

FINANZWOCHEN

50
Jahre

INTERNATIONALE KONJUNKTUR- UND MARKTANALYSE SEIT 1974

KOMPAKT

ALLGEMEINER MARKTKOMMENTAR

- ➔ **Positiv für die Aktienbörsen sind die rückläufigen Zinsen.** 10jährige US-Staatsanleihen erstmals wieder unter vier Prozent Rendite, deutsche unter 2,6%. Hintergrund ist die global schwache Konjunktur. Die FED wird die Zinsen bis Jahresende wohl noch zweimal senken, aber auch mehrfach im nächsten Jahr.
- ➔ **Risiko für die Aktienmärkte bleiben die geopolitischen Faktoren.** Trump trifft Xi wahrscheinlich am 31.10. Ein Deal erscheint im beiderseitigen Interesse und somit wahrscheinlich. Bis Jahresende könnten die Aktienmärkte damit im Trend freundlich bleiben. Es ist ein gutes Zeichen, dass die Krisenmonate September und Oktober keine großen Aktieneinbrüche brachten.
- ➔ **Der US-Dollar hat sich im Gegensatz zur Markterwartung stabil entwickelt.** Trotz Zinssenkungen in den USA und vorerst Zinspause in Europa. Hintergrund für die Dollarstärke könnte der erwartete Boom für Stablecoins sein. Da Notenbanken des globalen Südens Stablecoins ausgeben, bedeutet dies Zuflüsse in den Dollar.

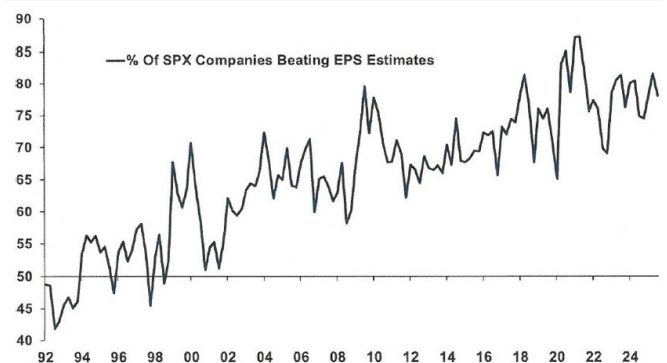


DR. JENS EHRHARDT
Herausgeber Finanzwoche

Die Hauptbörsenthemen sind einerseits die Berichtssaison für das dritte Quartal und andererseits die Allzeithochs bei Gold und Silber. Die US-Quartalsgewinne will man positiv herausstellen. 79% der bisher berichtenden Unternehmen gaben bessere Gewinne für das dritte Quartal bekannt als von der Investmentgemeinde geschätzt. Das klingt nach besonders guten Zeiten, aber wenn man die letzten 30 Jahre vergleicht, so ist diese "Überraschungszahl" seit 1992 von gut 40% ganz stetig auf heute ca. 80% und mehr gestiegen (siehe Chart). Das liegt aber nicht an schnellerem Gewinnsteigerungstempo, sondern an der Tatsache, dass die Unternehmen vor der Quartalsgewinnveröffentlichung ihre Gewinne so tief "downguiden" (nach unten anpassen), dass die dann veröffentlichten Gewinne eine positive Überraschung sind. Die staatliche Gewinnerfassung zeigte aber zuletzt für die US-Unternehmen insgesamt zwei Prozent Rückgang gegenüber Vorjahr. Dadurch dass nicht nur die Aktienindizes, sondern auch die veröffentlichten Unternehmensgewinne je nach Unternehmensgröße gewichtet sind (große Unternehmen beeinflussen die berichtete Gesamtgewinnveränderung wesentlich mehr als kleine) und dadurch dass die Unternehmen im historischen Rekordtempo ihre eigenen Aktien zurückkaufen (was zu höherem Gewinn pro Aktie führt), sehen die Zahlen also bei der Veröffentlichung weit besser aus, als die vom Staat veröffentlichten objektiven Gesamtgewinne. Aber auch die großen US-Häuser schätzen das Gewinnwachstum des S&P 493

(ohne die Magnificent 7) im dritten und vierten Quartal dieses Jahres als nur sehr tief einstellig prozentual, also nach Korrektur um Aktienrückkäufe und Gewichtung eher unverändert. Die positive Nachricht ist, dass die KI-abhängigen Unternehmen fast ausschließlich sehr hohe Gewinnsteigerungen berichten und sich in Wall Street praktisch alles um diese Aktiengruppe dreht.

Prozentsatz der S&P 500-Unternehmen, welche die Gewinnschätzung schlagen. Bessere Kommunikation oder Manipulation?



