

FINANZWOCHEN

50 Jahre

INTERNATIONALE KONJUNKTUR- UND MARKTANALYSE SEIT 1974

KOMPAKT

ALLGEMEINER MARKTKOMMENTAR

- US-Zinssenkung am 17.09. wird trotz Inflationsanstieg realistischer. Zeitpunkt wäre ungewöhnlich, da sonst die Notenbank erst bei schlechter Konjunktur und Börsentief mit Lockerungen gegensteuert. Diesmal kommt der Powell-Put am Allzeithoch. EZB dürfte vorläufig Zinsen nicht weiter senken. Große Auswirkungen auf die Währungssituation hat dies aber nicht.
- In Deutschland sollten wegen der Exportbelastungen (Trump-Zölle, gestiegener Euro und China-Konkurrenz) nicht die Exportwerte, sondern die binnenorientierten Aktien profitieren. MDAX erstmals besser als DAX?
- Verbesserte Liquidität und gute monetäre Situation (neben Japan niedrigste Anleihezinsen) führen 2025 zu Hausse in China und Hongkong (+32%).
- Breite Aufwärtsentwicklung am Aktienmarkt in Japan. Mit besserer Konjunktur Zinsanhebung wahrscheinlicher, was Finanzaktien nützen sollte.
- Uran- und Edelmetallaktien mit relativer Stärke.
- Trump: Neue Steuer gegen Europa wegen Digitalgesetzen?



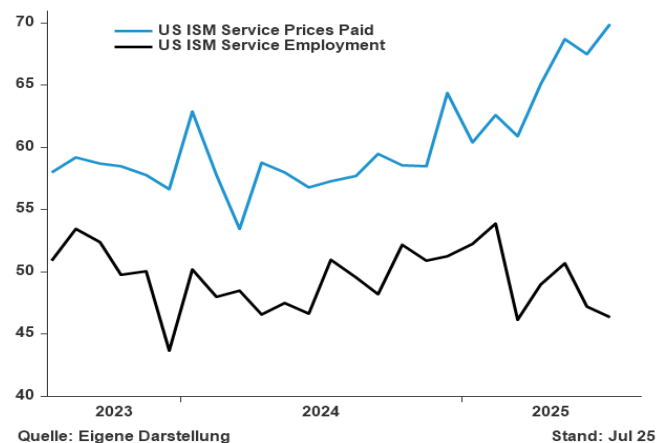
DR. JENS EHRHARDT
Herausgeber Finanzwoche

Die US-Zentralbank steht vor einem Dilemma. Was auch immer sie am 17. September bei der nächsten Notenbanksitzung macht, es könnte falsch sein. Höhere Zinsen zur Inflationsbekämpfung würden den Arbeitsmarkt drücken. Niedrigere Zinsen fördern die steigende Inflation. Notenbank-Chef Powell hat jetzt verbal die Tür geöffnet für eine September-Zinssenkung um wahrscheinlich 0,25%. Hintergrund sind die steigenden Risiken für konjunktursensitive Bereiche wie den Arbeitsmarkt, auch wenn die Sorgen über steigende Inflationsraten bleiben.

Im Grunde ist die Situation am Beginn jeden Konjunkturabschwungs ähnlich. Der Arbeitsmarkt verschlechtert sich, aber der zurückliegende Boom treibt die Preise noch an. Diesmal ist die Situation allerdings besonders kompliziert, da durch die Zölle ein zusätzlicher extra Inflationsschub zu erwarten ist. Während bisher die Inflation der Dienstleistungen das Hauptproblem der Notenbank war und ist, kommt der sonst eher deflationäre Faktor der Güterpreise diesmal durch die Zölle ebenfalls in die Inflationsproblemzone. Es ist natürlich unklar, wie weit sich die Schere zwischen steigenden Preisen und sinkender Beschäftigung öffnet (siehe Graphik). Es kann aber sein, dass die Preise wie die letzten Frühindikatoren andeuten doch wieder stärker steigen. Dann wäre eine Zinssenkung inflationsfördernd und würde sich zu einem Notenbankstrategiefehler entwickeln. Andererseits kann sich

die Wirtschaftslage allerdings auch unerwartet stark verschlechtern.

