

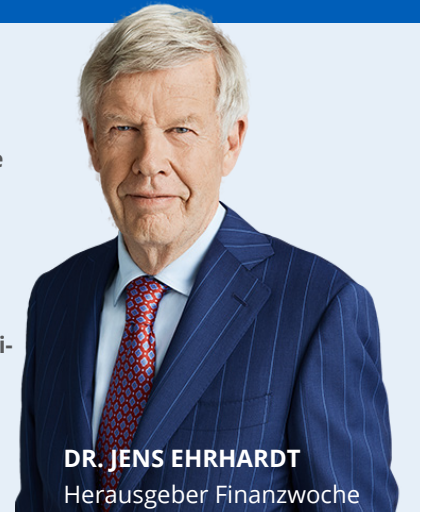
FINANZWOCHEN

INTERNATIONALE KONJUNKTUR- UND MARKTANALYSE SEIT 1974

KOMPAKT

ALLGEMEINER MARKTKOMMENTAR

- Waffenstillstand im Irankrieg wirkt nur positiv, wenn der Ölpreis fällt. Das Gegenteil ist wahrscheinlich, solange die Straße von Hormus blockiert bleibt. Ein steigender Ölpreis würde Öl-Aktien stützen, aber Aktienindizes belasten.
- Die US-Börse sprang extrem schnell von überverkauft auf übergekauft. Frühere Kaufsignale sind bereits Verkaufssignale (z.B. beim US-Put/Call-Ratio). Positiv bleibt, dass Anleger noch nicht überinvestiert sind.
- Saisonal beginnt meist ab Mai eine schwächere Phase. Auch das zweite Präsidentenjahr bringt typischerweise vorübergehend Gegenwind.
- Gewinne werden stark vom Technologie-Sektor getragen. Auch kleinere US-Aktien zeigen hohe Erwartungen. Neues historisches Hoch beim RUSSELL 2000.
- Goldminenaktien dürften selten so preiswert gewesen sein wie heute.
- Am Devisenmarkt steigt der Euro-Optimismus. Eine weitere internationale Dollar-Schwäche bleibt trotzdem wahrscheinlich. Siehe Yuan-Stärke.



DR. JENS EHRHARDT

Herausgeber Finanzwoche

Seit über 60 Jahren dürften die Weltbörsen noch nie so politisch beeinflusst worden sein wie zuletzt. Die Börsen schauen nicht auf Notenbankzinsen oder Konjunktur-Frühindikatoren, sondern allein auf den Ölpreis. Steigt der Ölpreis, steigt die Inflation und damit steigen die Zinsen. Aus dieser Sicht fühlt man sich an 2022 und die damalige Börse inklusive der Halbierung der großen amerikanischen Technologie-Aktien erinnert. Tatsächlich gibt es aber, zumindest bisher, wesentliche Unterschiede zu der damaligen Krisensituation.

2022 stieg ebenfalls der Ölpreis und vor allen Dingen zog die Inflation ganz massiv an, im Gegensatz zu dem, was wahrscheinlich in den nächsten Monaten zu erwarten ist. Damals stieg die US-Geldmenge stark an, jetzt expandiert sie nur im Rahmen der Wirtschaftsexpansion, das führt also zu kaum inflationsschaffender Überliquidität. Damals hatte die US-Regierung rund zwei Bio. \$ an Unterstützungen für amerikanische Familien gezahlt, um die Folgewirkungen der Covid-Krise abzumildern.

Der Staat ermöglichte damit eine massive Nachfrage, bei gleichzeitig eingeschränktem Öl-Angebot, unter anderem durch den Ukraine-Krieg. Damals zögerten die Notenbanken in den USA und Europa, die Zinsen zu erhöhen, weil man von einem vorübergehenden Anstieg der Inflationsrate überzeugt war. Dann ging es aus den genannten Gründen doch stärker mit der Inflation nach oben.

Ähnliches befürchten Pessimisten heute. Entsprechend wollen die Notenbanken die gleichen Fehler nicht noch einmal machen. Also gehen einige Berater von steigenden Leitzinsen, besonders in Europa, weniger in den USA, aus (0,25% per Juni zu 60% eingepreist). Allerdings wäre es wahrscheinlich ein Fehler, die Zinsen zu erhöhen, da die Teuerungsrate diesmal vermutlich weniger ansteigt und schneller zurückkommen wird als in der letzten Krise. Es kommt natürlich darauf an, wie schnell die Straße von Hormus wirklich geöffnet wird, aber die übrigen Faktoren sprechen durchaus für ein solches optimistisches Szenario beziehungsweise für die Annahme, dass diesmal die Zinsen nicht erhöht werden müssen, sondern besonders in den USA, aber vielleicht auch in Europa, im späteren Jahresverlauf sogar gesenkt werden.

