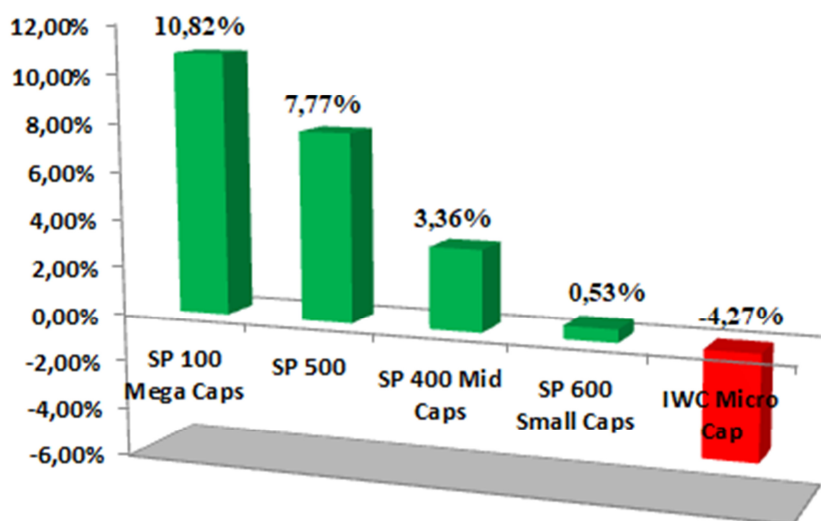
In den letzten ein bis zwei Monaten sind sie jedoch erneut stark abgetaucht, was bedeutet, dass das Szenario einer „sanften Landung“ möglicherweise nicht so wahrscheinlich eintreten wird, wie die Bullen an den Aktienmärkten hoffen.

Tatsächlich legt ihre jüngste Schwäche nahe, dass die Anleger besser vorsichtig sein und die Augen offen halten sollten, weil wir vielleicht doch auf eine harte Landung (Anm.: Rezession) zusteuern.

Fazit: Das ist ein Szenario, das Analysten und Aktienkurse noch nicht eingepreist haben.

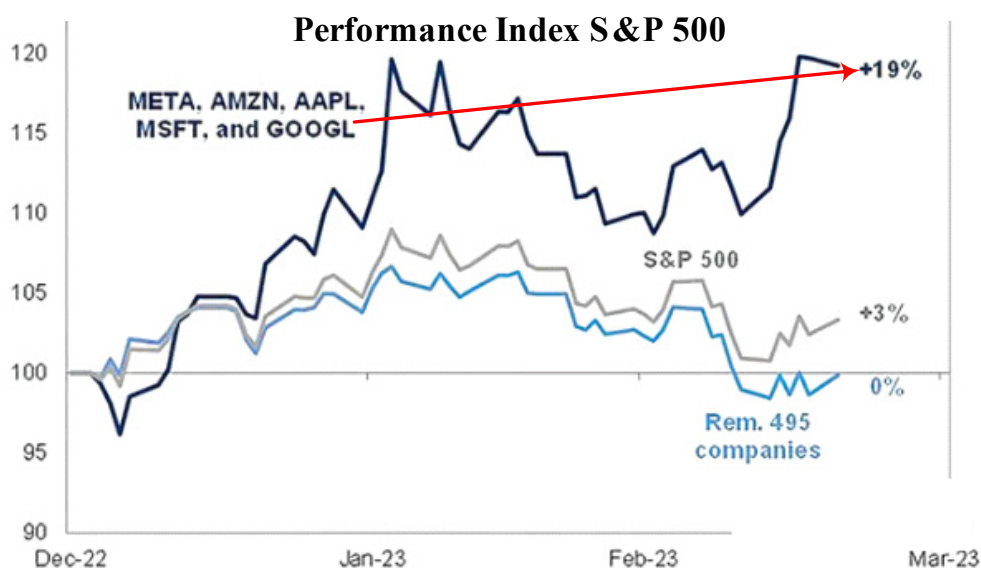
2.4. Wertentwicklung verschiedener Indizes (Large Cap Micro Cap)

Wertentwicklung 01.01.2023 – 14.04.2023



Eine Handvoll Mega-Cap-Aktien (Meta, AMZN, AAPL, MSFT und Googl) haben die Indizes nach oben gezogen.

Der S&P 500 ist heute der konzentrierteste seit den 1980er Jahren.



Aber unter der Oberfläche sieht es nicht sehr stark aus. Der Small-CAP Index SML kann seine Oktober-Tiefs kaum halten.



2.5. Entscheidungszeit für Bullen und Bären

Der US Markt (S&P 500) bleibt zwischen Unterstützung(en) und Widerstand(en) eingeklemmt.

S&P 500 > 4300 bullisch; S&P 500 zwischen 3700 und 4300 Seitwärts; S&P 500 < 3700 Bärisch.



Verschiedene Versionen der Advance-Decline-Linie haben keine Aufwärtstrends, was ein Signal dafür ist, dass die Bullen die Kontrolle verloren haben.

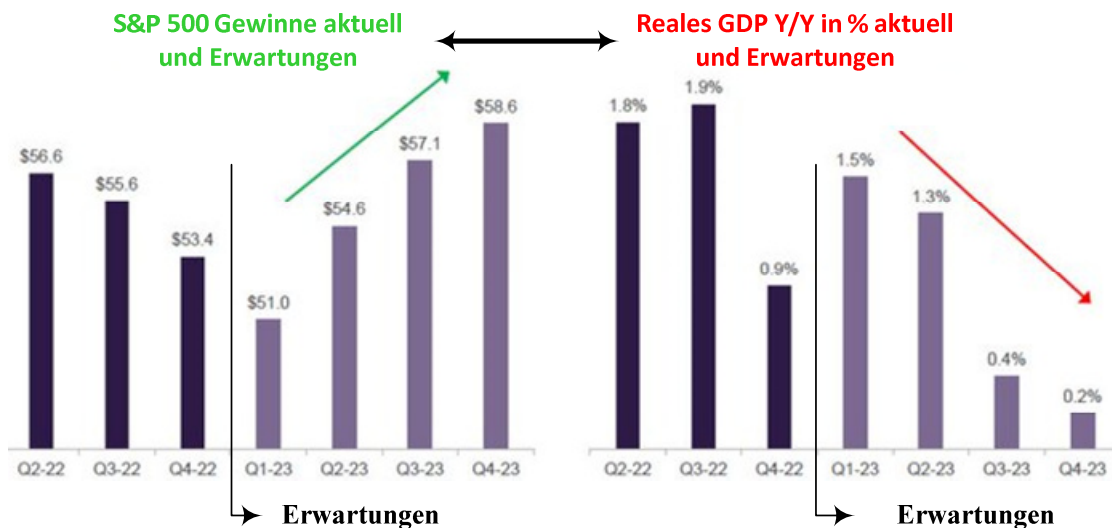
Auch wenn das nicht bärisch ist spricht dies für eine Phase der Seitwärtskonsolidierung.



