

FINANZWOCHE

INTERNATIONALE KONJUNKTUR- UND MARKTANALYSE SEIT 1974

KOMPAKT

ALLGEMEINER MARKTKOMMENTAR

- Die US-Konjunktur wirkt fragil: schwaches Wachstum mit 1,4 % beim BIP, aber bessere Frühindikatoren (z.B. Verbrauchervertrauen), zweifelhafte Arbeitsmarktdaten & hartnäckige Inflation treffen auf Boom, der fast nur auf KI-Investitionen basiert. Europa & Asien aussichtsreicher als Wall Street.
- Gleichzeitig wachsen die Risiken durch mögliche neue Trump-Zölle (15%), geopolitische Spannungen und die Unsicherheit, ob sich die KI-Ausgaben je auszahlen und welche Branchen KI-betroffen sind (Arbeitslose!).
- Anleger bleiben trotz bröckelnder Indizes hoch investiert, während extreme Ausschläge von Einzelaktien im S&P 500 eine instabile Basis erkennen lassen.
- Rohstoffe wie Öl und Edelmetalle profitieren von geopolitischer Unsicherheit und steigender asiatischer Nachfrage (allerdings russische Goldverkäufe), ebenso Kupfer und Halbleiter durch den globalen Ausbau von Daten-Centern.
- Neue Aktienindexhochs in Japan, Südkorea und Australien.



DR. JENS EHRHARDT
Herausgeber Finanzwoche

Hatten die jüngsten US-Arbeitsmarktzahlen noch Euphorie hinsichtlich der US-Konjunkturentwicklung ausgelöst, wirkten die Wachstumszahlen für das vierte Quartal (+1,4 %) wie eine kalte Dusche. Die Veröffentlichung von angeblich 130.000 neuen Arbeitsplätzen führte zu Konjunkturoptimismus und entsprechend geringeren Wahrscheinlichkeiten für eine kommende Zinssenkung.

Durchleuchtet man aber die US-Arbeitsmarktzahlen genauer, sind sie jedoch kaum das Papier wert, auf dem sie gedruckt werden. Tatsächlich wurden 145.000 neue Stellen über die Geburten-und-Sterbe-Tabelle gezählt, also Arbeitsplätze, die angeblich vor allem durch Selbständige geschaffen worden sein sollen.

Die Entwicklung mit stetig wachsenden Insolvenzzahlen, Entlassungen und weniger Neueinstellungen zeigt ein ganz anderes Bild. Ohne die Bereinigung aus der Geburten-und-Sterbe-Tabelle hätte es zuletzt sogar 15.000 Arbeitsplätze weniger (!) gegeben. Dabei muss zusätzlich berücksichtigt werden, dass die Zahlen saisonbereinigt waren, also noch einmal geschönt publiziert wurden. Bei den geschaffenen Arbeitsplätzen fällt zudem auf, dass diese fast ausschließlich aus den Bereichen Bildung und Gesundheit stammen. Ohne entsprechende Einstellungen durch den Staat wäre die Statistik noch schlechter ausgefallen.

Wachstum & Inflation: Stagflationssignale & ein erstaunlich ruhiger Markt (S&P 500)

Das US-BIP ist im vierten Quartal tatsächlich nur um 1,4 % gestiegen, und das auch nur wegen des Booms im Bereich der Künstlichen Intelligenz (KI/AI).

Eigentlich sollte man bei derart schwachen Zahlen an eine wachsende Bereitschaft der FED (Federal Reserve, US-Notenbank) für vorgezogene Zinssenkungen denken, zumal das Federal Reserve Bank of Atlanta-Modell (Atlanta FED) noch im Januar 4,4 % für das vierte Quartal Wachstum erwartet hatte. Im dritten Quartal war die US-Wirtschaft noch um 4,4 % gewachsen.

