

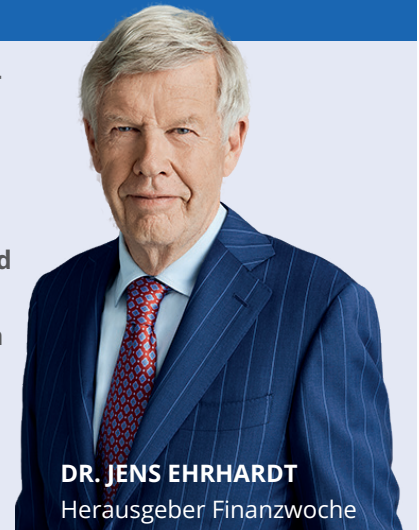
FINANZWOCHEN

INTERNATIONALE KONJUNKTUR- UND MARKTANALYSE SEIT 1974

KOMPAKT

ALLGEMEINER MARKTKOMMENTAR

- Wall Street wird vor allem von Gewinnen durch KI, der unsicheren Zinsentwicklung und einer angespannten Markttechnik geprägt.
- Besonders kritisch ist die hohe Verschuldung. Kreditfinanzierte Aktienkäufe und gehebelte Strategien haben Rekordniveaus erreicht.
- Zugleich gibt es trotz besserer PMI-Frühindikatoren Anzeichen einer schwächeren US-Konjunktur. Arbeitsmarkt, Reallöhne und Konsum sind fragiler als viele Anleger glauben.
- Die US-Hyperscaler wollen 2026-28 ca. 3,5 Bio. \$ investieren und bleiben Hauptkonjunkturmotor. Die KI-Unternehmen wollen mehr als 8 Bio. \$ investieren. Eine unglaubliche Summe.
- Als Absicherung rücken Gold, Edelmetalle sowie Öl- und Gaswerte wie Equinor wieder stärker in den Fokus. FED-Zinsanstiegsängste mit 45% erwartungsgemäß gesunken.



DR. JENS EHRHARDT
Herausgeber Finanzwoche

Wall Street und die Weltbörsen stehen im Wesentlichen unter dem Einfluss von drei Faktoren.

Erstens: Auf der positiven Seite steht die gute Gewinnentwicklung, primär ausgelöst durch die Investitionen in Künstliche Intelligenz (KI) und Ölwerte. Restliche US-Gewinne nur +4-5%.

Zweitens: Es besteht Unsicherheit über die weitere Zinsentwicklung im Hinblick auf die schwer einzuschätzende geopolitische Lage und den Ölpreis als Inflations- und Zinsfaktor. Dieser monetäre Kernpunkt wird zusätzlich durch die fehlende Guidance bei der amerikanischen Zentralbank FED (Federal Reserve System) erschwert.

Drittens: Besonders wichtig ist die Markttechnik. Generell sind private und institutionelle Anleger am Aktienmarkt überinvestiert. Eine begrenzte technische Bereinigung brachte der beinahe Zusammenbruch des Hedgefonds von Leopold Aschenbrenner. Das Wall-Street-Wunderkind hatte mit vielfach gehebelten KI-Aktien zunächst spektakuläre Gewinne erzielt, bis nahezu alle handelbaren Aktien mit einem Abschlag von zehn Prozent zum Marktpreis verkauft werden mussten. Die nicht handelbaren Aktienpositionen wie Anthropic, bei denen ein Verkauf oberhalb der letzten Finanzierungsrunde von 900 Mrd. \$ scheiterte, mussten aufgrund mangelnder Liquidität gehalten werden. Die noch nicht börsennotierten Unternehmen

Anthropic und OpenAI zählen wahrscheinlich zu den spekulativsten Wall-Street-Titeln.

So positiv der Zusammenbruch dieses Hedgefonds kurzfristig marktberuhigend gewesen sein mag, desto stärker zeigt er die in den vergangenen Jahren gewachsene spekulative Neigung der Anleger. Besonders deutlich wird dies an den Aktienkrediten, die mit 1,5 Bio. \$ ein historisches Hoch erreichten. Bezieht man diese Zahl allerdings auf den Börsenwert von Wall Street, ergibt sich lediglich ein durchschnittlicher und historisch nicht ungewöhnlicher Anteil von gut zwei Prozent.

Das Problem liegt jedoch darin, dass viele Hedgefonds dazu übergegangen sind, nicht nur klassische Wertpapierkredite aufzunehmen, sondern zusätzlich mit kurzfristigen Krediten zu spekulieren, die durch Staatsanleihen besichert sind. Auf Grundlage von insgesamt rund vier Bio. \$ US-Staatsanleihen haben US-Hedgefonds zusätzlich etwa drei Bio. \$ an kurzfristigen Krediten aufgenommen. Hinzugerechnet werden müssen außerdem Exchange Traded Funds (ETFs), die teilweise mit einem dreifachen Kredithebel arbeiten.