Fazit: Es ist Zeit für technische Entscheidungen sowohl für Bullen als auch für Bären.

3. Probleme, die in den Märkten und in der Wirtschaft lauern

- Alle Frühindikatoren deuten weiterhin auf eine Rezession hin, und nichts hat dieses Signal negiert oder verfälscht.
- Zusätzlich erhöht die Bankenkrise nur die Aussicht und die Wahrscheinlichkeit einer heftigen (globalen) Rezession.
- Infolgedessen (und zusammen mit strengeren Finanzierungsbedingungen) dürften Kreditstress und Immobilienmarktrisiken ein wichtiges Thema werden/bleiben.
- Schwächeres Wachstum dürfte die Führung übernehmen um den Preisdruck zu verringern (vielleicht Risiko einer Deflation)
- Diskrepanz zwischen den erwarteten Konsensgewinnschätzungen und der prognostizierten wirtschaftlichen Verlangsamung



- Schwächeres Wachstum, Kreditstress, Immobilienmarktprobleme, niedrigere Inflation ... das alles ist ein Rezept für niedrigere Anleiherenditen. Mein Makro-Modell für US-Zinsen 10y zeigt an, 10-Jahres-Renditen USA könnten stark sinken.
- Wertentwicklung verschiedener Indizes (Large CapMicro Cap) Stand 29.03.2023

Unternehmen mit hoher Qualität, geringem Risiko und bedeutender Größe halten sich am besten.

Auffällig ist, dass sich Mega Caps, wie sie zum Beispiel im SP 100 Mega Caps enthalten sind, seit einigen Wochen deutlich besser entwickeln als Small Caps/Micro Caps.

Ein wesentlicher Teil dieser Outperformance ist den defensiven Stärken von Mega Caps (Konzerne mit soliden Bilanzen und einem robusten Geschäftsmodell mit hohen Markteintrittsbarrieren) zu verdanken.

Obwohl einige Anleger die Stärke einiger der beliebten Marktindizes als positives Zeichen ansehen mögen, ist die Schwäche unter der Oberfläche offensichtlich und die Makrorisiken nehmen zu.

Fazit: Für Aktien ist es eine Situation, in der das Inflationsrisiko vom Makrorisiko (Rezession) abgelöst wird. Wenn es so kommt entwickeln sich Aktien wahrscheinlich schlechter als Anleihen, da Anleihen steigen (Zinsen sinken) und Aktien den Bärenmarktprozess fortsetzen.

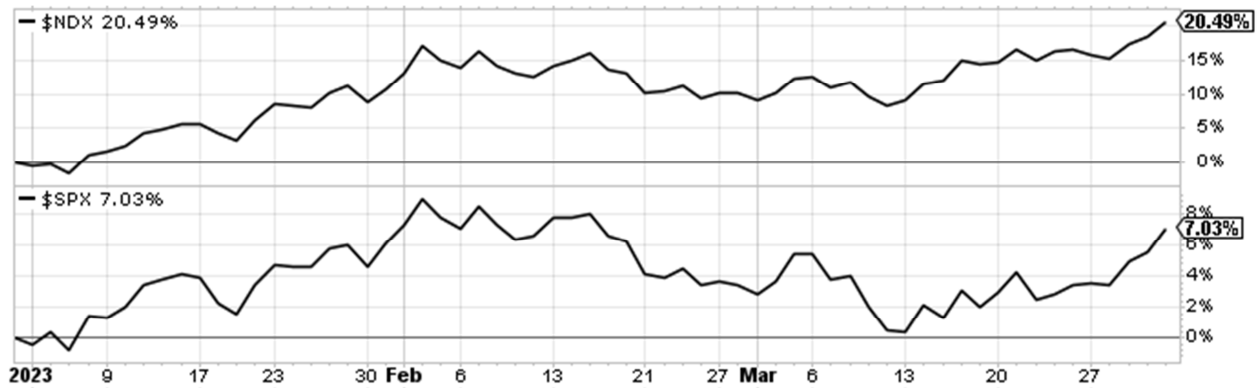
4. Zusammenfassung – Überraschungen 1.Quartal 2023

Wir sind am Ende des ersten Quartals 2023 und es hat seit dem 1. Januar 2023 einige Überraschungen gegeben.

Das macht Märkte so schwierig, denn sie sind nie vorhersehbar.

Nachfolgend einige der bisher größten Überraschungen im Jahr 2023 und meine Gedanken dazu.