USA: Was ist ausschlaggebend für die FED: Arbeitsmarkt oder Inflation?



In Sachen Konjunktur könnte es also unerwartet negative Nachrichten geben, die auch die Börse drücken könnten. Die Arbeitslosenrate ist nur deshalb nicht auf ein Niveau gestiegen, das bei einer Rezession üblich ist, weil die Anzahl der Arbeitssuchenden zurückgegangen ist (weil man keine Aussicht auf Arbeit hatte oder weil Migranten deportiert wurden). Die seit Monaten praktisch fehlenden neu geschaffenen Arbeitsplätze sind also ein klarer Konjunkturindikator als die Arbeitslosenquote. Eine weitere Verschlechterung

rung der ohnehin in diesem Jahr schwachen Konsumzahlen würde eine Bestätigung für eine drohende Rezession geben. Es ist also wahrscheinlich nicht nur im Hinblick auf Trump, sondern auch die tatsächliche sich abzeichnende Wirtschaftsentwicklung ratsam, die Zinsen zu senken.

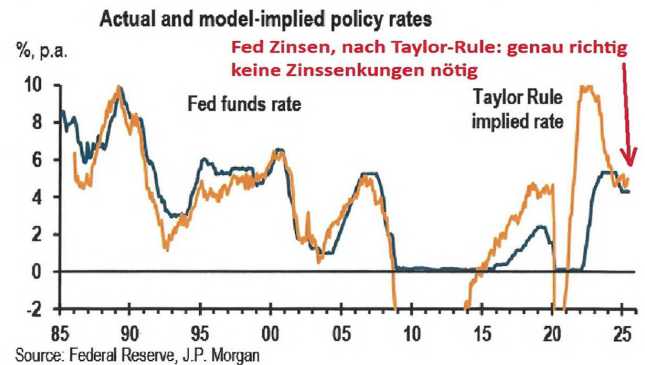
Die beiden letzten großen Zinssenkungsprozesse ab 2000 und ab 2008 waren mit einem starken Rückgang der Aktienkurse verbunden, sodass die von der Börse schon das ganze Jahr herbeigewünschte US-Zinssenkung nicht unbedingt eine Börsenhausse auslösen muss. Bei schlechter Konjunktur fielen die Kurse, bei guter stiegen sie. Volkswirtschaftlich gesehen sind Zinssenkungen natürlich positiv für die Gewinnentwicklung und damit für die Aktienkurse. Aber die Frage ist, wie groß die Zeitverzögerung zwischen Zinssenkung und Börsenanstieg bzw. Gewinnverbesserung der Unternehmen in diesem Zyklus sein wird. Ganz langfristig hatte in den letzten 100 Jahren die Börse mit einem "Time Lag" von etwa sechs Monaten auf Zinsveränderungen reagiert. Das gilt sowohl für Zinssenkungen wie Zinssteigerungen. Aus dem Inflationsblickwinkel müsste die US-Zentralbank eigentlich die Zinsen anheben und nicht senken, denn einige Faktoren sprechen für starke Inflationsbeschleunigung. So stiegen z.B. die Produzentenpreise mit 0,9% gegenüber Vormonat (also über zehn Prozent Jahresrate) in ungewöhnlich starkem Ausmaß an. In der Regel beträgt der Zeitverzögerungseffekt zwischen Produzentenpreisen und ansteigenden Großhandelspreisen etwa sieben Monate. Neben den Zöllen wirkt auch der schwache Dollar über steigende Importpreise inflationsfördernd. Berücksichtigt man die Lohnentwicklung in den USA und versucht, nach der sog. Taylor-Regel, das richtige Zinsniveau zu finden, so wäre aus dieser Sicht das heutige Zinsniveau genau richtig (siehe Chart).

