

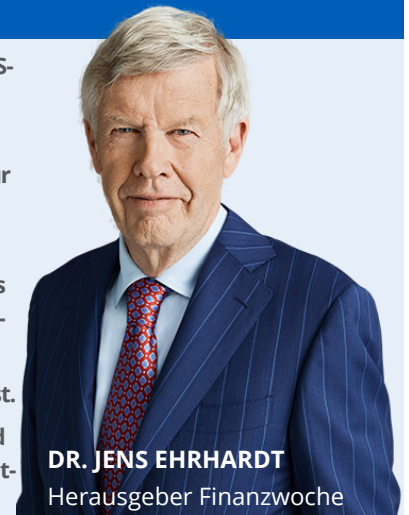
FINANZWOCHEN

INTERNATIONALE KONJUNKTUR- UND MARKTANALYSE SEIT 1974

KOMPAKT

ALLGEMEINER MARKTKOMMENTAR

- ➔ Höhere Ölpreise treiben trotz niedrigerer US-Inflation (+3,5%) die Renditen 10-jähriger US-Staatsanleihen auf über 4,6% und 3,13% in Deutschland. Das belastet Aktien, besonders deutsche Immobilienwerte. Fast 2 US-Zinserhöhungen sind eingepreist – klar negativ.
- ➔ Neues Aktienangebot belastet Wall Street: Nach 86 Mrd. \$ für SpaceX und 26,5 Mrd. \$ für SK Hynix verschlechtert sich das Verhältnis von Angebot und Nachfrage. SpaceX verlor fast den gesamten Emissionsgewinn.
- ➔ Die US-Bondmärkte leiden unter einer Flut neuer Unternehmensanleihen – 2026 bereits mehr als im gesamten Vorjahr (siehe Chart Seite 2). In Deutschland belastet die Anleihekurse die rüstungsbedingt unbegrenzte Neuverschuldung.
- ➔ Sehr gute US-Unternehmensgewinne sollten stützen, sind aber meist bereits eingepreist.
- ➔ Saisonal haben die Börsen bis Herbst Gegenwind. Hinzu kommen Risiken für die Öl- und Gasversorgung durch die Sperrung der Straße von Hormus und kriegsbedingte Einschnitte der russischen Energieproduktion. Risiko bei Füllung der deutschen Gasspeicher.



DR. JENS EHRHARDT
Herausgeber Finanzwoche

In Wall Street brachte das zweite Quartal am Aktienmarkt fast 15% Indexgewinn, nachdem das erste Quartal noch einen Verlust von rund 5% verzeichnet hatte. Damit schließt das erste Halbjahr mit einem Plus von fast 10% ab. Enttäuschend verlief dagegen Europa: Der DAX blieb im ersten Halbjahr praktisch unverändert. Dabei ist allerdings zu berücksichtigen, dass im DAX wiederangelegte Dividenden ohne Steuerabzug mit eingerechnet werden, während die anderen großen Weltindizes Dividenden nicht in ihre Indexentwicklung einbeziehen. Rechnet man die Dividenden heraus, war Deutschland indexmäßig in den ersten 6 Monaten rückläufig.

Am stärksten fiel der Indexanstieg in Korea mit bisher +66% aus (war aber schon 2026 mehr als 120% im Plus), hauptsächlich getrieben durch das Indexschwergewicht SK Hynix. Der Halbleiterhersteller konnte seinen Kurs 2026 verdreifachen. Insgesamt wurden die Weltaktienmärkte diesmal nicht wie sonst meist durch tiefe Zinsen und Liquidität getrieben, sondern weitgehend durch die Gewinnentwicklung. Während Indexhochs sonst häufig durch sogenannte „Valuation Bubbles“, also Überbewertungen aus fundamentaler Gewinnsicht, gekennzeichnet sind, spricht man diesmal von einer „Earnings Bubble“, also einem Indexhochstand, der durch aufgeblähte Gewinne verursacht wird.