a) Comeback Nasdaq 100 – Wertentwicklung 1.Quartal 2023

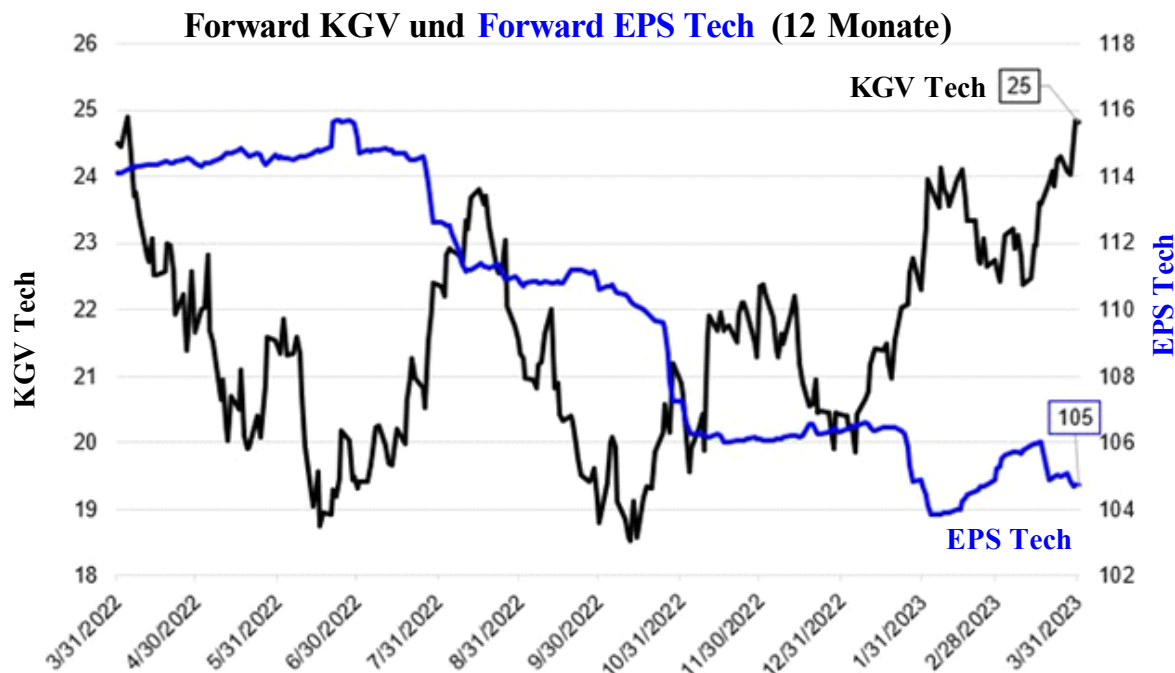


Der Nasdaq 100 ist im 1. Quartal 2023 um 20,49 % gestiegen, der S&P 500 nur um 7,03 %.

Nicht viele Anleger haben das kommen sehen, mich eingeschlossen.

Im Vergleich zu anderen Marktindizes (S&P 500 ...), die eher einen zyklischen Einfluss widerspiegeln, ist die Divergenz zum Nasdaq 100 bedeutsam.

Die große Frage ist jetzt: Wie sieht es aus mit der Erwartung weiterer Kursgewinne für Nasdaq 100?



Die Stärke des Nasdaq 100 seit Jahresbeginn 2023 wurde vollständig von der mehrfachen Expansion des KGV angetrieben.

Das Forward KGV liegt bei 25, während die EPS-Wachstumsprognose für 2023 auf 105 gesenkt wurde.

Anleger sollten auf die Berichtssaison achten, die Mitte April 2023 beginnt und dabei nach Anzeichen für rückläufige Gewinne Ausschau halten. Es könnte sich als ein schwieriger Monat für die Märkte herausstellen.

b) Rendite Zinsen US 2Y



Die Rendite für zweijährige US Staatsanleihen ist von 5 % auf unter 4 % gefallen.

Trotz des starken Renditerückgangs weist die 2-jährige Staatsanleihe immer noch eine Zahl über 4 % auf, was sehr attraktiv ist in einer Umgebung mit erhöhter Volatilität.

Dies ist meiner Meinung nach ein attraktiver Einstiegspunkt in für Anleger, die noch keine Anleihen im Portfolio haben,

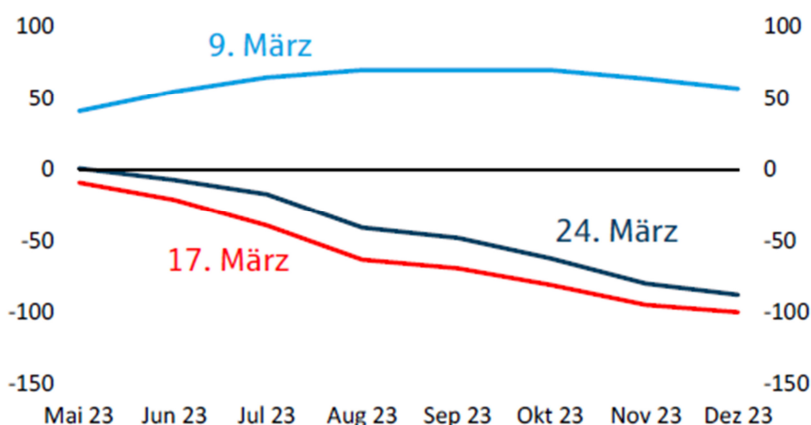
c) Leitzinsen USA - Flip-Flop

Flipflops sind elektronische Schaltungen, die zwei stabile Ausgangszustände kennen und ihren Ausgangszustand nur ändern, wenn eine bestimmte Eingangssignalkombination auftritt.

Die vielleicht bemerkenswerteste Überraschung war die rasche Verschiebung der Markterwartungen in Bezug auf Zinserhöhungen und –senkungen.

Dramatische Änderung im Ausblick

Erwartete Änderung der Fed Funds Rate vom aktuellen Niveau, Bp.*



Innerhalb weniger Tage ging der Markt nach dem Bankenchaos von den Erwartungen von vier weiteren Zinserhöhungen um 25 Basispunkte auf mindestens drei Zinssenkungen vor Jahresende 2023 über.

Die Märkte preisen unverändert nach dem Gipfel einen abrupten „Sturz in den Abgrund“ ein – zum Jahresende soll der Leitzins damit fast 100 Basispunkte niedriger sein als aktuell.

Entscheidend ist aber, dass der rapide Kurswechsel hin zu einer Lockerung, den die Märkte erwarten, nur in einem Extremszenario plausibel erscheint, in dem die Wirtschaft abschmiert, systemische Risiken im Vordergrund stehen und Inflation plötzlich kein Thema mehr ist.

Eines steht außer Zweifel: Die aktuelle Inflation liegt nach wie vor meilenweit über dem Ziel der Notenbanken.

Angesichts der weiter hohen Teuerung dürfte die US Notenbank ihre restriktive Geldpolitik erst ab 2024 ändern.

Fazit: Die Kluft zwischen der US Notenbank und dem Anleihemarkt wird immer größer. Die US Notenbank sagt, die Wirtschaft sei stark und die Zinsen müssten steigen. Anleihen lehnen dies ab, da die Renditen seit November 2022 stark gefallen sind.