Man kann also verstehen, wenn sich der durchaus fachlich versierte US-Notenbankpräsident in einer schwierigen Lage befindet, in der er kaum etwas richtig machen kann. Die Umfragen unter den US-Börsenteilnehmern gehen von einer Zinssenkung mit sehr hoher Wahrscheinlichkeit aus (84%). In der Vergangenheit hat die Notenbank nur selten gewagt, gegen die allgemeine Erwartung zu handeln. Da auch damit zu rechnen ist, dass Konjunkturdaten wie Arbeitsmarkt und Konsum bis zum 17.09. abgesehen von der Inflation überwiegend eine Zinssenkung unterstützen, kann man mit 0,25% niedrigeren Leitzinsen rechnen. Zwar waren die PMI-Konjunkturindikatoren besonders für die Produk-

tion, weniger für den Service, zuletzt überraschend gut, allerdings dürften die meisten Daten eher auf die Notwendigkeit einer Zinssenkung hinweisen.

USA: Taylor Rule (Arbeitsmarkt) rechtfertigt keine Zinssenkung.

Fed-Zinsniveau nach Taylor Rule: keine Senkung nötig



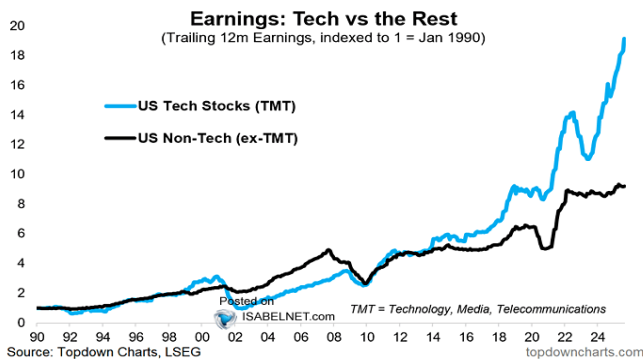
Bei Konjunktur- und Börsenzahlen fällt immer wieder auf, dass die positive US-Konjunkturentwicklung fast ausschließlich von den großen Technologieaktien getragen wird. Recht gut hält sich die Beschäftigung bei den S&P 500-Unternehmen, wobei auch hier berücksichtigt werden muss, dass ähnlich wie bei den Gewinnen die Beschäftigung bei den größeren Unternehmen stabiler ist als bei den S&P 490-Unternehmen. Deutlich wird die Konjunkturschwäche bei der Beschäftigung der knapp 2.000 Unternehmen (genau 1.966) des Russell 2000. Der Russell 2000 präsentiert die US-Inlandskonjunktur wesentlich besser als die Großunternehmen, die einen Großteil ihrer Umsätze (noch mehr ihrer Gewinne) aus dem Ausland beziehen.

Nicht nur im US-Konsum, sondern auch im konjunkturell wichtigen Immobiliensektor ist die Konjunktur fast so schlecht wie zu Zeiten der Finanzkrise. Die Anzahl der zum Verkauf angebotenen Einfamilienhäuser (mit rund 45 Bio. \$ einer der weltweit größten Finanzblöcke) hat mit über 500.000 Häusern eine Anzahl erreicht, die sonst nur in Rezessionen am US-Immobilienmarkt zu finden war. Lediglich die Finanzkrise erreichte mit ca. 560.000 Häusern ein noch höheres Angebotsniveau. Am Immobilienmarkt ist also eher Deflation als Inflation zu erwarten.

Die zentrale Frage ist, inwieweit niedrigere US-Zinsen auch international höhere Aktienkurse und steigende Bondnotierungen auslösen werden. Höhere Aktienkurse benötigen höhere Gewinne. Übersehen wird dass die US-Gewinne außerhalb des Technologie-Sektors wenig mit nur +2,5% gegen Vorjahr gestiegen sind

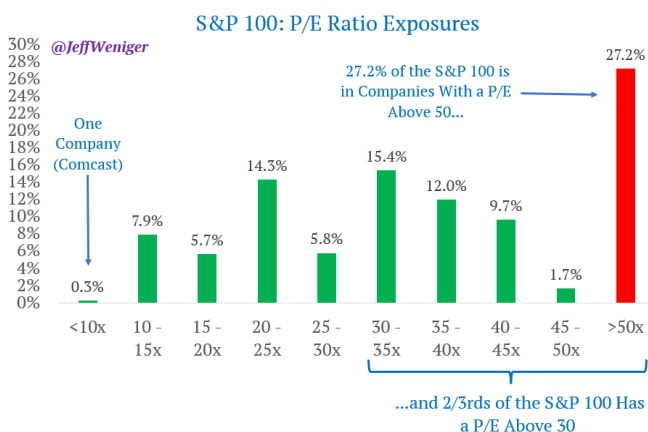
(vgl. Graphik). Hier dürfte auch die Erklärung liegen, dass es nur wenige Wachstumswerte sind, welche die US-Indizes nach oben ziehen und die restlichen Aktien zurückbleiben. Dies wird auch deutlich an der relativ geringen Anzahl von Aktien, die in den USA (und an vielen anderen Börsen) über ihrer 200-Tage-Linie notieren.