Quelle: Detlef Winckelmann, J.P. Morgan - auf LinkedIn

Die Börsenkapitalisierung der KI-abhängigen US-Aktien liegt jetzt bei knapp 30 Bio. \$, also in etwa die Hälfte des Marktwertes aller US-Aktien. Berücksichtigt man, dass KI-Aktien nur etwa acht Prozent des amerikanischen BIP entsprechen, sieht man die hohe Bewertung dieser Titel. Allerdings steigen auch die Gewinne im

KI-Sektor schneller als in allen anderen Branchen und die Magnificent 7 als weitestgehend KI-typische Aktien haben Gewinnsteigerungen von 20 bis 30%, wobei sich die Steigerungsraten im nächsten Jahr allerdings halbieren sollen. Dafür sind die Prognosen für die Nicht-Wachstumsaktien, also für den S&P 493 und vor allen Dingen für mittlere und kleinere Aktien, für das nächste Jahr sehr günstig. Für den RUSSELL 2000-Index mit seinen kleinen Aktien wird z.B. ein Gewinnzuwachs von deutlich über 10% erwartet. Der RUSSELL 2000 erreichte zuletzt als Nachzügler ein neues historisches Hoch.

Die heutige Börsenlage erinnert stark an das Jahr 2000. Einmal im Hinblick auf die Überbewertung der favorisierten Wachstumsaktien, andererseits auch durch die Vernachlässigung und vergleichsweise niedrigere Bewertung der Nicht-Wachstumsaktien. Ein Blick zurück auf die Zeit nach 2000 zeigt, dass in den folgenden zehn Jahren Wachstumsaktien oft schwach tendierten bzw. sogar im Durchschnitt jährliche Rückgänge aufwiesen, während preiswerte Titel, aber auch Rohstoff-Aktien und Value-Titel bis zum Beginn der Finanzkrise 2008 positiv abschnitten. Die Frage ist also, ob wir ähnlich wie 2000/2003 vor einer Phase rückläufiger Börse stehen und ob es neben einer in den Aktienindizes deutlich werdenden Korrektur der marktbestimmenden Aktien auch eine Erholung der bisher vernachlässigten kleineren Aktien geben wird. Also die Frage, ob sich die Situation nach 2000 wiederholt oder nicht.

Zunächst einmal bleibt festzuhalten, dass die heutige Börsensituation ähnlich wie 2000 Überhitzungserscheinungen aufweist. Die Kurs/Gewinn-Verhältnisse liegen auf hohem Rekordniveau, Aktien sind also sehr teuer. Das gilt nicht nur bezogen auf den Gewinn (Shiller PE Richtung 40), sondern auch die Substanz (Rekord-Kurs/Buchwerte von über 5 für den gesamten Markt) und für das Kurs/Umsatz-Verhältnis mit historischen Höchstbewertungen. Die hohen Kurs/-Umsatz-Bewertungen machen insofern Sinn, als heute die Gewinnmargen (Gewinn pro Umsatz) wesentlich höher liegen als in früheren Börsenphasen. Solche Höchstniveaus sind in Zukunft gefährdet, z.B. dann wenn die US-Unternehmen weiter den größten Teil der Trump'schen Importzölle übernehmen müssen.

Neben der gefährlich hohen Bewertung, zumindest für die indexbestimmenden Aktien, fällt auf, dass die Barreserven der globalen Aktienfonds auf ein historisches Tiefstniveau von 3,8% gefallen sind. In den USA sogar nur auf nur 1,3%. In den letzten sechs Wochen

stiegen z.B. unprofitable, mit Verlust arbeitende, Technologieaktien um nicht weniger als 60%. Dies ist ein klares Zeichen für einen sehr spekulativen Markt unter Vernachlässigung der Qualitätsaktien. Der US-Qualitätsaktienindex liegt heute auf dem niedrigsten Stand seit der Technologieblase des Jahres 2000.

Markttechnische Indikatoren wie schon lange relativ niedriges Put/Call-Ratio, Divergenzen zwischen Aktienindizes und A/D-Linie (die hinterherhinken), ein historischer Rekordstand an Börsenkrediten (allerdings nur in absoluten Zahlen, nicht im Verhältnis zum Börsenwert) mahnen zur Vorsicht. Aber nicht nur die Markttechnik gibt kurzfristig gefährliche Signale, auch die monetäre Situation hat sich zuletzt so verschlechtert, dass die US-Notenbank daran denkt, den Quantitative Tightening-Prozess zu beenden, also nicht mehr durch Anleiheverkäufe die Liquidität zu verknappen.

Bisher konnten die Banken fast unbegrenzt Liquidität schöpfen durch die sog. Reverse Repos. Durch diese Liquiditätsquelle gelang es den Banken, die Anti-Inflationspolitik der Notenbank in den letzten Jahren zu unterlaufen und hier dürfte auch der Hauptgrund liegen, warum die Notenbank diesmal nicht erfolgreich war, die Inflationsrate auf das Ziel von zwei Prozent zu drücken. Nun ist die Reverse Repo-Liquiditätsquelle allerdings versiegt. Entsprechend taubenhaft sind auch die jüngsten Kommentare des Notenbank-Chefs J. Powell, der bisher immer sehr vorsichtig in Sachen Zinsrückgängen war im Hinblick auf die wieder steigende Inflation. Zuletzt hat er aber klar gemacht, dass auf der nächsten FED-Sitzung am 29.10. mit einer 0,25%-Zinssenkung gerechnet werden kann.