5. Meine persönliche Meinung

Wohin wird der S&P 500 in 2023 gehen?

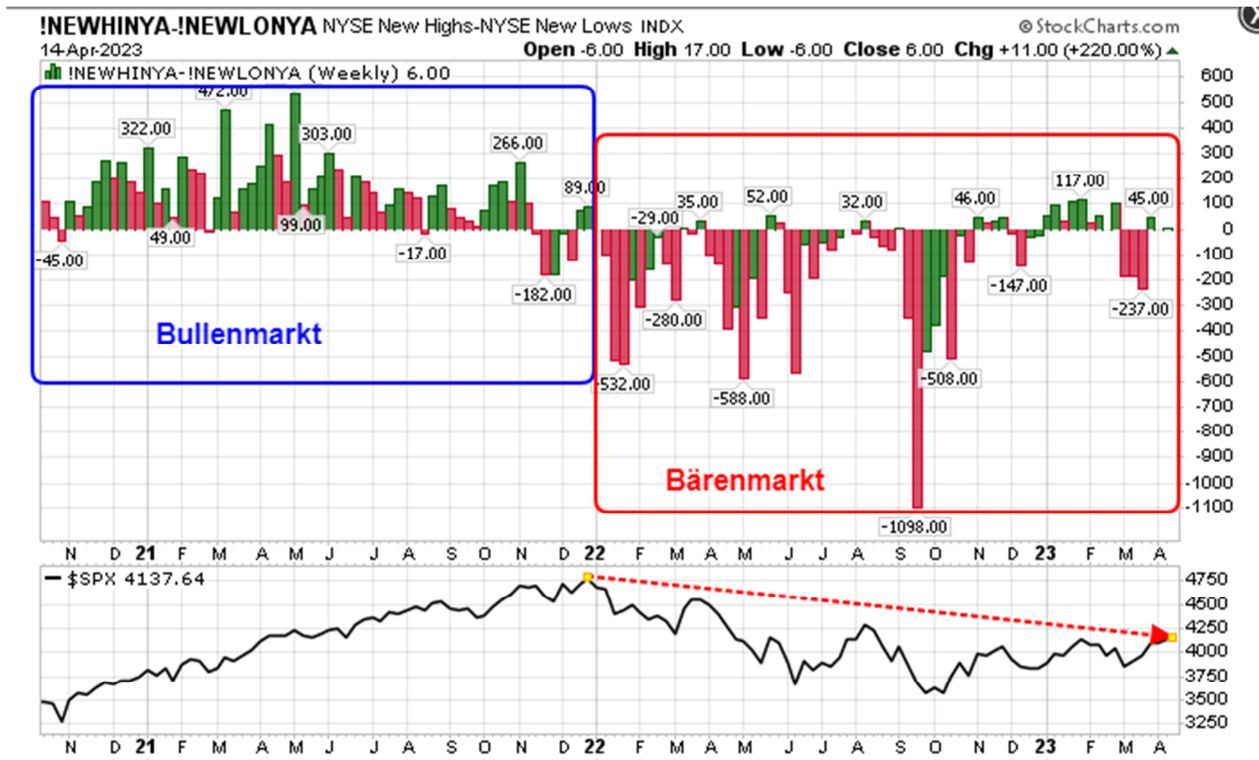
5.1. Mittelfristiger Zeitraum (Intermediate Term < 3 Monate)

a) Sentiment AAII Umfrage



Aktien steigen, wenn hartnäckiger Pessimismus (Differenz Bullen minus Bären) nachlässt.

b) Marktbreite (Differenz von Neuen Hochs minus neue Tiefs NYA)



Marktbreite: Richtungswechsel - Bärenmarkt seit Anfang 2022.

Die Entwicklung der Marktbreite spricht weiterhin für eine Trading-Range.

c) Richtungswechsel in der Volatilität (VIX)? – Reaktion an Unterstützungslinie entscheidend.



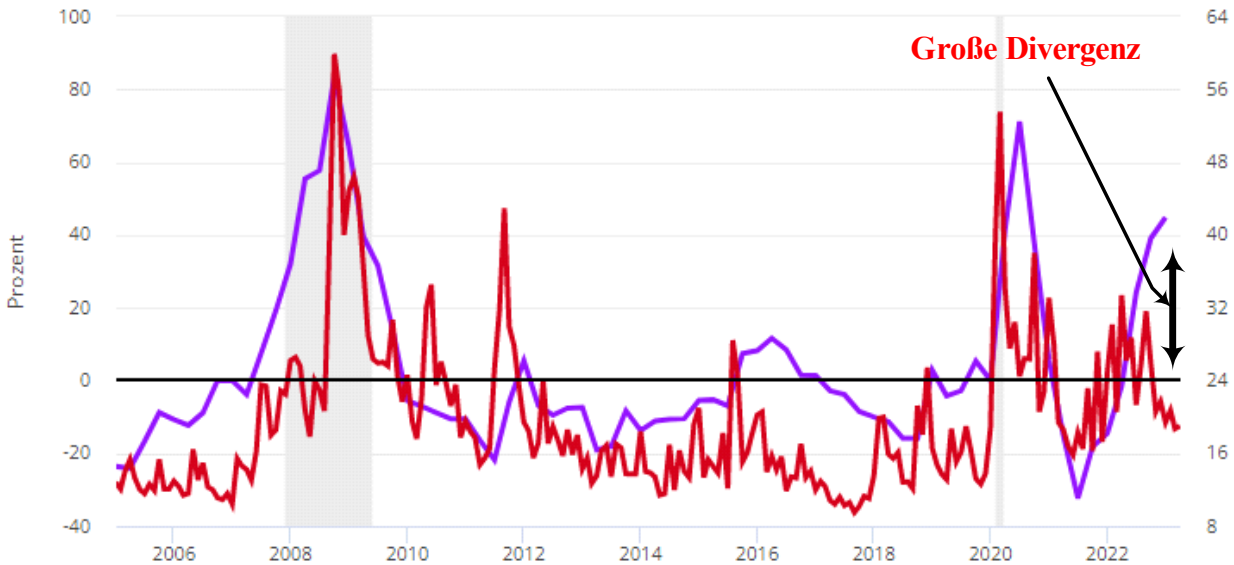
d) Straffung der Kreditvergabe

Der VIX hatte eine enge positive Beziehung zu den Straffungsstandards der Banken.