Unter Berücksichtigung aller Faktoren ist das Volumen kreditfinanzierter Aktienkäufe in den USA höher als jemals zuvor und könnte, gemessen am Börsenwert, ebenfalls in der Nähe historischer Rekordwerte liegen. Die US-Bör-

senkredite, auch Margin Debt genannt, stiegen gegenüber dem Vorjahr um 50% (siehe Chart S. 10) und damit deutlich stärker als der S&P 500 mit einem Anstieg 2026 von 13% und 20% gegen Vorjahr. Aus dieser Perspektive ergibt sich ein ähnliches Verkaufssignal wie in den Jahren 2000, 2007 oder 2021. Tatsächlich stellen die ausgewiesenen Börsenkredite von 1,5 Bio. \$ jedoch nur die Spitze des Eisbergs dar.

Auch die durch KI getriebene Investitionsdynamik, die sowohl Wall Street als auch die US-Konjunktur (KI-Anteil 7%) trägt, könnte aufgrund der zunehmenden Verschuldung künftig an Grenzen stoßen. Nachdem die Investitionen der Hyperscaler den Cashflow überschritten haben und der freie Cashflow, aus dem Aktienrückkäufe finanziert wurden, auf Nahe null gesunken ist, steigen die Schulden weiter an. Bereits heute wurden über die Bilanzen rund 1,5 Bio. \$ an zusätzlichen Schulden aufgenommen. Es ist daher möglich, dass nicht nur Wall Street an eine Verschuldungsgrenze stößt, sondern auch die Hyperscaler als tragende Säule der US-Konjunktur. Derzeit liegen die Investitionsplanungen für 2027 und sogar 2028 deutlich über dem heutigen Niveau (siehe Chart S. 10). Sollte der Zyklus tatsächlich erst 2028 kippen, würde die Börse eine solche Entwicklung aktuell noch nicht vorwegnehmen.

Festhalten lässt sich jedoch, dass Wall Street angesichts der historisch extremen Kredithebelung am Ende des Zyklus besonders stark leiden dürfte. Der Nasdaq 100 verlor im Zyklus 2000 bis 2002 nicht weniger als 83%. Damals löste der Einbruch der Technologieaktien im Nasdaq mit zeitlicher Verzögerung einen allgemeinen Börsenrückgang aus, der schließlich alle Marktsegmente erfasste.

Nicht nur Unternehmen und private Haushalte, sondern insbesondere der US-Staat haben ihre Verschuldung massiv ausgeweitet. Seit drei Jahren betreiben die USA mit ihren hohen Defiziten und inzwischen 40 Bio. \$ Staatsschulden eine äußerst expansive Fiskalpolitik.

Die Kredit-Exzesse sind heute deutlich stärker ausgeprägt als auf dem Höhepunkt des Dotcom-Booms im Jahr 2000. Ein möglicher Auslöser für eine Börsenbaisse könnte der häufig vorausschauendere Anleihemarkt sein. Sollten die Renditen 10jähriger US-Staatsanleihen von aktuell bis 4,73% auf über 5% steigen, könnte daraus ein bedeutendes Negativsignal entstehen. (Siehe Chart, S. 10)

Nach der technischen Bereinigung seit Ende Januar befinden sich Gold, Silber, Platin und Palladium wieder im Aufwärtstrend. Der bisherige Abwärtstrend wurde nach

oben durchbrochen und folgen Kupfer (siehe Chart S. 10). Edelmetalle und Edelmetall-Aktien haben damit eine technisch positive Bereinigungsphase abgeschlossen. Zwar wirken hohe Zinsen, insbesondere reale Zinsen, grundsätzlich belastend für Edelmetalle. Als Krisenmetalle könnten Gold und Edelmetall-Titel jedoch wieder stärker in den Fokus rücken.

