

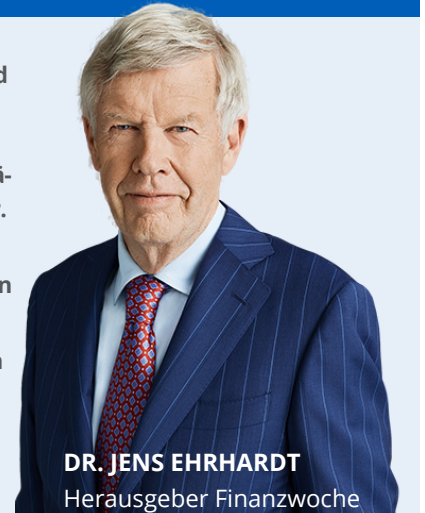
FINANZWOCHEN

INTERNATIONALE KONJUNKTUR- UND MARKTANALYSE SEIT 1974

KOMPAKT

ALLGEMEINER MARKTKOMMENTAR

- ➔ Der hoffentlich auslaufende Iran-Konflikt, die falkenhafte Haltung des neuen US-Notenbankpräsidenten und die hohe Zahl neuer Aktienemissionen in den USA sind bestimmende Börseneinflussfaktoren. J.P. Morgan hält die Emissionen angesichts der seit 2021 um rund 55 % auf 65 Bio. \$ (1932 noch 15 Mrd. \$ bei 59 Mrd. \$ BIP) gestiegenen US-Börsenkapitalisierung, hohen Aktienrückkäufen, regen M&A-Aktivitäten und starker Privatanlegernachfrage (3% vom Gesamtvolumen) für verkraftbar.
- ➔ KI bleibt in den USA sowie in wichtigen Schwellenländern wie Korea und Taiwan dominierender Konjunktur- und Börsentreiber. Die aktuellen Unternehmenszahlen und Investitionspläne deuten weiterhin noch nicht auf ein Ende des KI-Booms hin.
- ➔ Für Anleihen sprechen Pessimismus und Aussicht auf US-Inflationsbekämpfung. In Europa dürfte Inflationsrückgang (in Deutschland auf 2,5%) Bondmärkte stützen.
- ➔ Mehrere Großbanken haben ihre Kursziele für Gold zuletzt gesenkt. Die Anlegerstimmung bleibt pessimistisch (-38% bei Hulbert), was markttechnisch positiv ist. Goldminen enttäuschen durch hohe Kosten und operative Schwächen.



DR. JENS EHRHARDT
Herausgeber Finanzwoche

Die heutige Börsensituation wird durch drei große Komplexe bestimmt. Einmal die weitere Entwicklung des Iran-Krieges, ferner die Politik der US-Notenbank unter dem neuen Präsidenten Kevin Warsh und die markttechnische Situation an der Wall Street, die stark durch das Angebot von neuen Billionen-Aktien in historischem Größenmaß und kommende Neuemissionen bestimmt wird. Der Iran-Krieg dürfte entgegen mancher Skeptiker keine negativen neuen Überraschungen bringen. Sowohl die USA als auch der Iran sind an einer zügigen Wiederaufnahme der Öllieferungen interessiert. Die Iraner brauchen das Kapital, und die Amerikaner brauchen zur Eindämmung der zuletzt auf 4,2%, ölbedingt gestiegenen Inflation dringend niedrigere Ölpreise durch Wiederaufnahme der Lieferungen. Zwar liest sich das Vierzehn-Punkte-Programm wie ein alleiniges Iran-Produkt und steht in diametralem Widerspruch zu den Wünschen vieler US-Politiker und der Israelis, aber Trump hat im Grunde keine andere Wahl, und Trumps Entscheidung, einen Frieden durchzusetzen, dürfte am Ende die richtige Entscheidung sein. Die politischen Falken hatten zuletzt hervorgehoben, dass Trump vor der Entscheidung von Krieg und Schande stehen würde. Aber in der Weltgeschichte hätte es weit weniger Unheil gegeben, wenn bei der Wahl zwischen Gesichtsverlust und Frieden im Zweifel der Frieden gewählt worden wäre. Im Grunde ist dies nur eine weitere Entwicklung im Zuge des Verlustes der Amerikaner ihrer unipolaren Stellung zugunsten einer multipolaren Weltentwicklung, denn China wird durch die jüngsten Entwicklungen zweifellos gestärkt. Der Versuch Trumps, China von den Öllieferungen aus dem Iran abzuschneiden, ist misslungen und aus Venezuela erhielt China

