

FINANZWOCHEN

INTERNATIONALE KONJUNKTUR- UND MARKTANALYSE SEIT 1974

KOMPAKT

ALLGEMEINER MARKTKOMMENTAR

- ➔ Zu Unsicherheiten bei Zinsen und Ölpreisen kommen globale Probleme durch den totalen Wirtschaftskrieg gegen den Iran. China wird sich nicht sanktionieren lassen. Drittsanktionen könnten Weltkonjunktur beeinträchtigen.
- ➔ Wall Street schon wieder teilweise markttechnisch bereinigt. Hedgefonds machen im großen Stil Kasse. KI-Aussichten bleiben entscheidend.
- ➔ Anstieg bei Gold und Bitcoin spricht für verbesserte internationale Liquidität.
- ➔ Stimmung und Positionierung sprechen beim Dollar für Abschwächung und beim Euro für Erholung.
- ➔ Rekorddefizite beim US-Staat und Rekordkreditaufnahmen bei US-KI-Unternehmen sprechen kurzfristig für Bond-Marktbelastung. 2027 könnte allerdings ein gutes Bond-Jahr werden.
- ➔ Mit Anthropic kommt die zweite Mega-Neuemission. Hohes Aktienangebot ist markttechnisch negativ.



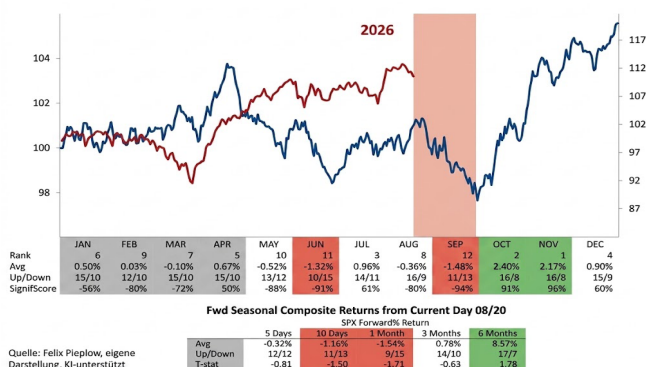
DR. JENS EHRHARDT
Herausgeber Finanzwoche

Abgesehen von dem eigentlich schwächeren Saisonrhythmus und damit schwachen Kursen bis Herbst (siehe Grafik) dürften die Aktienkurse in den nächsten Wochen weltweit durch hohe Zinsen und hohe Ölpreise gebremst werden.

Jahreszeitliche Zykliz Midtermjahre S&P 500.

SPX Seasonal Composite Midterm Election Year

S&P 500 INDEX, Last 99 Years; Index Start = 100



Es ist erstaunlich, dass die Zinsen in den USA für Staatsanleihen gestiegen sind, seit die Zentralbank im September 2024 begonnen hat, die Leitzinsen zu senken. Dies heißt, dass die Kapitalnachfrage größer als das Kapitalangebot war. Dies ist erstaunlich, da die US-Konjunktur außerhalb des Bereichs der künstlichen Intelligenz schwach war, mit entsprechend niedriger Kreditnachfrage, und die US-Banken sogar in diesem Jahr die Vergaberegeln für Kredite gelockert haben.

Die Verschuldungssituation der US-Haushalte ist historisch gesehen, aber auch im internationalen Vergleich, relativ günstig und auf dem niedrigsten Stand seit der Finanzkrise. Zinssteigernde Faktoren sind auch hier nicht zu erkennen. Was die Zinsen belastet, sind einerseits die hohen Investitionen der KI-Unternehmen, die inzwischen mehr investieren als ihre Cash Flows, mit der Folge eines negativen freien Cashflows beziehungsweise der Notwendigkeit, sich durch die Ausgabe von Unternehmensanleihen zu finanzieren. Entsprechend sind auch die Zinsaufschläge für Anleihen von KI-Unternehmen gegenüber US-Staatsanleihen deutlich gestiegen. Am extremsten sind die Zinsen bei der Ausgabe von Google-Unternehmensanleihen auf australische Dollar mit Verzinsungen von rund 7%.

Am meisten zinssteigernd ist aber in den USA die hohe Kreditaufnahme des Staates. Abgesehen von der Covid-Konjunkturflaute stieg das US-Haushaltsdefizit in diesem Fiskaljahr mit bisher knapp 1,8 Bio. \$ um einen historischen Rekord. Das Juli-Defizit erreichte ebenfalls seinen historischen Rekord mit 432 Mrd. \$. Noch nie wurden in einem Juli mehr US-Schulden neu aufgenommen. Kein Wunder, dass sich US-Finanzminister Bessent Sorgen um den US-Bondmarkt und den Dollar macht. Er verhinderte mit einer spektakulären Rekordinterventionssumme den Verkauf von Dollaranleihen durch die japanische Zentralbank. Dabei stellte man den Japanern eine Rekordinterventionssumme

an Dollar zur Verfügung, damit diese keine Dollars durch den Verkauf von US-Staatsanleihen auf den Markt werfen. Interessanterweise gestalteten die Amerikaner den Kredit so, dass Euro gegen Yen zur Yen-Stützung verkauft wurden, wobei die EZB noch nicht einmal informiert wurde.

