

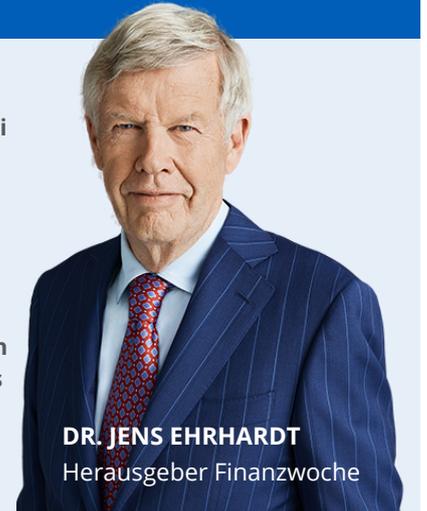
FINANZWOCHEN

INTERNATIONALE KONJUNKTUR- UND MARKTANALYSE SEIT 1974

KOMPAKT

ALLGEMEINER MARKTKOMMENTAR

- ➔ **Gold & Bitcoin auf neuen historischen Hochs, Silber nah daran. Amerikaner nennen dies "Debasement Trade". D.h. man sucht neue Alternativen zum "Fiat"-Geldsystem Dollar & Euro. Beschleunigt durch Biden bei Gold & Trump bei Bitcoin. Kurzfristig Überhitzung, aber Trend dürfte mittelfristig weitergehen.**
- ➔ **Shutdown in den USA bisher ohne Einfluss auf Aktien & Anleihen. Könnte sich ändern, wenn anders als bisher der Shutdown sehr lange dauert.**
- ➔ **Anleger vergleichen 2025 mit 2018. Damals gab es im ersten Halbjahr viele markttechnische Verkaufssignale und die Kurse fielen im vierten Quartal.**
- ➔ **USA ohne die Künstliche Intelligenz-Branche (8% vom BIP) wahrscheinlich schon in Rezession. Leitzinssenkungen (Oktober, Dezember wahrscheinlich) & Trumps Unternehmenssteuersenkung könnten negative Effekte auffangen.**
- ➔ **Neben Export (USA & China gut 10% vom BIP bei 50% in Deutschland) ist Deutschland auch als Autoland Hauptleidtragender der Politik.**



DR. JENS EHRHARDT
Herausgeber Finanzwoche

Der September ist seinem schlechten Ruf 2025 nicht gerecht geworden. Nicht einmal der sich ankündigende "Shutdown" (Einstellung der Aktivitäten der US-Behörden) konnte die Aktienmärkte in den USA und international drücken. Der deutsche DAX-Index schaffte es im September nach zunächst ca. bis drei Prozent minus zum Monatsende auf ein knappes Minus. International lässt die Breite der Aktienmärkte weiter sehr zu wünschen übrig. Während im September die US-technologieabhängigen Indizes (NASDAQ 100, QQQ, MAGS, XLK und XLC) einen Anstieg um ca. fünf Prozent zeigten, war der breite ungewichtete S&P 500-Index gut ein Prozent im Minus. Auch amerikanische kleinere und mittlere Aktien waren im September knapp ein Prozent rückläufig. Der gewichtete S&P 500 stieg dagegen dank der Magnificent 7 und anderer großer Wachstumsaktien um zwei Prozent.

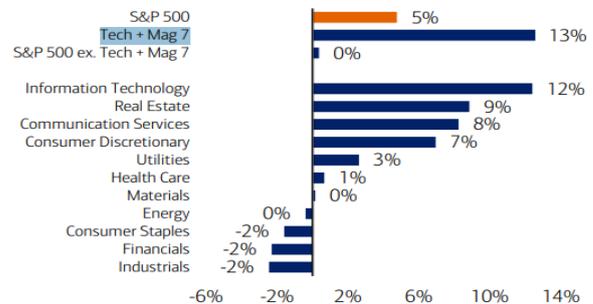
Auch in Asien waren es die Schwergewichte (Aktienkonzentration noch größer als in den USA), welche die Indizes im September mit sehr guten Kursgewinnen bei SK Hynix, Samsung Electric und Taiwan Semiconductor oder in China bei Alibaba und Tencent hochzogen. Hintergrund dieser sehr selektiven Entwicklung ist die Tatsache, dass sich nicht nur in den USA, sondern auch in Asien die Börsen- und Wirtschaftsaktivität auf Künstliche Intelligenz und den Technologiesektor konzentriert (in Asien von niedrigerer Bewertung kommend als in den USA).

In den USA stiegen die Unternehmensinvestitionen seit dem "Befreiungstag" – Liberation Day – um 13% bei Technologie- und Magnificent 7-Aktien, während sie in Konsum-, Finanz- und Industriebranchen fielen (siehe Grafik). Bei S&P 500-Unternehmen lag der Anstieg bei fünf Prozent. Beim S&P ohne Tech und Mag7 lag der Anstieg der Investitionen bei Null.

Technologieinvestitionen dominieren andere Branchen.