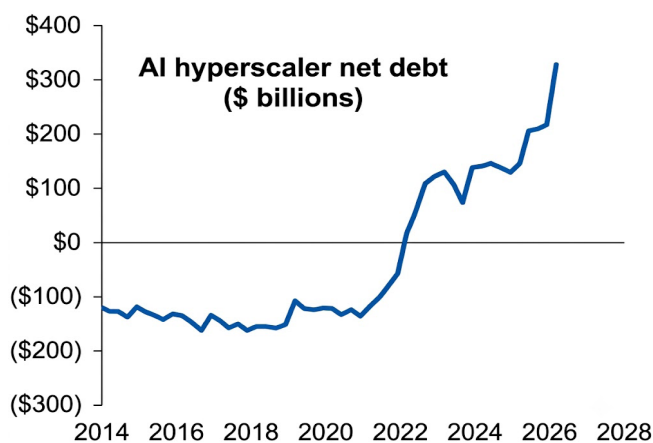
Gerade bei den international favorisierten Halbleiteraktien lassen sich in einer zyklischen Branche tatsächlich

teils verzehnfachte Gewinne beobachten, obwohl dort 2027/28 auch wieder erhebliche Gewinnrückgänge zu erwarten sind. Branchenkenner rechnen bei den Halbleitergewinnen erst im kommenden Jahr mit dem Höhepunkt. Trotz der Kursvervielfachungen sind negative Kursprognosen hier keineswegs sicher. Dafür spricht insbesondere, dass die führenden Halbleiterhersteller Micron Technology, SK Hynix und Samsung Electronics mit weniger als dem Zehnfachen des für die kommenden zwölf Monate erwarteten Gewinns bewertet werden. Für Wachstumstitel ist das wenig, für zyklische Titel dagegen typisch. Dies ließ sich in der Vergangenheit auch bei Metall- und Rohstoffaktien mit niedrigen Kurs/Gewinn-Verhältnissen bei den Höchstkursen beobachten.

Wenn man bedenkt, dass in einer vergleichbaren Konjunkturphase in den Jahren 2000/2001 die Gewinne ihren Höchststand erst 2001 erreichten, die Börse aber bereits im Jahr 2000 begann zu fallen, muss die Situation heute genau beobachtet werden. Es gibt allerdings Konjunkturoptimisten, die davon ausgehen, dass wir uns heute vergleichbar nicht im Jahr 2000, sondern eher im Jahr 1997 mitten in der Aufwärtsbewegung befinden. Angesichts der immer weiter heraufgesetzten Prognosen für die Investitionen der US-Hyperscaler-Unternehmen auch im kommenden Jahr sind positive Konjunkturprognosen für den Technologiesektor nicht von der Hand zu weisen.

Nachdem die vier Hyperscaler inzwischen nicht nur praktisch ihren gesamten Cashflow investieren, sondern darüber hinaus auch noch hohe dreistellige Milliardenbeträge (siehe Chart unten) an neuen Krediten via Bondverkauf aufnehmen, stellt sich allerdings die Frage, wie diese Riesensummen künftig die früher üblichen Gewinnrenditen erwirtschaften sollen. Zuletzt waren es jedenfalls nicht die Hyperscaler-Aktien selbst, die seit Oktober rund 2 Bio. \$ an Börsenwert verloren haben, die den Markt nach oben brachten, sondern die Unternehmen, die die Aufträge dieser Hyperscaler erhielten – nämlich die Halbleiterproduzenten. Sie waren international die wesentliche Ursache für die Verbesserung der Aktienindizes im 2. Quartal.

US-Hyperscaler investieren nicht nur den Cash Flow, sondern auch Schulden (net debt).



Quelle: Compustat, Goldman Sachs Global Investment Research, eigene Darstellung, KI-unterstützt

Spektakulär in diesem Zusammenhang war der Börsengang von SK Hynix an der Wall Street. Mit 26 Mrd. \$ war dies die größte ausländische Neuemission (am 1. Tag +13%, am 3. Tag +27%, 4. Tag -10%). Zusammen mit der Neuemission von SpaceX in Höhe von 86 Mrd. \$ sowie einer Kapitalerhöhung von Alphabet in ähnlicher Größenordnung stellen diese Summen markttechnisch eine erhebliche Belastung für Wall Street dar. Da zudem saisonal die US-Börse in der Vergangenheit ab Mitte Juli traditionell meist abwärts tendierte, ist in nächster Zeit wahrscheinlich eher Vorsicht angebracht. Trotzdem zeigen alle Vergleiche der Nachkriegszeit, in denen das erste Quartal schwach und das zweite Quartal überdurchschnittlich stark war, dass das Gesamtjahr meist doch noch sehr positiv verlief – mit oft mehr als 15% Kursgewinn.