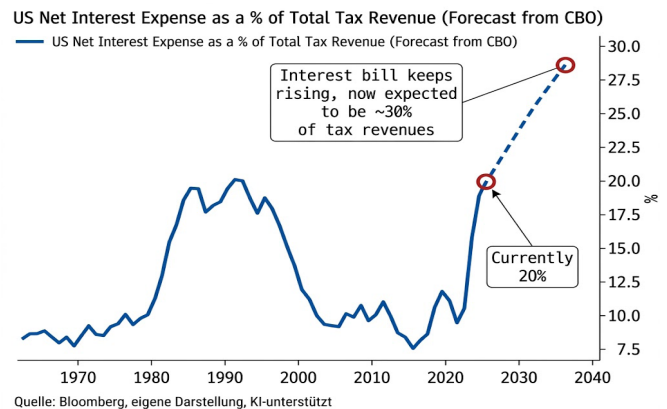
Zur Unterstützung des amerikanischen Bondmarktes verhinderte Bessent nicht nur japanische Zentralbank-Bondverkäufe, sondern kauft sogar selber ab 8.9. langlaufende US-Staatsanleihen mit Laufzeiten von zehn Jahren und aufwärts. Diese beiden Manipulationen der Märkte, Japan-Intervention plus Stützung des US-Bondmarktes durch Käufe langlaufender Anleihen, haben international die Besorgnis hinsichtlich der Gesundheit des US-Finanzsystems geweckt.

Entsprechend ist der sogenannte "Debasement Trade" zurück. Man befürchtet also eine Destabilisierung des amerikanischen Kapitalmarktes durch marktwirtschaftsfeindliche Interventionen der US-Regierung. Entsprechend gab der Dollar nach, aber auch die Stützungsmaßnahmen der Regierung für den US-Bondmarkt sind bisher wenig wirkungsvoll, obwohl Bessent seine Stützungsankündigung noch einmal nachbesserte, indem er ankündigte, die Stützungsmaßnahmen mehr als zu verdoppeln.

Eine nachhaltige Besserung am US-Bondmarkt wird es wahrscheinlich nur geben, wenn entweder die Stützungssummen, bezogen auf die Größe des US-Bondmarktes (die gesamte Staatsverschuldung liegt jetzt erstmals bei über 40 Bio. \$) erhöht werden, oder andererseits Maßnahmen zu erkennen sind, die niedrigere US-Staatsdefizite erwarten lassen. Ein positives Signal wäre ein Ende des Irakkriegs, der am Ende auch eine dreistellige Milliarden-Dollar-Summe verschlingen wird. Vielleicht dürfte es aber nicht reichen, den Markt von einer solideren US-Defizitpolitik zu überzeugen. Schon heute machen die US-Sozialausgaben plus die Zinsen auf die Staatsschulden zusammen fast 100% der Staatseinnahmen von rund fünf Bio. \$ aus.

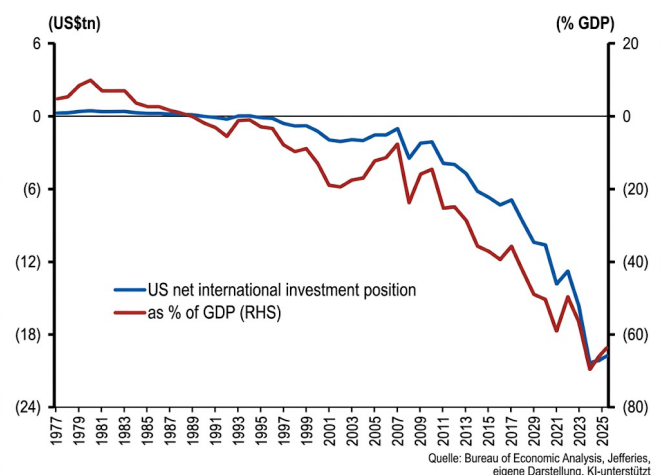
Die Zinsen auf die Staatsanleihen steuern auf eine Bio. \$ pro Jahr zu. Das sind rund 20% der US-Steuer-einnahmen. Anhand der bisherigen Zinsentwicklung kann man ausrechnen, dass in zehn Jahren rund 30% der US-Steuer-einnahmen für die Zinsen auf Staatsschulden aufzuwenden sind (siehe Grafik).

USA: Zinsen auf Staatsanleihen in % der Steuereinnahmen.



US-Verschuldungszahlen belasten auch immer mehr den US-Dollar. Das Beispiel Japan zeigt, dass die Amerikaner ihren Verbündeten offensichtlich nicht mehr erlauben, die eigenen US-Staatsanleihen zu verkaufen. Notwendig wird dies durch den extremen Zustand der amerikanischen internationalen Nettoinvestmentposition (NIIP). Hier handelt es sich um den Saldo zwischen dem Besitz von ausländischen Finanzgütern der amerikanischen Bürger gegenüber dem Besitz amerikanischer Güter durch Ausländer. Dieses Defizit stieg von Ende 2017 mit damals 39,9% des amerikanischen BIPs beziehungsweise 7,9 Bio. \$ auf 68,1% (bzw. 22 Bio. \$) zum Ende des ersten Quartals 2026 (siehe Grafik).

