

FINANZWOCHEN

INTERNATIONALE KONJUNKTUR- UND MARKTANALYSE SEIT 1974

KOMPAKT

ALLGEMEINER MARKTKOMMENTAR

- **US-Zinsen und Ölpreis (neues Hoch für Dezember-Termin) sind entscheidend.** Eine Fed-Zinserhöhung und steigende Ölpreise dürften Aktien bis Oktober belasten.
- **Steigende Zinsen bleiben mittelfristig die Hauptgefahr.** Global höhere Renditen wären trotz steigender Gewinne der stärkste Gegenwind seit 2007 und 1997.
- **Eine Rückabwicklung des Yen-Carry-Trades birgt Risiken.** Der Yen stieg bereits 6% gegenüber dem Dollar; die letzte Carry-Trade-Baisse war am 15. September 2008.
- **Kupfer-, Uran- und europäische Stahlaktien sind im Aufwind.** Die forcierte Nuklearenergie unterstützt diese Entwicklung weltweit.
- **Die Verdoppelung der AfD-Stimmen und die mehr als halbierte CDU sollten zu einem Kurswechsel führen.** Vorrang hat eine neue Energiepolitik zur Verringerung des Wettbewerbsnachteils.
- **Der Ölpreisanstieg begünstigt Energietitel wie Chevron, Petrobras und Equinor.**



DR. JENS EHRHARDT
Herausgeber Finanzwoche

Dreh- und Angelpunkt der internationalen Aktienmärkte ist weniger die realistische EZB-Zinserhöhung von 2,25% auf 2,5% am Donnerstag, den 10. September, als die amerikanische Zinsentscheidung am 16. September. Wird der US-Leitzins erhöht, dürfte dies die ohnehin in Teilbereichen schwächliche US-Konjunktur belasten, kann die Unternehmensgewinne wieder drücken und den Aktienmarkt nicht nur in den USA schwächen. Genauso wie in Europa dürfte eine US-Zinserhöhung ein Politikfehler sein.

War man noch am Jahresanfang von zwei Zinssenkungen ausgegangen, wird zuletzt mit einer Wahrscheinlichkeit von 60% mit einer US-Zinserhöhung gerechnet. Hintergrund war zunächst die Rede des amerikanischen Notenbankpräsidenten Warsh auf dem Jackson-Hole-Treffen der internationalen Zentralbankchefs, wo die seit 65 Monaten über der Zielgröße von zwei Prozent liegende US-Inflation im Mittelpunkt stand. Nach der falkenhaften Rede verdoppelte sich die Wahrscheinlichkeit für eine Leitzinserhöhung. Dann folgten am letzten Freitag die US-Arbeitsmarktzahlen, die so viele neue Arbeitsplätze aufwiesen wie von keinem einzigen Analysten prognostiziert. Waren noch im Juli zunächst 21.000 Jobs nach der ersten Zählung verloren gegangen, wurde der Vormonat jetzt auf ein Plus von 23.000 geändert. Im August wurden nach der Zählung sogar 162.000 neue Jobs gezählt. Diese bei den Unternehmen durch Fragebogen erzielten Zahlen sind zunehmend

unzuverlässiger geworden. Einmal schicken immer weniger Unternehmen die Fragebogen rechtzeitig oder gar nicht zurück, und zum anderen widersprechen die Zahlen den Arbeitslosen-Ermittlungen, die direkt bei den Haushalten vorgenommen werden.

Alle Zahlen der unterschiedlichen Erfassungsmethoden wiesen in den letzten Monaten einen deutlichen Abwärtstrend auf. Warum jetzt eine deutlich höhere Beschäftigtenzahl ausgewiesen wurde, könnte auch mit diversen Statistikbereinigungen zusammenhängen. Einmal mit der berühmten Geburten-/Sterbeschätzung von neuen Jobs bei Selbständigen, worüber es überhaupt keine ernstzunehmende Statistik gibt, zum anderen über saisonbereinigte Zahlen. Nach den Erfahrungen der Vergangenheit können am Ende ganz andere Zahlen herauskommen, sodass man gut daran tut, diese Zahlen nicht bei der Zinsentscheidung heranzuziehen.