In letzter Zeit gab es jedoch eine große Divergenz. Entweder müssen die Banken die Straffungsstandards lockern, oder der VIX wird wahrscheinlich steigen.



— Nettoprozensatz der inländischen Banken, die die Standards für gewerbliche und industrielle Kredite an große und mittelständische Unternehmen verschärfen (links)
— CBOE-Volatilitätsindex: VIX (rechts)



Fazit: Ich setze auf einem steigenden VIX.

d) Seasonalität

Der April ist einer der „besten sechs Monate“ für den S&P 500.

Die typische Stärke des Jahres vor den Wahlen unterstützt die Performance des Aprils seit 1950.

Vorwahljahr: Entwicklung April seit 1950 für S&P 500			
	Up	Down	% Up
S&P 500	17	1	94,1 %

e) Zusammenfassung (Zeitraum Intermediate Term <3 Monate)



Eine bessere Marktbreite und eine Rückkehr zum Optimismus seitens der Anleger, dann könnte der US Markt (S&P 500) auf der Stärke des 1. Quartals 2023 aufbauen.

Seit einigen Wochen pendelt der S&P 500 zwischen 3.800 und 4.200 Punkten

Eine Erholungsrallye dürfte am Widerstand bei etwa 4180 - 4200 begrenzt werden.

Fällt der S&P 500 unter 3800, öffnet ein Bruch der Unterstützung die Tür zu einem Abwärtsrisiko bei etwa 3700.

Sollte dem S&P 500 in den USA der Ausbruch über wichtige Widerstände klar gelingen, kann man mit Long-Positionen auf weiter steigende Notierungen im April setzen.

Darüber hinaus ist das Kurspotential aber sowohl aus saisonaler als auch aus fundamentaler Sicht begrenzt.

Aus saisonaler Sicht ist für die zweite Jahreshälfte eine Seitwärtstendenz zu erwarten, aus fundamentaler Sicht sollte man sogar erneute Rücksetzer einkalkulieren.

Mein Basisszenario ist, dass wir uns in einem primären Bärenmarkt befinden und in (der zweiten Hälfte dieses Jahres in) eine Rezession eintreten sollten, obwohl Chancen bestehen, dass wir in den kommenden Wochen eine anhaltende bullische Gegentrendbewegung sehen werden.

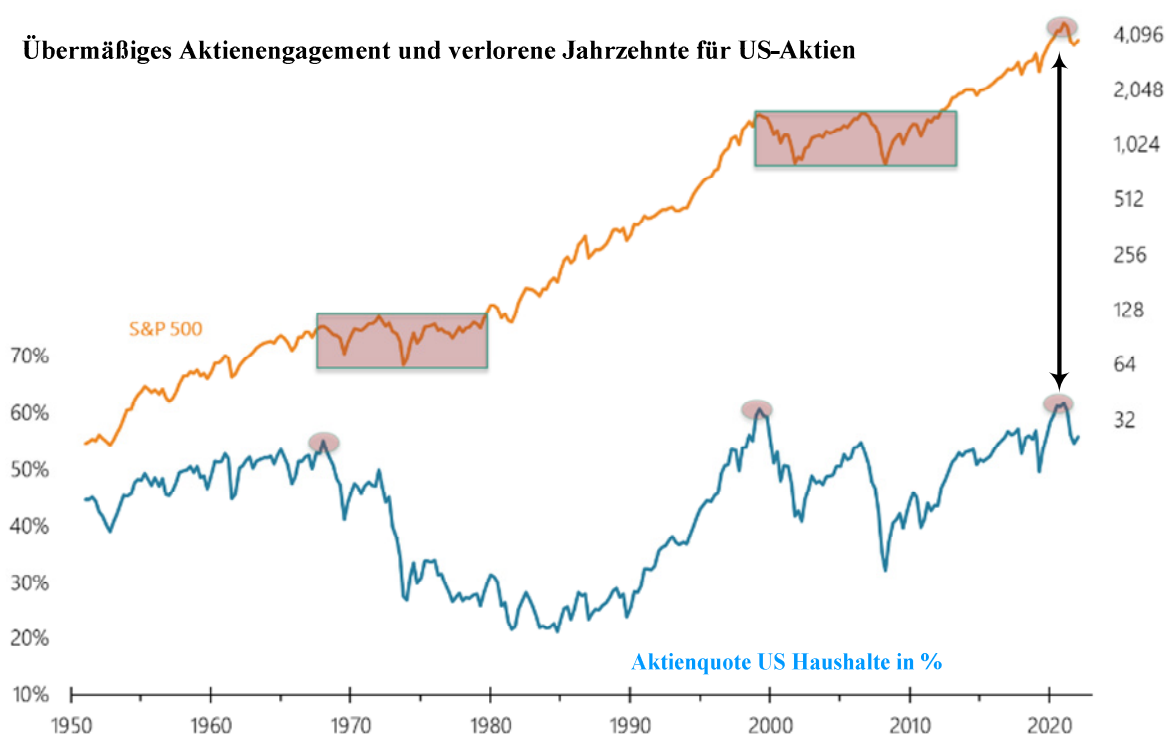
Fazit: Nach aufwärts kommt seitwärts - Trading-Range zwischen 3800 und 4200?

5.2. Langfristig (Long Term > 1 Jahr)

5.2.1. Gegenwind für US-Aktien?

Die Korrelation zwischen der Aktienquote US Haushalte und den erwarteten Börsenrenditen ist in den letzten Jahren stabil geblieben.

Das Aktienengagement ist noch immer historisch hoch.



Es gibt viel mehr Schmerz, wenn die Märkte nach unten gehen. Ähnlich wie in den Bärenmärkten von 1966 und 2000.

Die Allokation in Aktien ist immer noch sehr hoch.