Es stieg die für die FED wichtigste Inflationsrate, der Personal-Consumption-Expenditures-Preisindex (PCE, Preisindex der privaten Konsumausgaben), im Dezember um 0,4 %, während Optimisten eher mit 0,2 % gerechnet hatten. Man wundert sich, dass die Wall Street nicht negativer auf diese Kombination aus schwachem Wachstum und überraschend hoher Inflation reagierte. Noch immer herrscht hoher Optimismus, dass die Investitionen vieler Unternehmen in KI die US-Konjunktur weiter nach oben treiben werden und Rezessionssorgen unbegründet sind.

KI als einziges Standbein der US-Konjunktur

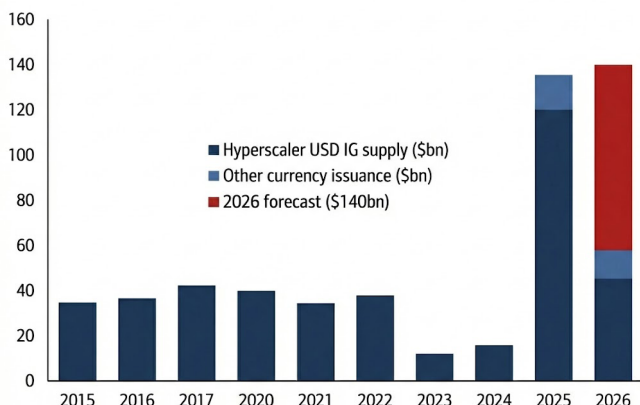
Tatsächlich ist die US-Konjunktur extrem gespalten. Die Oberschicht konsumiert, auch wegen der zurückliegen-

den Gewinne am Aktienmarkt beziehungsweise des gestiegenen Vermögenseffekts, während die Unterschicht kaum Ersparnisse hat. Die volkswirtschaftlichen Zahlen würden noch schlechter ausfallen, wenn man berücksichtigt, dass der Konsum durch eine stetige Absenkung der Sparquote künstlich hochgehalten wird.

Damit steht die US-Konjunktur im Kern nur auf einem einzigen Bein: dem Investitionsboom der Künstlichen Intelligenz. KI-Unternehmen setzen ihre Prognosen auch für das kommende Jahr zunehmend herauf. Dabei ist keineswegs klar, ob sich die gigantischen Investitionen der KI-Unternehmen, inzwischen auch zunehmend kreditfinanziert (siehe Chart), überhaupt je auszahlen werden. Im pessimistischen Fall könnte dies die Phase der größten Fehlinvestitionen der neueren Wirtschaftsgeschichte werden.

Anleiheausgabe (= Kreditaufnahme durch Bonds) der US-Hyperscaler.

Exhibit 11: We expect \$140bn in hyperscaler supply in 2026, but upside risks have increased. Hyperscaler supply from GOOGL and ORCL has totaled \$57bn year-to-date (\$45bn in USD and \$12bn in other currencies).



Quelle: BofA Global Research, Bloomberg, eigene Darstellung, KI-unterstützt

Arbeitsmarkt-Risiko durch KI: Deflationäre Schocks möglich

Eine zweite beunruhigende Frage ist, inwieweit die heute bestehenden Arbeitsplätze in den nächsten Jahren, speziell in den USA, durch KI ersetzt werden können. Hier gibt es abenteuerliche Prognosen. Zunächst war von einem Zehntel die Rede, inzwischen reichen Prognosen bis zur Hälfte (in fünf Jahren) der US-White-Collar-Arbeitsplätze, also jener Tätigkeiten, die mit dem Kopf und nicht mit der Hand ausgeübt werden. Eine solche Entlassungswelle, verbunden mit entsprechend schwachem US-Konsum, hätte einen sehr deflationären Effekt auf die US-Konjunktur.

Im Moment haben die hohen Investitionen wahrscheinlich noch einen leicht inflationären Effekt. Sobald KI

aber tatsächlich breit umgesetzt wird, könnten starke deflationäre Effekte entstehen, die in keinem Wirtschaftsprognosemodell enthalten sind.