Exhibit 5: 2025 capex estimates for Tech + Mag 7 have been revised up >10% since Liberation Day (uncertainty shock), while the rest of the market is flat

Revisions to 2025 S&P 500 capex since Liberation Day (as of 9/12/2025)



Source: BofA US Equity & Quant Strategy, FactSet

BofA GLOBAL RESEARCH

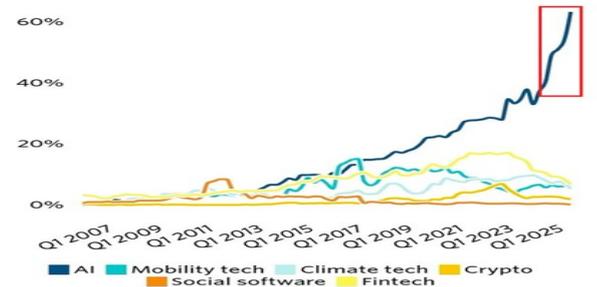
Kein Wunder, dass inzwischen deutlich geworden ist, dass sich die USA wahrscheinlich schon in der Rezession befinden, wenn man die Technologieinvestitionen aus dem Wirtschaftswachstum herausrechnet. Entsprechend stagnieren auch die US-Unternehmensgewinne

in den meisten Branchen außerhalb des Technologie-sektors mit ebenfalls entsprechend relativ schwacher Gewinnentwicklung. Die Künstliche Intelligenz-Aktien profitieren bei ihren hohen Investitionen von Trumps OBBBA-Gesetz, das hohe Abschreibungen steuerlich gewinnsteigernd begünstigt. 80% der 2025 Wall Street-Aktienbörsengewinne kommen von KI-Aktien (acht Prozent vom BIP).

Wagniskapital-Aktivität primär in Künstlicher Intelligenz (AI).

AI deals are dominating the venture market

Sector share of trailing 12 month deal value

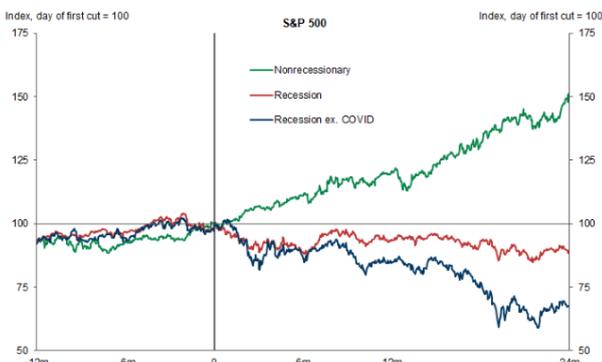


Source: Q3 2025 Quantitative Perspectives: A Fork in the Road • Geography: US • As of July 31, 2025

Die in der Breite eher schwache US-Wirtschaftsaktivität wird auch deutlich in der seit Jahren sehr niedrigen Anzahl von neuen Aktienemissionen und Übernahmen. Dagegen hält das Wachstum der Investitionen und Unternehmenskooperationen (Deals) im Sektor Künstliche Intelligenz im explosiven Ausmaß an. Siehe die seit Jahren vergleichsweise schwache Aktivität bei der Aktienaussage und bei Deals außerhalb der Künstlichen Intelligenz-Branche (siehe Grafik).

S&P 500 ohne Rezession +50% in zwei Jahren. Mit Rezession minus 33%. Nach Zinssenkungen.

Exhibit 11: The simple story is that non-recessionary rate cuts are usually positive for equities



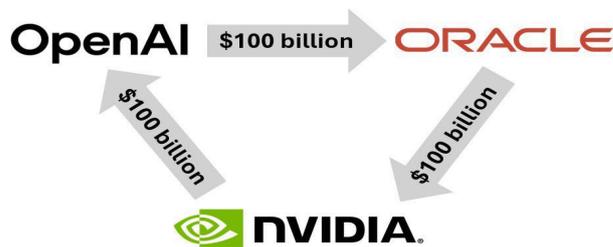
Source: Goldman Sachs Global Investment Research

Nachdem in den USA zuletzt und weltweit weit über 100 Zentralbank-Zinssenkungen vorgenommen wur-

den, fragt man sich, ob global und in den USA eine neue Aktienaufwärtsbewegung als Folge der rückläufigen Finanzierungskosten von Unternehmen und Konsumenten bevorsteht. Wie die Grafik deutlich macht, brachten Zinssenkungen (Ausnahmezeit Covid herausgerechnet) allerdings durchschnittlich ca. 33% Index-Verlust im S&P 500, wenn die Zinssenkungen mit einer Rezession verbunden waren.

"Round tripping" (circular revenues) könnte AI-Blase zum Platzen bringen.

