

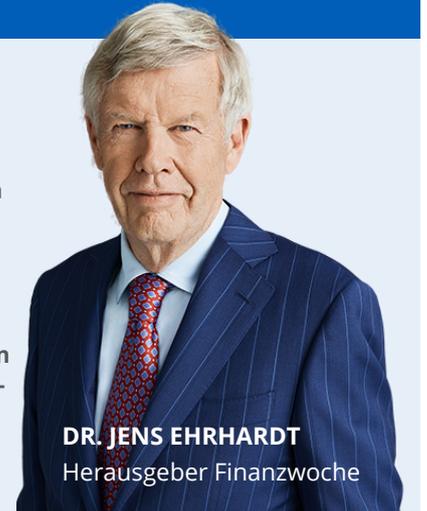
FINANZWOCHEN

INTERNATIONALE KONJUNKTUR- UND MARKTANALYSE SEIT 1974

KOMPAKT

ALLGEMEINER MARKTKOMMENTAR

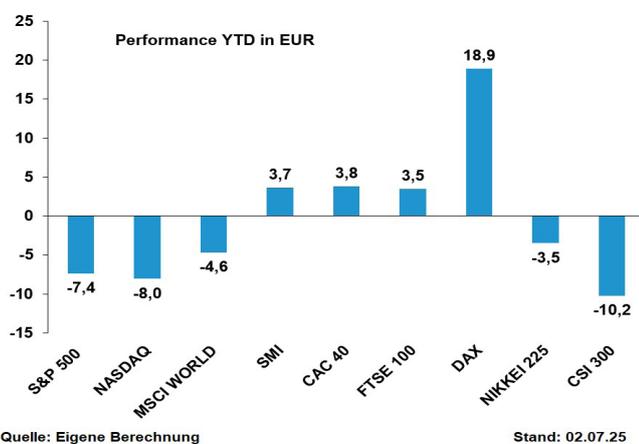
- ➔ Die Aktienmärkte erreichten neue Höchststände, dank markttechnischer Bereinigung durch die – hoffentlich – überstandenen kriegerischen Ereignisse im Nahen Osten und die Aussicht auf Zinssenkungen. Powell wird taubenhafter. Juli ist in der Regel saisonmäßig ein guter Monat.
- ➔ Nur ein (vorübergehender) US-Inflationsanstieg bedingt durch Zölle könnte den wegen schlechterer Konjunktur zu erwartenden Zinsrückgang verzögern. Zinssenkung am 30.07. aber nicht ausgeschlossen.
- ➔ Zinsaussichten und Dollar-Absturz (größte Schwäche seit 1973) sollten S&P unterstützen (bessere Export-Gewinne). Index-Hochs charttechnisch positiv.
- ➔ Gefährlich, dass in den USA trotz Aktienindex-Hoch nur 22% der Einzelaktien ein Allzeithoch erreichten (viele Aktien unter 200-Tage-Linie). Dies zeigt die Konzentration auf nur große Indexaktien beim Kursanstieg. Technisch negativ!
- ➔ Europa-Outperformance könnte durch Trump-Zölle (9.7.) und Big, beautiful tax bill (4.7.) beendet werden. Zollfragen problematisch für Japan?



DR. JENS EHRHARDT
Herausgeber Finanzwoche

Nachdem 2025 bisher Zölle und Kriege als politische Ereignisse die Hauptaktienmarktkursbestimmungsfaktoren waren, schieben sich jetzt wieder volkswirtschaftliche Kursbestimmungsfaktoren in den Vordergrund. Der 13%-Kursrückgang des Dollars gegenüber dem Euro seit Jahresanfang hat in diesem Jahr die Wertentwicklung der Kapitalanlagen der Anleger dramatisch beeinflusst. Die nebenstehende Graphik zeigt, dass abgesehen vom deutschen Aktienmarkt in diesem Jahr in Euro gerechnet nur schwer etwas zu verdienen war.

Weltweite Aktienindizes 2025 in Euro in Prozent.



Aber auch in Deutschland war – ähnlich wie in den letzten Jahren in Wall Street – die Aufwärtsentwicklung des Index ganz wesentlich getragen von wenigen Einzelaktien. Die Marktbreite hat sich zwar zuletzt in

Deutschland gebessert, aber im Trend der letzten Jahre fällt die Breite des Marktes (widergespiegelt durch die Advance/Decline-Linie).