Trump-Faktor: Zölle und wachsende Unsicherheit

Zudem wird die Börsenunsicherheit erneut durch Trump, seine Zölle und möglicherweise auch durch militärische Aktivitäten bestimmt. Nach dem Urteil des obersten US-Gerichts vom 20. Februar sind die auf Basis des IEEPA verhängten Zölle (175 Mrd. \$) nicht rechtmäßig. Die Frage der Rückerstattung bereits gezahlter Zölle blieb dabei jedoch offen. Trump hat am letzten Freitag zehn Prozent neue Zölle global verordnet und am Samstag 15 %. Er stützt sich dabei auf ein Handelsgesetz von 1974, Sektion 122, wo Zölle bis 15 % für 150 Tage erlaubt sind. Danach sind nach Sektion 301 dieses Gesetzes auch längerfristige Zollbefugnisse erlaubt. Allerdings müssen derartige Bestimmungen zuvor in langfristigen Untersuchungen geprüft werden. Man spricht von einem Jahr und länger, Trump dagegen von nur fünf Monaten, was der 150-Tage-Frist der Sektion 122 entsprechen würde. Nach Annulierung der bisherigen US-Zölle haben sich Europa und China auf den Standpunkt gestellt, zunächst einmal Zollzahlungen auszusetzen. Entsprechend reagierte die Börse besonders in Hongkong am Montag positiv.

Man fragt sich, inwieweit die neue Zollsituation der USA im Verhältnis zu Europa, China und anderen Ländern geklärt werden kann. Offen ist auch die Frage, ob die Zölle zurückgezahlt werden oder nicht. Das Oberste US-Gericht hat sich zu dieser Frage nicht geäußert. Theoretisch hätte das amerikanische Schatzamt mit über 700 Mrd. \$ Liquidität genügend flüssige Mittel, die im Raum stehenden 175 Mrd. \$ an Zöllen zurückzuzahlen. Entsprechend waren die Auswirkungen auf die US-Zinsen (zehn Jahre jetzt 4,05 %) denkbar gering.

Während die Importeure sich bereits mit über 1.400 Klagen juristisch auf die Rückzahlung der 175 Mrd. \$ vorbereiten, hat Trump verneint, dass die Zölle zurückgezahlt werden. Weltweit dürfte die Investitionsbereitschaft der Unternehmen durch die heutige Situation nicht gerade gefördert werden. US-Unternehmen, die bisher durch die Zölle entlastet wurden (Aussperren von teurer gewordener Auslandskonkurrenz), dürften auch nicht gerade die Investitionen beschleunigen. Generell gilt natürlich auch weiterhin die volkswirtschaftliche Regel, dass Zölle das globale Wirtschaftswachstum bremsen und nicht fördern.

Trump ist für die US-Börse positiv im Hinblick auf unternehmensfreundliche Maßnahmen wie Steuersenkungen und Abschreibungserleichterungen. Andererseits kann eine erratische Politik dazu führen, dass die Konjunktur dadurch gebremst wird. Für Exportunternehmen außerhalb der USA wäre ein teilweiser Wegfall der Zölle zwar positiv, doch inwieweit dies wirklich umgesetzt werden kann und ob eine Abkühlung der Weltkonjunktur (schwacher US-Konsum) Exporte generell dämpft, bleibt eine andere Frage. Die Unsicherheit der Wirtschaftsteilnehmer ist jedenfalls zuletzt wieder international gewachsen.

Edelmetalle, Dollar und Kapitalströme: Sicherheitskauf mit Gegenwind aus der Markttechnik

Die gestiegene Unsicherheit zeigt sich auch an der neuen Kaufbereitschaft im Edelmetall-Sektor. Besonders China und Indien haben zuletzt erneut deutlich mehr Gold und Silber gekauft (Russen dagegen verkauft). In Indien könnte zusätzlich die Schwäche der Währung eine Rolle gespielt haben. Häufig wird zudem argumentiert, Trump wünsche eine Schwäche des US-Dollars, um US-Exporte zu verbessern, weshalb Edelmetalle und Rohstoffe als Absicherung gegen eine Dollarschwäche gekauft würden.

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 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.