USA: Internationale Netto-Investment-Position massiv verschlechtert.



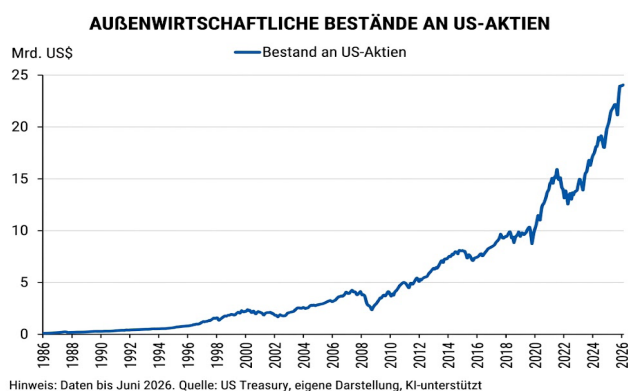
Kein Wunder, dass Bessent angesichts der beschleunigten Abwärtstendenz Sorgen um den US-Bondmarkt und den US-Dollar hat.

Gegenstück zur US-Entwicklung ist die japanische NIIP, wo die internationale Nettoinvestmentposition zum

Ende des ersten Quartals 2026 bei positiven 83,3% des japanischen BIP lag. Entsprechend erscheint der japanische Yen nach seinem rund 50-prozentigen Absturz in den letzten Jahren gegenüber dem Dollar, auch gegenüber dem Euro nach dem Absturz von 120 auf über 180 Yen pro Euro, preiswert.

Beunruhigend für die Amerikaner ist auch die Möglichkeit des Verkaufs größerer Mengen amerikanischer Aktien durch Ausländer. In diesem Jahr stiegen die Bestände amerikanischer Aktien, die durch Ausländer gehalten werden, um 24,5% auf über 24 Bio. \$ per Ende Juni (siehe Grafik).

Auslandskäufe von US-Aktien.



Diese Zahl ist explodiert durch fast eine Bio. \$ ausländischer Käufe in US-Aktien in den letzten zwölf Monaten, bedingt durch die Künstliche-Intelligenz-Euphorie.

Abgesehen von der kommenden Belastung der internationalen Aktienmärkte durch höhere Ölpreise und höhere Zinsen dürfte kurzfristig der Einfluss des Anstiegs des Aktienangebots am negativsten sein. Anthropic hat jetzt bekannt gegeben, dass man im September oder Oktober mit einer Börsenbewertung von über zwei Bio. \$ neu an die Börse gehen will. Dies wäre eine noch größere Markt-

kapitalisierung als bei SpaceX, bzw. ein neuer IPO-Rekord. War in der Vergangenheit die Emission einer sehr großen Anzahl neuer Aktien fast ohne Ausnahme in der Börsengeschichte negativ für den Gesamtmarkt, so dürfte dies erst recht gelten, wenn zwei Mega-IPOs auf den Markt kommen. Anthropic hat die annualisierten Monatseinnahmen von 47 Mrd. \$ im Mai um zuletzt 38% auf 65 Mrd. \$ gesteigert (erwartet waren 80 Mrd. \$) und ist damit erstmals die Nummer eins vor dem bisherigen Platzhirsch OpenAI mit 41 Mrd. \$ annualisierten Einnahmen im Juli 2026.

Zwar konnte auch OpenAI die Umsätze im zweiten Quartal deutlich steigern, aber das prozentuale Umsatzplus war schwächer als in den Vormonaten und die Verluste vergrößerten sich beziehungsweise die Umsatzmarge wurde negativer. Anthropic konnte dagegen erstmals einen kleineren Gewinn ausweisen. OpenAI, bei dem noch kein IPO-Termin feststeht, berichtete von erneuter Umsatzbeschleunigung im dritten Quartal, wohl auch im Hinblick auf die deutliche Senkung der Token-Preise, um einen weiteren Marktanteilsverlust zu vermeiden.

Der historische Rekord bei auf Kredit gekauften Aktien, nicht nur bei Einzelanlegern, sondern auch bei Hedgefonds (was nicht zur veröffentlichten Kreditstatistik hinzugezählt wird), könnte bei einer Rückführung der Kredite zu einer erheblichen Belastung für die Gesamtbörse werden. Normalerweise sind steigende Börsenkredite immer positiv für die Börsentendenz gewesen, wegen der hohen Korrelation. Im letzten Monat wurde aber erstmals wieder mit unter 1,5 Bio. \$ ein rückläufiger Gesamtbetrag für auf Kredit gekaufte Aktien ausgewiesen. In der Vergangenheit waren solche Wendepunkte oft auch Wendepunkte für die Börse.

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.