Es bleibt also schwieriger, einen Kapitalzuwachs zu erzielen, als die Indizes glauben machen. In den USA sieht die tatsächliche Aktienmarktentwicklung in diesem Jahr noch deutlich schwächer aus als z.B. der Dow Jones-Industrieaktiendurchschnitt mit plus drei Prozent, da die gleichgewichteten Aktienindizes in den USA wegen der nach wie vor hohen Gewichtung des S&P 500-Index in wenigen Wachstumsaktien, die relativ gut abschnitten, deutlich schwächer waren. Wesentlich besser fuhren amerikanische Anleger, indem sie in Europa und speziell in Deutschland investierten, wo sich zum Indexanstieg der Eurozuwachs addiert. Angesichts der hohen Gewichtung von US-Aktien im Weltindex von 60 bis 70% und der niedrigen deutschen Gewichtung von zwei bis drei Prozent reichte schon, wenn US-Anleger nur geringfügig den investierten Anteil im Inland vermindern und dafür in deutsche Titel investieren. Wegen des niedrigen deutschen Anteils von zwei bis drei Prozent an der globalen Aktienbewertung reicht relativ wenig Geld, um große Kurssteigerungen im vergleichsweise umsatzmäßig engen deutschen Markt auszulösen.

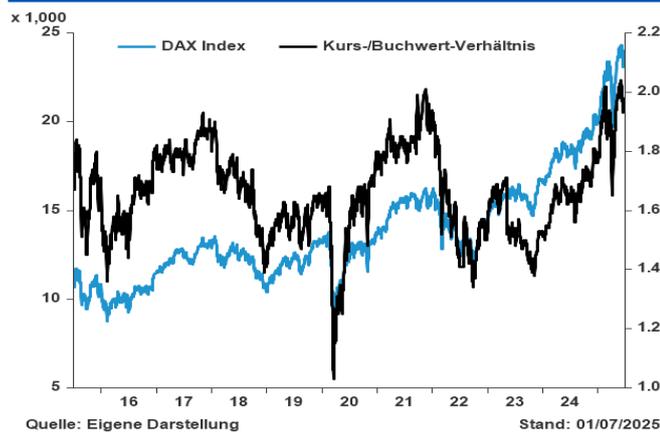
Durchschnittlich gesehen sind deutsche und europäische Aktien immer noch billiger als Wall Street (was

allerdings fast immer der Fall war). Die niedrige deutsche Durchschnittsbewertung erklärt sich im Wesentlichen durch die niedrig bewerteten Automobilaktien mit ihren ungewissen Zukunftsaussichten. Deutsche Wachstumsaktien des Technologiesektors oder in Sektoren mit stark steigenden Gewinnen wie Rüstung sind keineswegs billiger als in den USA. Die Bewertung des deutschen Aktienmarkts mit Kurs/Buchwert 2 ist im historischen Vergleich die Obergrenze gewesen (untere Chart). Zu beachten ist dabei, dass SAP diese Kennzahl nach oben verzerrt. Die Outperformance (das bessere Abschneiden) der deutschen Aktien gegenüber Wall Street könnte schon weitgehend vorbei sein.

Performance-Gap USA-Europa-Aktien schon wieder geschlossen. Oben Euro Stoxx 600, unten S&P 500.



Kurs/Buchwert (schwarz, Skala rechts) deutsche Aktien an Bewertungsobergrenze.



Markttechnisch gesehen haben Zölle und Kriege viele Anleger veranlasst, Aktien zu verkaufen. Nach einer solchen Bereinigungsphase, in denen die "schwachen Hände" verkaufen, folgt häufig eine bessere Börsentendenz. Erstaunlich ist, dass trotz historischer Höchst-Indexstände die Vorsicht der Anleger überwiegt.

Monetär gesehen ist die Lage generell positiv (Leitzinssenkungen international). Es gab aber in diesem Jahr auch negative Überraschungen. Die Anleihekurse – besonders die sicheren US-Staatsanleihen – haben sich 2025 schlechter entwickelt als aufgrund des volkswirtschaftlichen Zyklus hätte erwartet werden können. Besonders die historisch extrem hohe Neuverschuldung weltweit auf Staatsebene (im Gegensatz zur Finanzkrise nicht bei Privaten) hat dazu geführt, dass Anleger sich besonders von länger laufenden Staatsanleihen getrennt haben. So lautete z.B. die Schlagzeile auf der Titelseite der Financial Times am 27.06.2025: "Investors flee US long-term bonds in fear of soaring debt". Und am 30.06. "Trump bill and attacks on FED imperil US-safe haven status." So flüchteten US-Anleger aus US-Fonds mit langlaufenden Staatsanleihen am meisten seit der Finanzkrise und warfen im 2. Quartal die Rekordsumme von 11 Mrd. \$ auf den Markt.