THE INFINITE MONEY GLITCH



Quelle: r/WallStreetbetsELITE

Nun lag das amerikanische Wachstum im zweiten Quartal annualisiert sogar bei 3,8%, allerdings waren hier neben KI auch Effekte der Trump-Zölle ursächlich. Ohne den US-Importrückgang wäre das Wachstum im zweiten Quartal über ein Prozent im Minus gewesen. Das Wachstum für das vierte Quartal sehen Häuser wie J.P. Morgan nur noch bei 1,0 bis 1,5%. Es dürfte davon abhängen, ob das rasante Wachstum der Investitionen in Künstliche Intelligenz sich fortsetzt oder nicht. Hier entscheidet sich die Frage, ob es zu einer Rezession kommt und dann die Börse negativ reagiert oder nicht. Man wird also die genaue Entwicklung der Magnificent 7-Aktiengesellschaften beobachten müssen, um zu sehen, wie sich in Zukunft Konjunktur und Börse entwickeln. Gefährlich das zuletzt zunehmende gegenseitige Stützen durch Beteiligungen und Abnahmeversprechen wie bei NVIDIA und OpenAI (siehe Chart).

Ein Konjunkturbelastungsfaktor dürfte weiterhin der US-Immobilienmarkt sein. Eigentlich sollte dieser Markt von rückläufigen US-Zinsen profitieren, nicht nur in den USA, sondern international. Üblicherweise gehen in einer solchen Zinsphase die Finanzierungskosten der Immobilienbesitzer zurück, was steigende Immobilienpreise und positive Impulse für die Gesamtkonjunktur bietet. Diesmal haben wir aber die Sondersituation, dass vor fünf Jahren abgeschlossene alte Billigfinanzierungen (bei Zinsen aus der Jahrhundert-Niedrigst-

Zinsphase) (siehe Abbildung, S. 10) auslaufen und zu deutlich höheren Zinsen neu abgeschlossen werden müssen. Dazu kommen noch Nachfrageeffekte.

Bedingt durch Home Office ist der Bedarf nach Büroimmobilien zurückgegangen. Die schwache Gesamtkonjunktur außerhalb von Hochtechnologie drückt den Bedarf an Immobilienflächen. NVIDIA als wertvollstes Börsenunternehmen weltweit (4,6 Bio. \$ und damit so viel wie das deutsche Bruttoinlandsprodukt) hat z.B. nur 36.000 Angestellte weltweit. Vieles spricht also dafür, dass der im normalen Konjunkturzyklus starke Konjunkturtreiber Immobilienmarkt diesmal keine Wachstumsimpulse gibt. Stagnierende bzw. wegen der Deportationen sogar leicht rückläufige US-Bevölkerung und die Tendenz junger Leute, wesentlich länger im Elternhaus zu verbleiben, drücken die Nachfrage genauso wie Zwangsverkäufe das Angebot erhöhen. Z.B. kann man bei Google Search sehen, dass heute in etwa genauso viele Amerikaner Finanzierungshilfe bei der Verlängerung ihrer Hypothek suchen wie auf dem Höhepunkt der Finanzkrise 2009 (siehe Grafik).

Google-Suchanfragen nach Hilfe bei Hypothekenproblemen.



Quelle: Google Trends

Stand Sept. 2025

Schwäche zeigt auch die US-Automobil- und Transportbranche. Der Boom bei Elektroautos ist ausgeblieben. Zuletzt wurden hier noch wegen Vorzieheffekten für auslaufende Staatshilfen zehn Prozent der Zulassungen bei Elektroautos registriert. Man rechnet ab Oktober nur noch mit fünf Prozent Anteil für Elektroautos. Aber auch bei LKW (in der Regel ein Konjunkturindikator) gehen die US-Zulassungen stark zurück. Neben Waffen exportieren die USA hauptsächlich Lebensmittel. Durch die Auseinandersetzung mit China weicht Peking bei Lebensmittelkäufen wie Sojabohnen voll auf Südamerika aus, was zu einer kritischen Lage bei den oft hoch verschuldeten US-Bauern führt. Die US-Konjunktur wird hauptsächlich von der KI-Branche (acht Prozent vom

BIP) und den zehn Prozent reichsten Amerikanern hoch gehalten, die 49% der US-Konsumausgaben bestreiten. Wenn die Reichsten weniger verdienen, könnte die US-Konjunktur mehr einbrechen als in Europa oder Asien.

Die positive Seite an den schlechten Teilen der US-Konjunktur (UBS rechnet mit 93% Wahrscheinlichkeit mit einer Rezession!) ist die Tatsache, dass der Druck auf die Notenbank wächst, die Zinsen schnell weiter zu senken. Zwei weitere Zinssenkungen Ende dieses Monats und im Dezember haben eine Wahrscheinlichkeit von rund 90% (trotz wohl steigender Inflation!). Die Liquiditätsindikatoren sind positiv. Die Financial Conditions verbessern sich. Die US-Geldmengen steigen (M2 mehr als vervierfacht von fünf auf 22 Bio. \$ in 25 Jahren) mehr als die Wirtschaftsaktivität, was zu Überschussliquidität, welche positiv für die Börsen ist, führt. Es gilt also zu beobachten, ob es der US-Notenbank gelingt, die Konjunktur so schnell und so stark zu unterstützen, dass die Negativentwicklungen aufgefangen werden können.

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