nur circa ein Prozent seiner Ölimporte. Wahrscheinlich wird diese langfristige geopolitische Entwicklung zulasten der USA sich auch auf die Dauer in einem schwächeren Dollar (kaum in diesem Jahr) niederschlagen.

Der zweite für die Weltbörsenentwicklung wichtige Faktor dürfte die zukünftige US-Notenbankpolitik unter dem neuen Präsidenten Kevin Warsh sein. Warsh hat eher den Ruf eines Falken als einer von Trump berufenen Taube zur schnellen Zinssenkung beziehungsweise Konjunkturstimulierung. Warsh war schon unter Notenbankpräsident Bernanke Teil der US-Notenbank. 2008, mitten in der Finanzkrise, stimmte er angesichts der damaligen Inflationssteigerungen für eine Zinserhöhung und gegen die Politik des leichten Geldes von Bernanke. Auch jetzt betonte Warsh, der seinerzeit wegen seiner Inflationsbekämpfungsmentalität die Notenbank unter Bernanke verlassen hatte, die US-Inflationsbekämpfung in das Zentrum der Notenbankpolitik zu stellen. Schon früher plädierte er für eine liquiditätsvermindernde Kürzung der US-Notenbankbilanz, was ebenfalls inflationsdämpfend wirken würde.

Man fragt sich allerdings, was in einem Stadium der US-Konjunktur, die im Wesentlichen auf einem einzigen Bein, den historisch höchsten Investitionen in der US-Geschichte (in künstliche Intelligenz) steht, eine klassische Antiinflationpolitik (höhere Zinsen, knapperes Geld, knappe Bankenliquidität) bewirken würde. In einer Phase boomartiger US-Konjunktur mit hohem Wirtschaftswachstum wäre eine solche Notenbankstrategie, die immer zur Konjunkturabkühlung führt, machbar

gewesen. Wie Warsh heute arbeiten wird beziehungsweise welche Notenbankmittel er ohne Konjunkturschädigung einsetzen will, ist höchst ungewiss.

Eine zum Teil schon eingepreiste Zinserhöhungspolitik wäre sicherlich negativ für US-Konjunktur und Börse. Die Frage ist, wie notwendig eine klassische Antiinflationpolitik der US-Notenbank überhaupt ist. Im Gegensatz zu 2022 war es diesmal nur der Ölpreis, der die Inflation trieb. Damals waren es stark steigende Löhne und Mieten, letztere sehr hoch gewichtet in der US-Inflationsrate, sowie eine überbordende Geldmengenentwicklung (heute nicht gegeben) die für hohe Inflation sorgten. Heute ist es ölbedingt eine sogenannte Cost-Push-Inflation und nicht eine Demand-Pull-Inflation, die durch überhöhte Nachfrage ausgelöst wird. 2022 hatte die US-Regierung an die ärmere US-Bevölkerung hohe Subventionen von Zehntausenden von Dollar pro Haushalt ausgereicht, was das knappe Angebot nur zu stark steigenden Preisen an den Verbraucher brachte.