Fazit: Langfristiger Gegenwind für Aktien möglich

5.2.2. Entwicklung Unternehmensgewinne (EPS) USA

Prognose Unternehmensgewinne (EPS in USD) für Unternehmen im S&P 500			
Prognose	2022	2023	2024
Analysten	219	221	248
„Meine Prognose“	-----	195 (1)	241

(1) 195 USD bei Rezession

Kursziel für den S&P

Für die Prognose eines Kursziel für den S&P schaue ich auf mein Tool zur Ermittlung des „fairen Wertes“ für den S&P 500 in Abhängigkeit des EPS, der S&P 500 Dividendenrendite (SMA 5 Jahre) und der Rendite für Unternehmensanleihen (Rating BBB).

Nachfolgend die berücksichtigten Daten:

EPS 2023 bei Rezession: 195 USD; EPS 2023: 221 USD; EPS 2024: 248 USD

Rendite BAA: 5,45 % am 03.04.2023; Dividendenrendite S&P 500 SMA 5 Jahre : 1,91%

		EPS 2022	EPS 2023 R	EPS 2023	EPS 2024
	EPS	220	195	225	250
BBB Corporate Credit Yield	3,75	3887	3445	3975	4417
	4	3723	3299	3807	4230
	4,25	3571	3166	3653	4058
	4,5	3432	3042	3510	3900
	4,75	3303	2928	3378	3754
	5	3184	2822	3256	3618
	5,25	3073	2723	3142	3492
	5,5	2969	2632	3036	3374
5,75	2872	2546	2937	3264	

Bei einem Stand des S&P 500 von 4138 (14.04.2023) ist dieser sehr überbewertet.

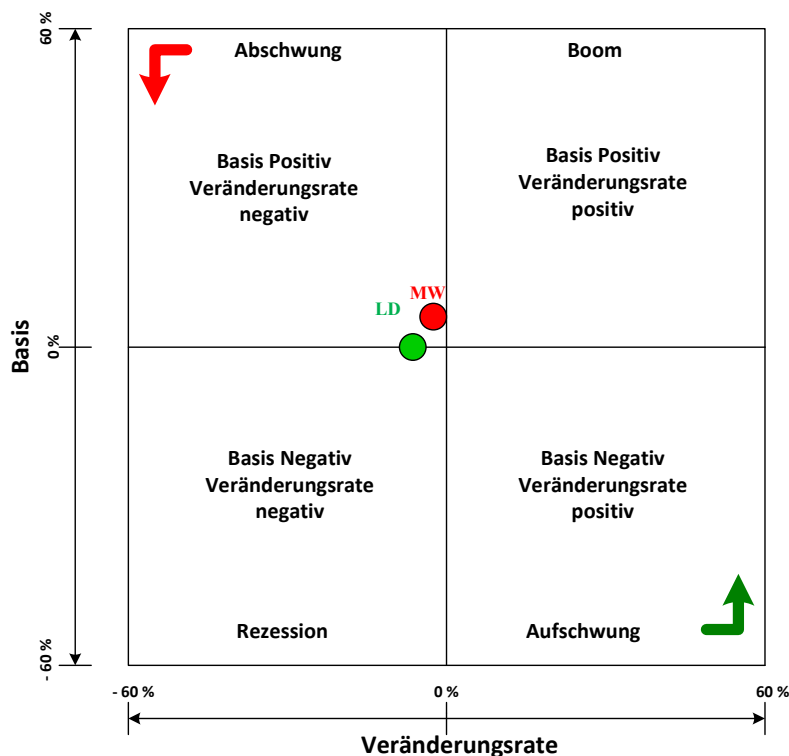
Die Unternehmensgewinne (EPS) des S&P 500 haben eine Rezession nicht vollständig eingepreist.

Fazit: Die Talsohle an den Aktienmärkten kommt also, sie ist nur noch nicht da.

5.2.3. Rezessionsgefahr

Das Rezessionsprognosemodell basiert auf 18 Indikatoren.

Der Mittelwert (MW) zeigt den allgemeinen Zustand der Wirtschaft an. Leading Indicators (LD) ist eine Teilmenge (9) von Indikatoren, die einen Hinweis auf sich ändernde Wirtschaftstrends geben. Stand 14.04.2023: MW 4,4%, LD -0,2%



Rezessionsprognosemodell			
Stand 14.04.2023		Stand 31.12.2022	
MW = 4,4%	LD = -0,2%	MW = 4,8%	LD = 1,5%

Die Wahrscheinlichkeit einer Rezession hat sich auf 63,9% erhöht.

Das Rezessionsszenario ist sehr plausibel, wird aber durch den Markttrend (Aktienmarkt) nicht bestätigt.

Die Bankenkrise wird die Kreditvergabestandards weiter verschärfen und die Kreditverknappung wird eine Rezession unterstützen.

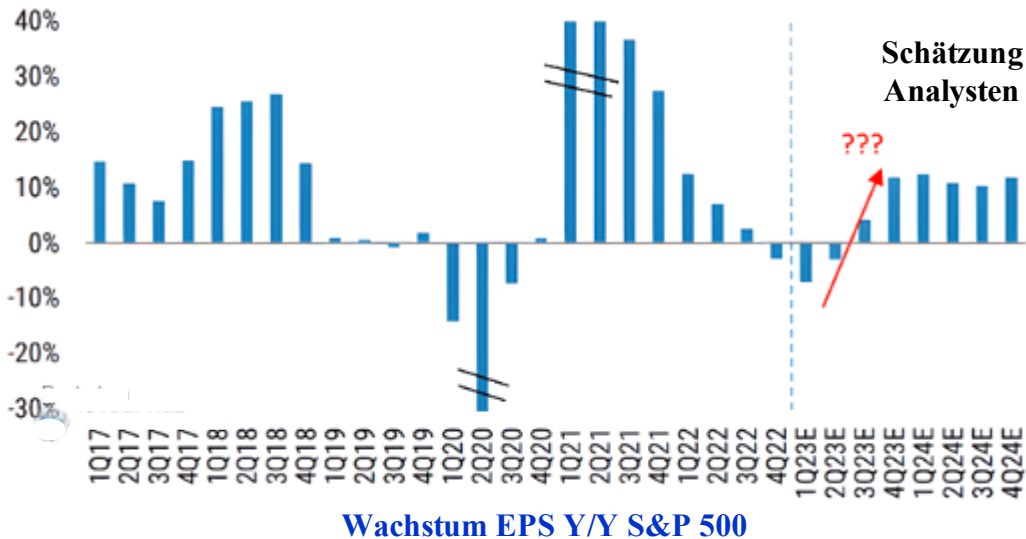
Niedrigere Tiefs unter SPX 3760 (auch als Dezember-Tief bekannt) würden meiner Ansicht nach die Argumentation für eine Rezession unterstützen.