Wichtiger wird die am kommenden Freitag bevorstehende Publizierung der US-Inflationszahl (CPI). Hier könnte es durchaus Überraschungen in Richtung niedrigerer Inflationsraten als erwartet geben. Notenbankchef Warsh hatte zuletzt eine neue Inflationsmessungsmethode eingeführt, bei der ähnlich wie bei der Advance/Dencline-Linie am Aktienmarkt der Vergleich von steigenden zu fallenden Preisen gemessen wird, ohne dass auf die Gewichtung der entsprechenden

Ware im Index Rücksicht genommen wird. Aber was macht es für einen Sinn, niedrigere Preise für Erdnüsse oder Salz zu konstatieren, wenn gleichzeitig die Preise für Autos steigen? Die Gewichtung ist also bei der Messung der Inflationsrate essenziell und kann nicht einfach wie beim neuen Warsh-Modell weggelassen werden. Warsh hatte konstatiert, dass über die Hälfte der Waren des Warenkorbs um mehr als drei Prozent gegenüber Vorjahr gestiegen seien, während früher allenfalls knapp über 30% der Waren gestiegen seien. Offensichtlich wollte Warsh seine falkenhafte Anti-Inflationshaltung mit solchen unsinnigen Statistiken untermauern. Sollte es nun am kommenden Freitag zu einem relativ schwachen Anstieg der Inflationsrate kommen (sowohl bei der normalen wie der Kernrate), würde dies von den Aktienmärkten wahrscheinlich positiv aufgenommen werden, trotz der üblicherweise zwischen Ende August bis zu den Wahlen in Zwischenwahljahren stagnierenden Börse.

Sollte es tatsächlich am 16. September keine Zinserhöhung geben, wäre dies nicht nur positiv für die Aktienkurse, sondern auch für den Goldpreis. Skeptiker könnten meinen, dass bei wenig straffer US-Notenbankpolitik in diesem Falle die US-Anleihekurse fallen beziehungsweise die langfristigen Zinsen nochmal steigen würden. Markttechnisch fällt der sehr hohe Pessimismus für die US-Bondmärkte auf (Hulbert: minus 27% Rekordshort). Gleichzeitig sind die Realzinsen bei 10-jährigen und besonders bei 30-jährigen Titeln sehr hoch (ähnlich wie vor dem Börsensturz in der Finanzkrise 2007/08), sodass eine erneute Bondmarktschwäche auch bei ausbleibender Zinserhöhung unrealistisch sein dürfte.

Im Hinblick auf die Verfassung der US-Konjunktur dürfte eine Zinserhöhung sowohl bei den Leitzinsen als auch bei den Bondmarkt-Zinsen fatal sein. Tatsächlich befindet sich die US-Konjunktur in einem deutlich schlechteren Zustand als allgemein zuletzt, aber auch vom US-Notenbankpräsidenten angenommen. Dieser hatte noch auf seiner Jackson-Hole-Rede von einer gesunden US-Konjunkturentwicklung gesprochen. Wie man das bei einer zuletzt nur mit real 1,5% wachsenden US-Wirtschaft sieht, bleibt den Politikern vorbehalten. Tatsächlich boomt die US-Konjunktur nur im Technologie-Sektor. Nimmt man diesen Sektor aus den Konjunkturzahlen, so sind die Investitionen in den letzten zwölf Monaten sogar leicht gefallen. Zwar gibt es durch den Bau von KI-Datacentern einen selektiven Bauboom in diesem Sektor um +57%. Die anderen 90%

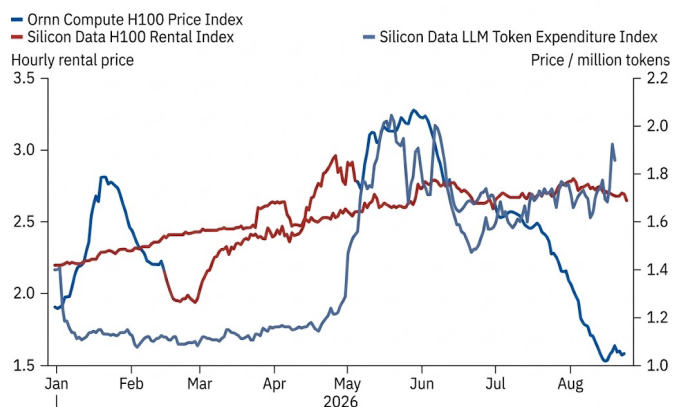
des amerikanischen Nichtwohnungsbaus liegen aber 7,3% unter Vorjahr.