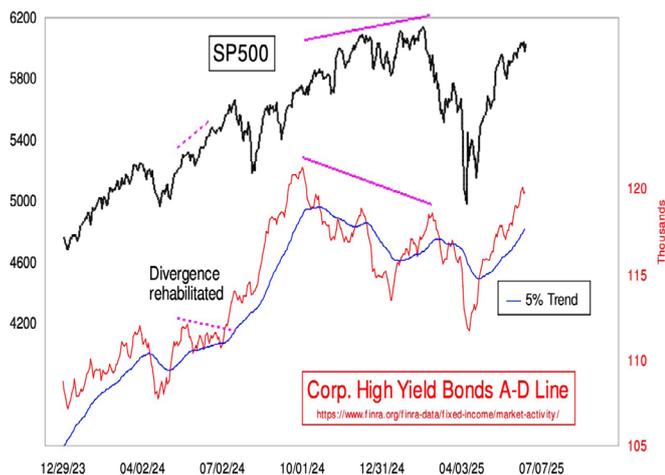
Auslöser für die Bondängste waren zuletzt die Rekordsummen in Billionen-Dollar-Bereich, um die sich die US-Staatsverschuldung erhöhte, wobei der akute Auslöser jene Billionen an neuen Schulden sind, die verbunden sind mit Trumps neuer "big, beautiful tax bill", wo besonders vermögende Amerikaner steuerlich entlastet werden.

In dieser schwierigen Situation soll laut Trump der amtierende US-Notenbankpräsident J. Powell zur Hilfe kommen und die US-Leitzinsen senken. Es ist jedoch keineswegs sicher, dass damit die erhofften Zinsrückgänge bei längerfristigen US-Staatsanleihen (mit denen sich die Regierung finanziert) erreicht werden. Trotzdem ist realistisch, dass die Zinsrichtung in Zukunft in den USA und in Europa im Trend abwärtsgerichtet sein dürfte. Dies wird auch daran deutlich, dass die US-Anleger verstärkt bonitätsmäßig gute Unternehmensanleihen, aber auch höher verzinsliche Unternehmensanleihen schlechter Qualität (High-Yield-Anleihen) kaufen (siehe Graphik, S. 3), was in der Regel durchaus ein positives Vorzeichen für die US-Aktienmärkte war.

Den erhofften und mittelfristig auch wahrscheinlich niedrigeren US-Zinsen steht die Befürchtung gegenüber, dass Trumps Zölle zunächst einmal die Inflationsraten in den USA deutlich nach oben bringen, was den US-Notenbankpräsidenten davon abhalten könnte, die Zinsen schon jetzt zu senken. Aber einerseits gehen die Meinungen über das Ausmaß der Steigerung der US-Inflationsrate auseinander (bei der Pandemie hatte man die Gefahr steigender Inflation zumindest aus

kurzfristiger Sicht unterschätzt, diesmal könnte man sie überschätzen). Andererseits scheint unabhängig von der Inflation bei den US-Federal Reserve-Mitgliedern ein Umdenken Richtung Vorziehen einer Zinssenkung stattzufinden.

Steigende US-High-Yield Anleihekurse positiv für S&P 500.



Die großen einflussreichen US-Investmenthäuser gingen bis vor kurzem noch von ersten Zinssenkungen im Dezember oder Januar aus, während die Märkte jetzt mit fast 80% Wahrscheinlichkeit bereits eine September-Zinssenkung einpreisen und auch einer Zinssenkung Ende Juli eine Wahrscheinlichkeit von 30% geben. Würden im Juli schlechte Konjunkturzahlen beim Konsum (wie im letzten Monat) und schlechtere Arbeitsmarktdaten bekannt gegeben werden, würde die Wahrscheinlichkeit für eine Juli-Zinssenkung deutlich steigen. Hinzukommt, dass Trump den Notenbankpräsidenten immer mehr auf für europäische Weise undenkbarer Art beschimpft und die im Mai nächsten Jahres fällige Powell-Ablösung auf dieses Jahr vorziehen könnte (legal nicht möglich). Solche Perspektiven und die mit einem Amtswechsel wohl verbundene monetäre Lockerung könnten die US-Aktienmärkte positiv beeinflussen. Aber:

Ein vorzeitiger Amtswechsel bei der FED würde allerdings den US-Dollar wohl noch einmal drücken. Die deutliche Dollar-Schwäche ist einerseits eine Folge volkswirtschaftlicher Kennzahlen (schlechte Leistungsbilanz, höhere Inflation in den USA als in Europa), andererseits hauptsächlich der Wunsch der amerikanischen Regierung, den Dollar zu drücken, um die amerikanische Wettbewerbsfähigkeit zu stärken. Tatsächlich fällt schon dem normalen US-Touristen auf, dass der Dollar trotz seines bisherigen Rückgangs aus dem Blickwinkel

der Kaufkraft immer noch erheblich überbewertet ist. Ähnlich dem Plaza-Akkord 1985 versucht die US-Regierung, den Dollar zu drücken. Damals kam eine kumulative Abwärtsbewegung der US-Währung zustande, die mittelfristig nicht ausgeschlossen ist.

Charttechnisch hat der Dollar eine wichtige Unterstützungszone nach unten durchbrochen (siehe Chart) und angesichts der historischen Rekordinvestitionen der Ausländer in US-Anleihen und -Aktien, wären markttechnisch weitere größere Dollar-Verkäufe realistisch.

Dollar vor längerem Rückgang?

Exhibit 25: US dollar index (DXY) since 1967

The dollar could be at the start of a bear market as emerging markets benefit from a commodity bull market driven by infrastructure spending



Source: BofA Global Investment Strategy, Bloomberg

BofA GLOBAL RESEARCH

Die US-Handelsbilanz ist zwar schon lange extrem defizitär, aber dieses Jahr brachte neue Rekordwerte. Als sich die US-Wirtschaft zuletzt im Vorfeld der Finanzkrise 2007 abschwächte, verbesserte sich wegen weniger Importen auch die US-Handelsbilanz (geringere Defizite). Diesmal aber importieren die Amerikaner trotz verschlechterter Konjunktur Rekordbeträge im Hinblick auf ein Zuvorkommen vor den Trump-Zöllen. Die hohe US-Staatsneuerschuldung hat dazu geführt, dass der Dollar zweifellos einen Teil seiner Bedeutung als sicherer Hafen für Notzeiten verloren hat. Dies wurde deutlich bei der jüngsten US-Bombardierung des Irans, als trotz Krisenverschärfung sich der Dollar nicht viel erholen konnte und nach Entspannung der Situation sofort auf neue Tiefs nachgab.

Allerdings gibt es keine echte Alternative zum Dollar für die Weltkapitalmärkte. Gold weist eine wesentlich geringere Größe bei den Börsenumsätzen auf als der liquide Dollar. Weltweit gibt es als Anlageziel über 36 Bio. \$ in amerikanischen Staatsanleihen. Bonitätsmäßig erstklassige Staatsanleihen anderer Länder gibt es allerdings nur für 5,5 Bio. \$.

Wo könnte der Dollar Boden finden? Die Stimmungsindikatoren weisen heute sehr hohen Pessimismus auf. Die Anleger haben ihre US-Aktien und -Anleihen in der Regel nicht verkauft, sondern nur währungsmäßig abgesichert. Es besteht also eine Rekordzahl von Dollar-Terminverkäufen.

In der Vergangenheit gab es deutliche Dollar-Erhöhlungen, wenn ähnlicher Pessimismus zu beobachten war, z.B. 2005. Diesmal könnte die Situation allerdings anders sein, da Trump eine Abschwächung des immer noch fundamental hohen Dollars bewirken will. Dollarabwärtsbewegungen können also länger dauern. Dies wurde auch deutlich bei dem spektakulären Anstieg des Yen gegenüber dem US-Dollar um 120% in der 34-Monate-Phase Februar 1985 bis Dezember 1987 nach dem Plaza-Akkord. Fundamental gibt es mehr als genug Gründe für eine anhaltende längerfristige Dollar-Schwäche. Siehe auch z.B. die langfristige Graphik der US-Zahlungsbilanz (Balance of Payments).

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.