Aller Voraussicht nach wird sich die US-Inflation im Jahresverlauf ganz erheblich abschwächen, wobei Kevin Warsh auch von preissenkenden Effekten der künstlichen Intelligenz (Produktivitätsgewinne!) ausgeht. Im optimistischen Falle macht Warsh also nicht den Fehler, eine klassische Bremspolitik beziehungsweise Quantitative Tightening, Anleiheverkäufe zur Notenbankbilanzreduzierung, vorzunehmen. Dieser Punkt muss genau beobachtet werden. Im negativen Falle könnte er eine Konjunkturabschwächung und einen Börsenbärenmarkt auslösen. Dies wäre das Gegenteil der Strategie, die sich Präsident Trump wünscht, und auch aus diesem Blickwinkel setzt die Börse darauf, dass Warsh seinen falkenhaften Tönen keine Taten folgen lassen wird.

Ein Urteil über die weitere US-Konjunktorentwicklung bleibt widersprüchlich. Einmal ist die K-förmige Konjunktorentwicklung ungewöhnlich, wobei der wichtige US-Konsum ganz weit überdurchschnittlich von den relativ wenigen gut verdienenden Amerikanern getragen wird. Widersprüchlich auch, dass eine ungewöhnlich hohe Zahl von Amerikanern in Zukunft steigende Börsenkurse erwartet, was in der Vergangenheit kein gutes Zeichen für die Börsentendenz war. Das fast auf historischem Rekordtief liegende US-Konsumentenvertrauen und eine hohe Angst vor Jobverlusten in der Zukunft sprechen eine ganz andere Sprache.

Der ausländische Besucher gewinnt in den USA den Eindruck einer seit Jahrzehnten, manche sprechen von den siebziger Jahren, nicht mehr gekannten Inflation. Gefühlt hat sich fast alles in den USA im Preis verdoppelt. Hauptsächlich wegen der hohen Inflation sind die Chancen Trumps bei den November-

Zwischenwahlen gering. Seine Beliebtheitswerte sind fast auf die Werte von Nixon vor seinem Rücktritt abgestürzt. Vor diesem Hintergrund ist es überraschend, dass die US-Konjunkturzahlen besser sind, als sie beim US-Konsumenten gefühlt ankommen.

Die relativ gute Entwicklung des US-Dollars (12-Monats-Hoch) spiegelt relativ hohe Investitionen der Ausländer, verbunden mit entsprechendem Dollarzustrom in die USA. Auch an den US-Wertpapiermärkten haben die Ausländer in diesem Jahr rekordartig gekauft. Der US-Economic Surprise Index sieht wesentlich besser aus als in Europa. Besonders die Auftrags-eingänge entwickeln sich positiv. Im Kernbereich Künstliche Intelligenz steigen entgegen vieler Unkenrufe die Investitionen weiter mit ständig heraufgesetzten Prognosen für dieses Jahr und auch für 2027. Trotzdem haben die Hyperscaler-Aktien und besonders die Magnificent-Seven-Aktien in letzter Zeit schlechter abgeschnitten als der Gesamtmarkt (18% Unterperformance in einem Monat). Der ungewichtete S&P-500-Index hat sich zuletzt deutlich besser entwickelt als der gewichtete S&P 500, wobei besonders die großen Wachstumsaktien relativ schlecht abschnitten. Das bessere Abschneiden des breiten Marktes gibt Hoffnung, dass der Frühindikator Aktienmarkt auch eine bessere US-Konjunktur in ihrer Breite signalisiert. Besonders gut entwickelten sich zuletzt kleinere Aktien, wie sie im RUSSELL 2000 enthalten sind, und hier wiederum Value-Aktien. Tatsächlich gehen alle Prognosen davon aus, dass im Segment der kleineren Aktien die Gewinnsteigerungen 2026 relativ hoch sind. Während die Gewinne bisher nur bei den US-Technologieunternehmen stiegen, steigen nun auch die Gewinne in den USA erstmals auf breiterer Front. Die Wachstumsraten der US-Volkswirtschaft dürften im zweiten Quartal mit deutlich über 2% Wachstum gut ausfallen.