Wenig US-Gewinnsteigerungen ohne Tech.



Die Frage ist auch, ob US-Aktien nicht generell zu teuer sind, um bei niedrigeren Zinsen eine echte Aktienhausse möglich zu machen. 27% der S&P 500-Aktien haben ein Kurs/Gewinn-Verhältnis von über 50 (siehe Graphik). Aber auch die Nicht-Wachstumswerte sind mit durchschnittlich 19,4 Kurs/Gewinn-Verhältnis keineswegs billig. Der langfristige Durchschnitt für die Standard-US-Aktie liegt um 15.

US-Aktien historisch sehr teuer.



Eine weitere Frage ist, inwieweit niedrigere Kurzfristzinsen auch niedrigere langfristige Zinsen (Anleihekurse) beeinflussen. In Deutschland bzw. bei der EZB gab es acht Zinssenkungen. Trotzdem stiegen (und nicht fielen) die deutschen Anleihezinsen für die Staatsanleihen mit 30jähriger Laufzeit. Eine Hausse auf breiter Front ist am Aktienmarkt in der Regel nur möglich,

wenn die langfristigen Anleihezinsen und nicht nur die kurzfristigen Zinsen fallen.

Neben Gewinnen und Zinsen spielt die Markttechnik für die weitere Aktienmarktentwicklung eine wichtige Rolle. Hier ist einerseits zu beobachten, dass ganz generell gesehen die institutionellen Anleger in den USA und weltweit ihre Barreserven auf ein Niveau (USA nur 1,4%) zurückgefahren haben, das eher mit Börsenhochs als mit Börsentiefs assoziiert werden kann. Im Mehrjahresvergleich sind institutionelle und private Anleger also weitestgehend voll investiert, am meisten wahrscheinlich die Hedgefonds und die Momentum-Anleger (siehe Chart, S. 11). Sieht man die Sache ganz kurzfristig, fiel der Fear-and-Greed-Indikator wieder von Gier in Richtung neutral (60) zurück. Auch die NAAIM-Zahlen waren von knapp 100 auf 86% zurückgegangen (jetzt wieder 98%), aber auch hier dürfte die Investitionsquote schnell auf über 100% steigen bzw. die Stimmung in den Gier-Sektor umschlagen, wenn es eine kleine Aktienaufwärtsbewegung gibt.

Die Kleinanleger kauften zuletzt im großen Umfang NASDAQ-Aktien, was markttechnisch gefährlich ist. Auch das jüngste Hochjubeln der Schrott-Aktien (sog. Meme-Titel) ist markttechnisch negativ zu werten. Ähnlich zu werten ist der anhaltend schwache gleichgewichtete S&P 500-Index im Verhältnis zum kapitalgewichteten Index. Das Verhältnis der Indizes zueinander fiel auf den Stand von 2008 (siehe Chart, S. 11). Hier spiegelt sich die geringe Marktbreite bzw. die Tatsache, dass der Indexanstieg weitestgehend das Spiegelbild weniger Technologieaktien ist. Die Magnificent 7-Aktien stiegen z.B. seit Anfang 2024 fast viermal so viel wie der gleichgewichtete S&P 500.

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

IMPRESSUM

Die FINANZWOCHEN erscheint bei der FINANZWOCHEN Verlags-Gesellschaft für Anlageinformation mbH. Anschrift: Pullacher Straße 24, D-82049 Pullach, Tel. 089/5203770, Internet: www.financewoche.de, E-Mail: info@financewoche.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 FINANZWOCHEN 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.