Drei Jahre in Folge mit zweistelligen Gewinnen (2023-2025) hat es seit dem 2. Weltkrieg nur 3-6 Mal gegeben. Aktuell steht 2026 vor dem vierten Jahr in Folge, was in

95 Jahren Geschichte erst 3 Mal passiert wäre. Danach folgte die bekannte Börsenbaisse von 2000 bis 2003 mit einer Indexhalbierung im S&P 500. Auch wenn in diesem Jahr alle Augen auf die Gewinnentwicklung der Aktien und nicht auf andere volkswirtschaftliche Faktoren gerichtet sind, bleibt festzuhalten, dass in der Vergangenheit die Zinsentwicklung immer der entscheidende Faktor bei Börsentrendänderungen war.

Zuletzt stieg der Zins für zehnjährige US-Staatsanleihen wieder auf über 4,6%, was in der Vergangenheit als Gefahrenschwelle galt. Dies ist verwunderlich, da zwar die Inflationsrate in den letzten Monaten gestiegen ist, die künftigen Inflationserwartungen aber deutlich zurückgegangen sind. Begründet wird dies mit dem gefallenem Ölpreis. Allerdings setzen solche Prognosen voraus, dass der Ölpreis nicht wie zuletzt erneut steigt – was vor dem Hintergrund der unsicheren politischen Lage im Iran möglich erscheint. Wie hier bereits früher beschrieben, preist die Börse bisher einen Rückgang des Ölpreises als sicher ein, was angesichts anhaltender Ölverknappung und rekordtiefen Öllagern realitätsfremd erscheint. Steigende Inflationserwartungen würden die Zinsen dann weiter nach oben treiben.

Vor allem hat zuletzt aber die Flut an Anleiheemissionen zinsmäßig belastet. Wenig beachtet hat das US-Finanzministerium kurzfristige Schatzanleihen, sogenannte Bills, emittiert, was entsprechend liquiditätsverschlechternd auf Wall Street wirkte. Hinzu kommt die unerwartet hohe Flut an Anleiheemissionen der Hyperscaler (siehe Chart links). Selbst bei SpaceX wurde ungewöhnlicherweise trotz Eigenkapitalzufluss von 86 Mrd. \$ im Zuge des IPO gleichzeitig eine Schuldenaufnahme über Bonds in Höhe von 25 Mrd. \$ vorgenommen. Der Kapitalbedarf an der Wall Street ist also ungewöhnlich hoch (auch wegen weit über 2 Bio. \$ zu finanzierenden Übernahmen), was den eigentlich überfälligen Zinsrückgang bisher verhindert hat. Eine schwache US-Konjunktur – wie außerhalb der KI-Branche bereits sichtbar – wäre eigentlich ein Garant für sinkende Zinsen. Sollte es tatsächlich infolge vieler Bond-Neuemissionen und erneut steigender Inflationserwartungen zu Druck auf die US-Anleihemärkte kommen, wäre dies ein nicht zu unterschätzender Belastungsfaktor für die Aktienmärkte. In Deutschland drückt die rüstungsbedingte Neuverschuldung die Anleihenkurse, bzw. verteuert die Hypotheken.

Hinzu kommt, dass die US-Markttechnik den Aktienmarkt keineswegs stützt. Zwar fehlen kurzfristige

Euphoriesignale mit extrem hohen Optimismuswerten (Fonds-Barreserven aber auf tiefe 3,6% gefallen), doch insgesamt sind nicht nur die professionellen US-Anleger, sondern erstmals seit Jahrzehnten auch insbesondere die US-Privatanleger in ungewöhnlich hohem Maße am Aktienmarkt engagiert. ETFs haben in den USA inzwischen ein Volumen von über 15 Bio. \$ erreicht, was die äußerst positive Stimmung der Einzelanleger – auch der Kleinanleger – gegenüber dem Aktienmarkt widerspiegelt. Auch die Umsätze bei Einzelaktien zeigen ein überdurchschnittlich hohes Niveau der Beteiligung von Privatanlegern.

Diese Aktienbegeisterung der Privatanleger nutzte auch Elon Musk bei der 86-Mrd.-\$-Neuemission von SpaceX, bei der die Zuteilung an Privatanleger ungewöhnlich hoch war. Das erhöhte die Emissionsgröße – oder machte diese ungewöhnliche Größenordnung überhaupt erst möglich. Die hohen Privatsegmente lassen auch extreme Volatilität bei den Kursen erwarten. Siehe auch Kursabsturz bei SpaceX vom Hoch. Der Emissionsgewinn (von 135 auf in der Spitze über 200 \$) ist fast wieder weg bei 136 \$.

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.