Fazit: Wichtig, US Notenbank sorgt sich um den Kreditmarkt, nicht um den Aktienmarkt.

5.2.4. Zusammenfassung (Zeitraum Long Term > 1 Jahr)

a) Sind die Schätzungen der EPS Gewinne für den S&P 500 in einem Umfeld der Stagflation zu hoch?

Anm.: Stagflation ► Wirtschaft wächst nicht und gleichzeitig Inflation hoch



Die Gewinnerwartungen (EPS) für das laufende Jahr 2023 wurden reduziert.

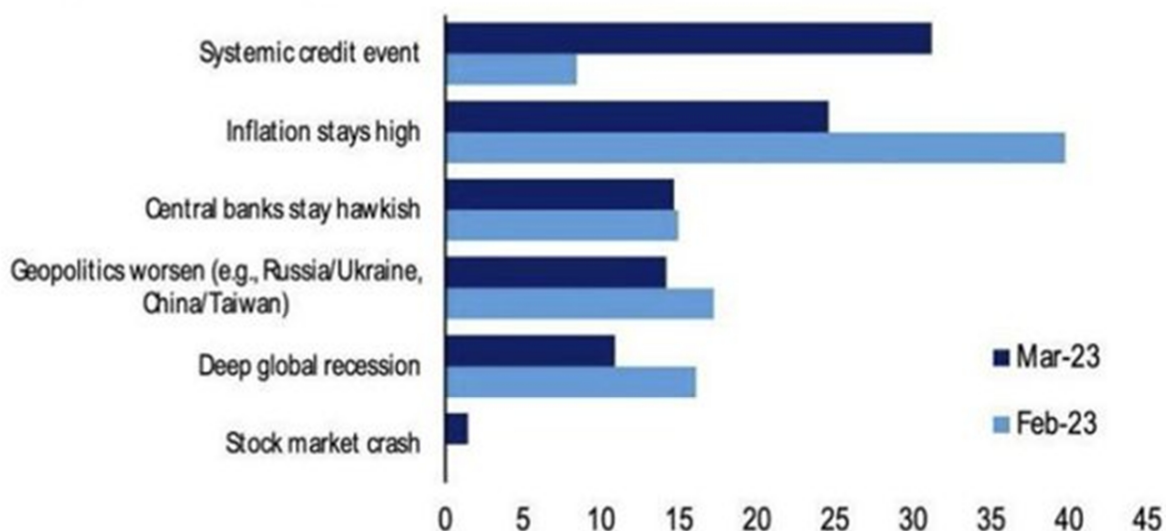
Weiterhin ist man für 2024 zunehmend optimistisch.

Die Gewinnentwicklung der US Unternehmen wird sehr wichtig werden.

Interessant wird sein, wie die Gewinnentwicklung für den Finanzsektor (XLF) wegen der Bankenkrise (SVB Silicon Valley Bank.....) ausfällt.

Außerdem ist es wichtig wie das erwartete Gewinnwachstum des Technologiesektors für 2023 ausfallen wird, wegen des starken Anstiegs des Nasdaq 100 seit Jahresanfang 2023.

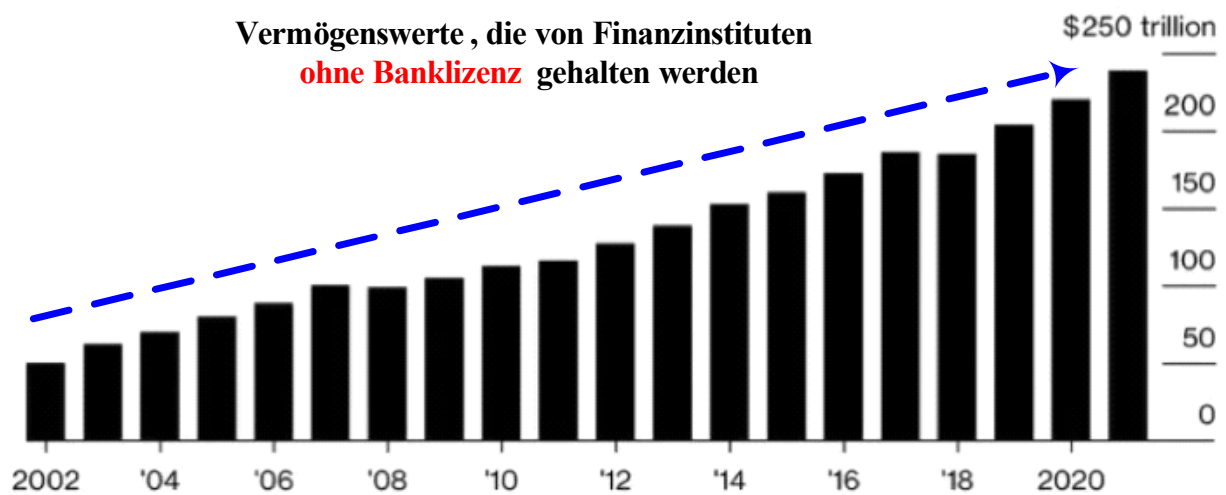
b) Anleger machen sich jetzt viel mehr Sorgen über ein systemisches Kreditereignis als über eine anhaltend hohe Inflation bzw. Rezession.



Warum fürchten die Anleger ein systemisches Kreditereignis?

Die größte Sorge der Anleger (Kreditereignis) im Hinblick auf die Finanzstabilität ist die Situation der **Nichtbanken (Schattenbanken)**.

Anm.: Nichtbanken (Schattenbanken) ► Unternehmen ohne Banklizenz



Der Unterschied zwischen Banken mit Banklizenz und Nichtbanken ohne Banklizenz:

Banken mit Banklizenz können beim Diskontfenster der Fed Kredite aufnehmen und ihre Einlagen sind durch die FDIC-Einlagensicherung geschützt.