Das könnte dann einen Anstieg der längerfristigen 10-jährigen Zinsen in den USA und Europa verhindern. Damit wäre ein wesentlicher Faktor gegeben, dass die Börsenentwicklung deutlich positiver verläuft, als Pessimisten heute meinen. Neben den bisher trotz gestiegener Inflationserwartungen nur wenig gestiegenen Langfristzinsen (USA 10-jährige bei 4,28% bzw. 3,00% in Deutschland) spricht primär die selektiv gute Gewinnentwicklung in Teilen der US-Wirtschaft für höhere Aktienkurse.

Der historisch einmalig starke Anstieg der amerikanischen Technologiebörse Nasdaq in den letzten Wochen

spiegelt die sehr gute Gewinnentwicklung. Zuletzt war der Nasdaq-Technologieaktienindex 13 Tage hintereinander gestiegen. Das war eine Gewinnstrecke, die es seit 1992 nicht gegeben hatte. In der Börsengeschichte gab es noch vier Perioden mit längeren Anstiegen: 15 Tage 1977, 16 Tage 1985, 19 Tage 1979 und 14 Tage 1987. Solche heftigen Kurssteigerungen sprechen historisch gesehen für zumindest kurzfristig weiter freundliche Börsen. Häufig sind entsprechende starke Kursanstiege sogenannte „Breadth Thrusts“ Ereignisse, die auch längerfristig gute Börsen signalisieren. Der Anstieg dürfte stark auf Eindeckungen von spekulativen Leerverkäufen zurückzuführen sein. Solche Transaktionen sollen nach der extremen vorangegangenen Pessimismusphase jetzt weitgehend abgewickelt sein, sodass der Markt inzwischen neutral positioniert ist, also nicht zu pessimistisch mit zu vielen Leerverkäufen und nicht zu optimistisch mit zu vielen Terminkäufen.

Während allgemein bis vor Kurzem über ein Platzen der KI-Blase spekuliert wurde, zogen die Gewinne im Technologie-Sektor vielmehr massiv an. Wird für den S&P 500 insgesamt im ersten Quartal 2026 ein Anstieg von rund 14% vorausgesagt, liegt die Schätzung für den Gewinnanstieg im Technologie-Sektor jetzt bei 46% gegenüber rund 21% noch Mitte letzten Jahres.

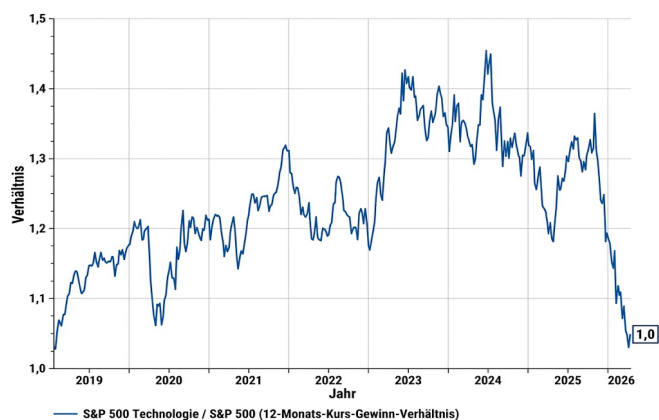
Der IT-Sektor wird im ersten Quartal voraussichtlich 183 Mrd. \$ verdient haben gegenüber 125 Mrd. \$ im Vorjahresquartal, wobei die zwölf Untersektoren des S&P 500 alle höhere Gewinne ausweisen dürften als im Vorjahr. Am stärksten dürfte der Tech-Gewinnanstieg im Halbleiterbereich gewesen sein, wo ein Gewinnanstieg im ersten Quartal von über 100% erwartet wird. Bei Elektronikteilen rechnet man mit 43% plus. Selbst wenn man diese beiden, gewinnmäßig besten Untersektoren ausklammert, steigen die Gewinne im IT-Bereich noch um über 20 Prozentpunkte. Insgesamt erwirtschaftet der US-Technologiesektor circa 30% der gesamten S&P-500-Gewinne gegenüber noch 24% im Vorjahresquartal.

Auch in Asien explodieren die Gewinne im Technologiebereich. Man schätzt für Asien-Pazifik MSCI ohne Japan, den Gewinnzuwachs im ersten Quartal auf 37%, was hauptsächlich auf die Gewinnsteigerungen in Korea und Taiwan zurückgeht (Taiwan Semiconductor, Samsung Electronics und SK Hynix). Aber auch die restlichen Asien-Länder bringen es auf circa 13% Gewinnwachstum, und der IT-Sektor im MSCI Asien ohne Japan zeigt erwartete Gewinnsteigerungen von rund 54%.

Die sehr guten Gewinne haben dazu geführt, dass die Bewertungen (PEs) im Technologie-Bereich in den USA und Asien jetzt deutlich niedriger liegen als vor einem Jahr oder besser als in den letzten zwei Jahren. Die Korea-Börse hat z.B. eine PE von nur 8, bei Kurs/Buchwert 1,6.