In jeder Richtung steht und fällt die amerikanische Konjunktur mit dem KI-Boom. Was hier zuletzt auffällt, ist, dass die Tokenpreise, also das, was die Abfrager von künstlicher Intelligenz bezahlen müssen, im August um nicht weniger als 29% gefallen sind (siehe Grafik).

Tokenpreise stürzen ab.

Compute Rental Prices Rise as Token Pricing Falls

What AI sells for falls while what it runs on holds firm



Quelle: Bloomberg, Silicon Data, Ornn, eigene Darstellung, KI-unterstützt

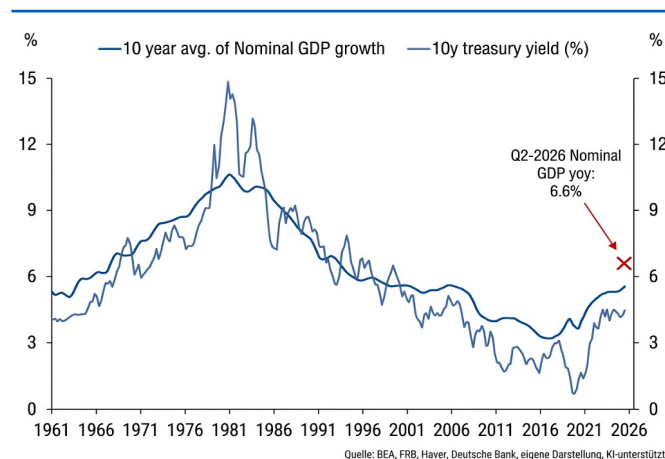
Addiert man dazu noch die wachsende chinesische Konkurrenz mit großem Preisunterschied und niedrigere Hardwarepreise, so scheint der KI-Boom Risse zu bekommen. Sinkende effektive Tokenpreise wurden im bislang durch stark wachsende Nutzung mehr als ausgeglichen: Bei den von Ramp erfassten Unternehmen stiegen die KI-Tokenausgaben zwischen Januar 2025 und April 2026 um 497%. Zugleich gewinnt die Nutzung leistungsfähigerer, höherpreisiger Modelle an Bedeutung. Für die Profitabilität der Anbieter bleibt entscheidend, wie sich ihre Kosten im Verhältnis zu den erzielbaren Preisen entwickeln und ob sich Leistungsvorsprünge weiterhin durch Preisaufschläge monetarisieren lassen.

Auch die teilweise abstürzenden Bondpreise für die KI-Bonds sind in diesem Sektor eine Warnung. Wenn schon die Wachstumsaussichten in der stärksten US-Branche unsicherer geworden sind, so macht es vor dem Hintergrund des insgesamt durchwachsenen Konjunkturbilds überhaupt keinen Sinn, die US-Leitzinsen zu erhöhen. Bisher haben sich etwa gleich viele Mitglieder des Offenmarktausschusses für und gegen eine Zinserhöhung ausgesprochen. Die FINANZWOCHE geht aber fest davon aus, dass am Schluss die wirtschaftliche Vernunft überwiegen wird und keine

Zinserhöhung stattfindet, was die Börsen international positiv aufnehmen sollten.

Positiv beeinflusst werden die US-Gewinne durch den anziehenden Trend des nominalen US-Wirtschaftswachstums, auch ausgelöst durch ansteigende Geldmengen Zahlen. Während die US-Wirtschaft in den drei Jahren vor 2019 nominal um 4,7% gegenüber Vorjahr wuchs, lag das nominelle US-Wirtschaftswachstum für Ende des zweiten Quartals 2026 bei 6,6%. Hier ist auch einer der Hauptgründe für die Inflation und die gestiegenen Langfristzinsen in den USA bei den Staatsanleihen zu suchen (siehe Grafik).

Hohes nominales US-Wachstum zieht US-Zinsen nach oben.



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

Vor diesem Hintergrund sind niedrigere Staatsanleihezinsen beziehungsweise eine Hausse am Bondmarkt in nächster Zeit nicht zu erwarten. Andererseits sollte der hohe Realzins, besonders bei Inflationsabschwächung, auch eine neue Bond-Baisse in nächster Zeit verhindern. Tatsächlich ist aber nicht die US-Inflation, sondern die US-Verschuldung (Bond-Angebot) der Hauptbestimmungsfaktor des US-Zinses.

IMPRESSUM

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