Nichtbanken hingegen unterliegen weniger (bis kaum) Regulierung als normale Banken. Anleger, die in Schattenbanken investieren, müssen sich daher auf alternative Absicherungen des privaten Sektors verlassen, z. B. Credit Default Swaps (CDS).

Wo sind die Risiken im „Schattenbanksystem“?

Hebelwirkung: Auf den privaten Märkten (Schattenbanksystem) gibt es undurchsichtige Formen von Krediten.

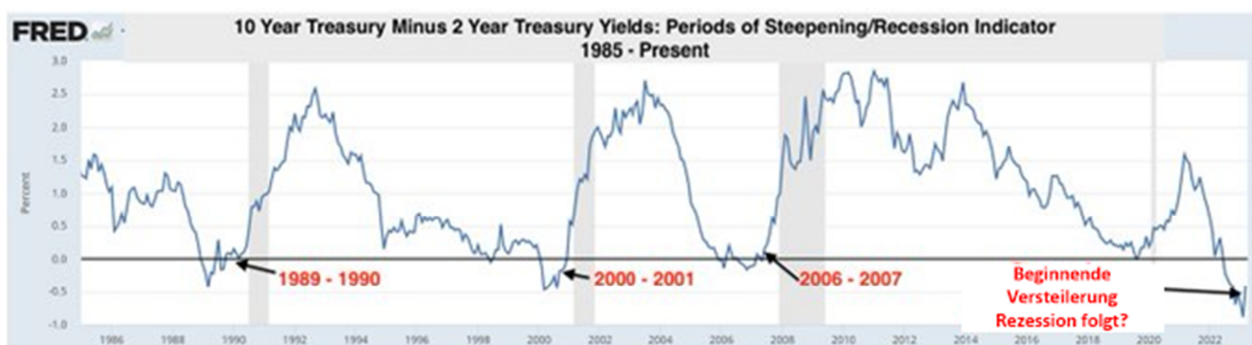
Das grundlegende Geschäftsmodell einer Schattenbank besteht darin, kurzfristige Kredite aufzunehmen, um in längerfristige Vermögenswerte zu investieren.

Dieses Geschäftsmodell schafft eine Gewinnmöglichkeit, wenn die längerfristigen Zinssätze i.d.R. höher sind als die kurzfristigen Zinssätze.

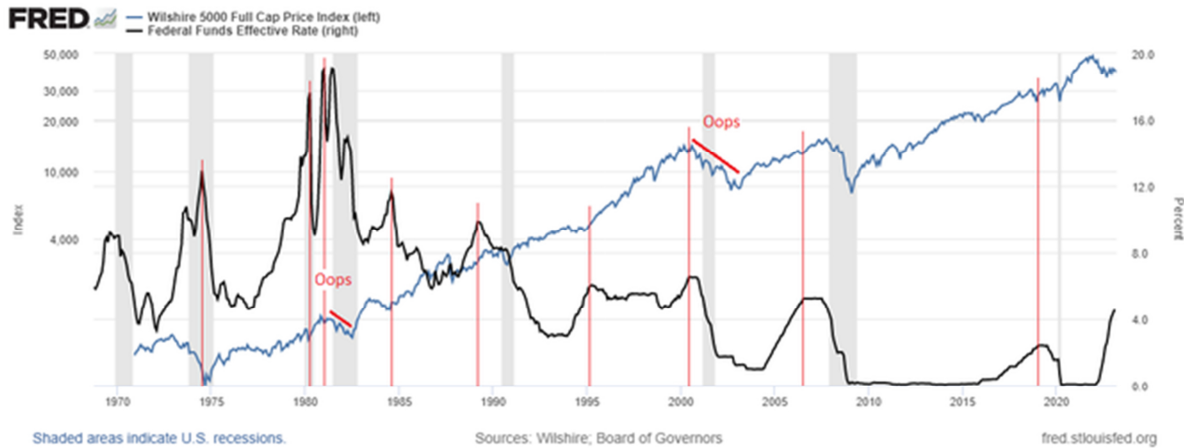
Die Verschuldung im Schattenbanksystem und ihre Verbindungen zu Kreditgebern ist zu einer großen Sorge geworden, da steigende Zinssätze (vor allem kurzfristig) die Finanzmärkte belasten - und es ist der Schwachpunkt im Finanzsystem.

c) Rezession wahrscheinlich Ende 2023/ Anfang 2024

Die Zinsdifferenz US 10Y minus US 2Y ist ein zuverlässiger Indikator für die Wirtschaftslage. Wenn die Zinsdifferenz nach Invertierung (Differenz negativ) wieder steiler wird steht zuverlässig eine Rezession bevor.



Die Vergangenheit zeigt, dass die Aktienmärkte im Durchschnitt 11 Monate nach (nicht vor) Beginn einer Rezession ihren Tiefpunkt erreicht haben.



Fazit: Der Aktienmarkt preist den Fed-Pivot (Änderung der restriktiven Geldpolitik) ohne Rezession ein. Die Wahrscheinlichkeit dafür ist aber nahe Null.

d) Sturmwarnung vom Rentenmarkt

Die Rendite der 10-jährigen US-Staatsanleihe ist seit ihrem Hoch (4,25%) im Oktober 2022 stark gefallen.

Das ist ein Warnzeichen dafür, dass sich Gewitterwolken über der US-Wirtschaft zusammenziehen.



Ein Rückgang der Anleiherenditen spiegelt typischerweise Wetten auf Zinssenkungen wider – ein Szenario, das mit einem starken Wachstumseinbruch einhergehen würde.

Fazit: Rückgang der Zinsen US 10y ein Warnzeichen dafür, dass sich Gewitterwolken über der US-Wirtschaft zusammenziehen.

e) Aktienrisikoprämie

Der Markt hat eine Rezession noch nicht eingepreist.

Die Aktienrisikoprämie liegt immer noch unter 2 %!

Aktienrisikoprämie (Equity Risk Premium)



Dieses Niveau (<2%) wurde zuletzt gesehen während des Crashes von 2008 und dann hinauf zum Höchststand von 2022.

f) Blick in die Glaskugel – Aktienanleger zwischen Zinshoffnung und Rezessionsangst

Der US Markt (S&P 500) hält sich erstaunlich gut, trotz verschärftem monetären Gegenwind und rückläufigen Gewinnerwartungen.