NVIDIA und die vier Hyperscaler sind jetzt mit dem gut 26x der Gewinne der nächsten zwölf Monate bewertet gegenüber über 29x im letzten Oktober. Insgesamt sind die US-Wachstumswerte bezogen auf die PE nur noch etwa ein Fünftel bis ein Zehntel höher bewertet, als in den letzten Jahren, als der Bewertungsunterschied weit höher lag (siehe Chart).

Bewertungsprämie für US-Wachstumsaktien stark gesunken. Techaktien preiswert.



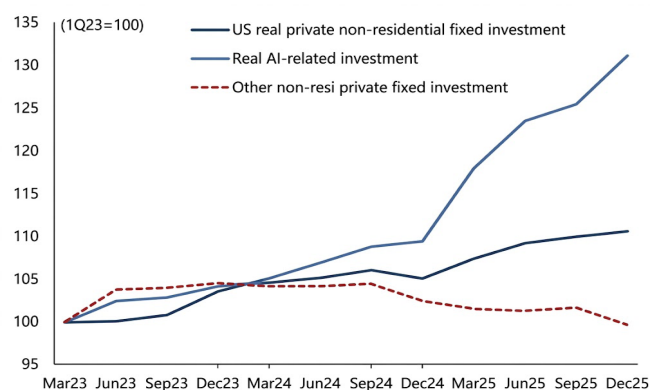
Der nun schon drei Jahre dauernde KI-Investitionszyklus in den USA ist weiterhin die treibende Kraft der US-Konjunkturentwicklung und des US-Aktienmarktes. Ähnliches gilt für Asien, wo allein drei Aktien, Taiwan Semiconductor, Samsung Electronics und SK Hynix, rund ein Viertel der Marktkapitalisierung des MSCI AC Asien-Pazifik ohne Japan ausmachen. Die Konzentration der Konjunktur- und Börsenentwicklung auf wenige Titel ist historisch gesehen zwar gefährlich, aber vorläufig kann man Gefahren von dieser Seite wahrscheinlich vernachlässigen, im Hinblick auf die anhaltend gute Entwicklung bei Investitionen und Gewinnen.

In der niedrigeren Börsenbewertung, bezogen auf Kurs/Gewinn-Verhältnisse, kommt wahrscheinlich die Befürchtung zum Ausdruck, dass die sehr hohen Investitionen der vier Hyperscaler, in diesem Jahr wahrscheinlich 620 Mrd. \$, sich vielleicht nicht ausreichend bezahlt machen werden. Vorläufig gibt es dafür aber in der Einschätzung dieser Entwicklung durch die Unternehmen, wie wir vor Ort feststellen konnten, klar

keine Bedenken hinsichtlich der Monetarisierung. Entsprechend wird weiterhin viel investiert, was zu einer selbstverstärkenden Entwicklung für die US-Konjunktur führt.

Allerdings gibt es nach wie vor keine Anzeichen dafür, dass sich der Investitionszyklus in den USA über den Bereich Künstliche Intelligenz hinaus verbreitert. Während reale Investitionen im Bereich der Künstlichen Intelligenz, gemessen im Non-Residential Investmentsektor, in Informationsausrüstung, Software und Datacenter-Bau, im vierten Quartal 2025 um 18,5% gegenüber dem Vorquartal annualisiert wuchsen und fast 20% gegenüber Vorjahr zulegten, gingen die Investitionen im Nicht-KI-Bereich annualisiert im vierten Quartal um 8,0% zurück (siehe Chart rote Kurve).

Reale US-Investitionen (Kurve Mitte) und Investitionen in künstliche Intelligenz (obere Kurve).



Note: AI-related capex includes real private fixed investment in information processing equipment, software and data center construction.
Quelle: Bureau of Economic Analysis, Jefferies, eigene Darstellung, KI-unterstützt

eine Fortsetzung der zuletzt wieder beschleunigten Aktienhausse in diesem Sektor. Unterstützung kommt dabei durch die niedrigere Aktienbewertung, bezogen auf Gewinne.

Allerdings geht der freie Cashflow bei den meisten Wachstumsunternehmen, außer Apple, stark zurück, was dafür spricht, dass die hohen Kurs/Gewinn-Verhältnisse der letzten Jahre auch bei einer neuen Börsenaufwärtsbewegung nicht so schnell wieder erreicht werden, solange die Investitionen extrem hoch bleiben. Sehr wichtig für die weitere Börsenentwicklung ist auch das US-Zinsniveau. Dieses hat sich nicht so erhöht, wie es anhand der gestiegenen Inflationserwartungen (plus 5% im nächsten Jahr) befürchtet wurde.

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

US-Konjunktur und Börse sind somit weiterhin sehr einseitig auf das Wachstum im KI-Bereich angewiesen. Falls sich im Jahresverlauf doch noch Bedenken hinsichtlich der Monetarisierung ergeben sollten, muss man umdenken. Vorläufig aber spricht der ungebrochene Investitionsoptimismus der KI-Unternehmen für

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.