Schlechter die Situation in Europa. Im Gegensatz zu den USA erhöhte die EZB die Leitzinsen um 0,25%. Hintergrund war die Befürchtung, dass man nicht den gleichen Fehler machen wollte wie 2022, zu lange mit Zinserhöhungen zu warten. In völliger Fehleinschätzung der Lage übersieht man bei der EZB aber, dass die Konjunkturlage ganz anders ist als 2022. Im Gegensatz zu den Amerikanern war die europäische Inflationsrate, besonders in Deutschland, unter das Ziel von 2% gefallen und auch jetzt ölbedingt weniger stark gestiegen. Bei den jetzt rückläufigen Ölpreisen entfällt der Hauptinflationmotor für Europa angesichts schwacher Lohnentwicklung und (im Gegensatz zur Presse) überwiegend schlechter Immobilienmarktentwicklung. Wer in Deutschland eine vor zehn Jahren gekaufte Neubauwohnung in guter Lage verkaufen will, erhält in der Regel Kaufangebote unter seinem Kaufpreis. Bei den Unternehmensgewinnen geht es keineswegs auf breiter Front aufwärts wie in den USA (dort über 20%, Median-Gewinne aber 9%). Die früher beliebtesten Branchen, Rüstung und Tech-

Sektor-Software, stürzten so stark ab, dass sich führende Aktien wie Rheinmetall oder SAP mehr als halbierten. Der DAX-40-Index steht nur knapp über Jahresanfang.

Aber auch im zweitgrößten EU-Land Frankreich hat die nach ASML größte europäische Aktie Louis Vuitton angesichts der Luxusflaute schlecht abgeschnitten. Die Aktie fiel seit dem Hoch um rund ein Drittel. Die größte europäische Aktie, Chipmaschinenhersteller ASML, hielt sich dagegen trotz Reaktion ähnlich wie der US-Chipaktienindex nahe am historischen Hoch. Wegen seiner volkswirtschaftlich in Europa geringeren Bedeutung unterstützt die gute Halbleiterkonjunktur Europa weit weniger als in den USA.

Positiv in Europa könnte die Tatsache sein, dass die Inflation, auch wegen der gegenüber den USA schlechteren Konjunktur, in Europa schneller fällt. Das könnte positiv für europäische Konsumaktien sein. Was man bisher an der Tankstelle mehr ausgab, könnte sich jetzt umkehren und die Einsparungen bei Benzin könnten zu mehr Konsum und besseren Kursen für sogenannte Consumer-Staples-Aktien wie Nestlé führen. Vor dem Kursrutsch der letzten Jahre hatte die Aktie einen schlechten freien Cashflow. Inzwischen hat man sich auf 4,5% Freie-Cashflow-Rendite vorgearbeitet. Also etwas mehr, als man für Unternehmensanleihen an Rendite erhält.

In den USA ist das Verhältnis zwischen der Gewinnrendite, die Unternehmen erzielen, und der Rendite, die Anleger auf Unternehmensanleihen erzielen, besonders schlecht. Das sogenannte Equity Risk Premium, also die Mehrverzinsung, die man für die naturgemäß volatileren Unternehmensgewinne erhält, ist nicht höher als für sichere Anleihen.

Das Equity Risk Premium spricht somit für europäische Aktien. Sobald die EZB von ihrem aus volkswirtschaftlicher Sicht gefährlichen Zinserhöhungskurs abrückt, sollte auch in Europa der Stagnation am Aktienmarkt wieder eine bessere Börsenphase im Zuge von Zinssenkungen folgen. Angesichts der

schlechten Politik und der gefährlichen Strategie der EZB aber kaum in nächster Zeit. Wobei hinzukommt, dass bis September im Allgemeinen kein Börsenrückenwind herrscht. Juli aber oft besser als Juni (brachte allein für Magnificent 7 ca. 2,2 Bio. \$ Kursverluste).

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.