Neben Gold legte auch Silber wieder zu, nachdem sich der Kurs zuvor mehr als halbiert hatte. Mit 66 \$ je Unze liegt Silber jedoch noch deutlich unter seinem Höchststand im Januar 2026 von 121 \$ je Unze. Wenig bekannt ist zudem, dass nicht nur ein Produktionsdefizit bei Silber besteht, sondern auch rund 17% der Produktionskosten von Solarmodulen auf Silber entfallen. Obwohl die Solarindustrie versucht, den Silberverbrauch durch die Substitution anderer Metalle zu senken, liegt die Nachfrage weiterhin fast dreimal so hoch wie vor zehn Jahren. Silber-Aktien weisen sowohl nach oben als auch nach unten eine besonders hohe Volatilität auf und sind in der Regel höher bewertet als Gold-Aktien. Die großen und marktbreiten Gold-Aktien Newmont, Gold Fields und Agnico Eagle Mines entwickeln sich ebenfalls im Gleichlauf mit dem Edelmetall, allerdings mit geringerer Volatilität als Silber-Titel.

Die erneut schwachen Arbeitsmarktdaten in den USA bestätigen die hier vertretene Auffassung, dass die Konjunktur möglicherweise schlechter ist als allgemein angenommen. Nicht steigende Reallöhne und rekordniedrige Sparquoten dürften den für die Wirtschaft wichtigsten Bereich, den Konsum, im Jahresverlauf beeinträchtigen. Ohne KI und Rückführung der Sparquote würde das US-BIP um 0,4% schrumpfen.

Hauptproblem für die US-Konjunktur und Wall Street bleibt jedoch die hohe Verschuldung. Werden zu den klassischen Aktienkrediten die vielfachen Kredithebel hinzugerechnet, ergibt sich eine gefährlich hohe Gesamtverschuldung des Aktienmarktes. Auch die KI-Unternehmen und der US-Staat könnten künftig an Grenzen weiterer Neuverschuldung stoßen. Steigende US-Zinsen bei gleichzeitig 40 Bio. \$ Staatsverschuldung stellen eine gefährliche Kombination dar.

Die Markttechnik belastet Wall Street zudem durch die hohe Zahl neu ausgegebener Aktien im Rahmen von Initial Public Offerings (IPOs). Bei SpaceX stieg die Zahl der verkaufbaren Aktien jetzt um 140%. Stimmungsindikatoren wie der Investors Intelligence Report zeigen derzeit dreimal so viele Optimisten wie Pessimisten. Der Anteil der Optimisten liegt bei 53,7%, der Anteil der Pessimisten bei

14,8%. Lediglich zwei Prozent erwarten eine Konjunkturabschwächung (siehe Chart S. 10). Auch die Rekordzahl an Unternehmensübernahmen, Mergers & Acquisitions (M&A), spiegelt einen außergewöhnlich hohen Optimismus wider. Markttechnisch erinnert vieles an die Situation des Jahres 2021 vor dem Kursrückgang von 2022.

Gold hat den Abwärtstrend seit Ende Januar verlassen. Edelmetalle und Gold-Aktien erscheinen im Gegensatz zu Technologieaktien unterinvestiert. Gold-Titel sollten von neuen geopolitischen Spannungen profitieren.

Der Goldpreis, der von über 5.400 \$ je Feinunze im Januar auf unter 4.000 \$ im Juli gefallen war, scheint sich mit inzwischen wieder über 4.300 \$ in einen neuen Aufwärtstrend zu drehen. In China setzt die Notenbank ihre Käufe fort. Chinesische Kapitalanleger stocken ihre Goldbestände via ETFs auf, da sie einerseits in Immobilien überinvestiert sind und andererseits dort bislang kein starker neuer Aufschwung eingesetzt hat, der alternative Investitionen attraktiv machen würde.

Die nun vom World Gold Council veröffentlichte Goldnachfrage im zweiten Quartal 2026 zeigt, dass die Notenbanken international nach nur 56 Tonnen Käufen im ersten Quartal im zweiten Quartal wieder 289 Tonnen erwarben. Das ist ein historischer Rekord für ein zweites Quartal. (siehe Chart S. 10) In den drei Jahren zwischen 2022 und 2024 hatten die Notenbanken jeweils mehr als 1.000 Tonnen pro Jahr gekauft. Die äußerst unsichere geopolitische Lage könnte dazu führen, dass auch im dritten und vierten Quartal von den Zentralbanken Rekordvolumina in Gold investiert werden. Polen kaufte zuletzt Rekordsummen.

Auch die Unsicherheit über die weitere Entwicklung des US-Dollars könnte die Goldnachfrage fördern. Der Dollar als Leitwährung ist wegen der hohen US-Defizite

dauerhaft auf Käufe ausländischer Anleger angewiesen. Die internationale netto Investment Position der USA hat erschreckende Rekord-Defizite erreicht (siehe Chart S. 13). Größere Dollar-Verkäufe, etwa durch Notenbanken, wären äußerst belastend. Dies drohte zuletzt von Seiten der japanischen Notenbank.

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.