Powell verfügt zwar zur Zeit über keine neuen volkswirtschaftlichen Zahlen, da die Staatsbediensteten im Zuge des Government Shutdowns vorübergehend entlassen wurden, aber Großbanken und Beige Book (nur noch 18% der Wirtschaftssektoren wachsen noch 43%) haben Hinweise auf weitere Konjunkturverschlechterung veröffentlicht. Powells Hauptargument für niedrigere Zinsen ist der verschlechterte US-Arbeitsmarkt. Die Verschlechterung der Arbeitsmarktzahlen ist umso beachtlicher als die Partizipationsrate am US-Arbeitsmarkt zurückgeht, viele ältere Arbeitnehmer aus dem Arbeitsprozess ausscheiden und die Zahl der "Mass Deportations" gestiegen ist.

Der Hauptgrund für diese verschlechterte Konjunktursituation (ohne Künstliche Intelligenz sind die USA

wohl in einer Rezession) geht wahrscheinlich auf den mit ca. zwei Prozent relativ hohen US-Realzins zurück. Zuletzt lag dieser Zins vor der Finanzkrise 2007 ähnlich hoch. In Europa liegt er nach den acht EZB-Zinssenkungen bei etwas über null, er könnte allerdings wieder steigen, wenn die europäische Inflationsrate zurückgeht, was wegen schlechter Konjunktursituation realistisch ist.

In den USA ist es dagegen vordringlich, die Zinsen zu senken, um das zurzeit negative Konjunkturmomentum außerhalb KI umzukehren. Besonders der für die Konjunktur wichtige US-Immobilienmarkt zeigt keine Belebung, auch im Hinblick auf den hohen Hypothekenzins von 6,3% (konventionelle Hypothek). Die Zahl der unverkauften Wohnungen im Vergleich zu potenziellen Wohnungskäufern steigt an.

Wie bestimmend die Immobilienkonjunktur für die Gesamtkonjunktur ist, zeigt das Beispiel China, wo Immobilienverkäufe und -preise weiter fallen, was entsprechend den Konsum drückt, was zu fehlender Konsumentenpreis-inflation geführt hat und auch die Produzentenpreise der Unternehmen seit 32 Monaten (zuletzt um -2,3% gegenüber Vorjahr) fallen lässt. Während der US-Immobilienmarkt durch die hohen Zinsen gedrückt wird, profitieren US-Finanzinstitutionen von den hohen Zinsen und dem Wiederaufblühen des Investment Banking (IPOs, Fusionen, Übernahmen). Die jetzt veröffentlichten Gewinne der großen US-Banken waren besser als erwartet.

Es boomt mit 20% Jahreswachstum auch das Geschäft im Bereich der Schattenbanken bzw. dem "Private Credit"-Markt. Hier geben nicht Banken, sondern Privatfirmen die Kredite. In diesem Sektor gab es allerdings zuletzt zwei spektakuläre Konkurse (First Brands und Tricolor) aus dem Transport- bzw. Autozuliefererbereich. Zuletzt titelte die britische Financial Times, dass diese Zusammenbrüche eine größere Gefahr für das US-Finanzsystem (nicht Europa wegen wenig Krediten in die USA) und die Börsen werden könnten. Die Intransparenz und die geringe Regulierung dieses Sektors machen Prognosen für diesen Teil des US-Finanzsystems schwierig. Oft beginnt Finanzwetterleuchten in Zeiten verschlechterter Liquidität und zu hoher Zinsen. Es ist deshalb realistisch, dass der Notenbankpräsident seinen bisherigen Widerstand gegen Zinssenkungen aufgibt. Die Frage ist, wie die Börse auf Zinssenkungen reagieren wird. Die Börsenphasen ab 2000 und

ab 2007 mit ihren Zinssenkungen haben damals gezeigt, dass zu spät kommende Zinssenkungen Börsenrückschläge nicht aufhalten können. Bekanntlich sind Zinssenkungen für die Börse nur dann positiv, wenn keine Rezession herrscht. Es kommt also sehr darauf an, wie sich in den nächsten Monaten die US-Konjunktur entwickelt. Hätte sich schon für die Gesamtwirtschaft eine Wirtschaftsabschwächung durchgesetzt, wäre dies aus historischer Perspektive für die Börsen ungünstig.

Ein positiver Faktor ist, dass Trump durch sein OBBB-Gesetz den Unternehmen ermöglicht hat, ihre Investitionen beschleunigt abzuschreiben, was zu Liquiditätsvorteilen für die Unternehmen führt. Hinzukommt, dass in den letzten Monaten Billionen an Versprechen von ausländischen Unternehmen gegeben wurden, Investitionen in den USA vorzunehmen. Neben den weiter steigenden hohen Investitionen der US-Unternehmen in Künstliche Intelligenz könnten Auslandsinvestitionen die US-Konjunktur im nächsten Jahr äußerst positiv unterstützen. Es muss also keineswegs so sein, dass wie nach der von vielen für vergleichbar gehaltenen Technologieblase 2000, die Börse jetzt jahrelang fällt. Es kann sein, dass die Gewinne der US-Unternehmen deutlich steigen und die Unternehmensgewinne in die teilweise sehr hohen Kurs/Gewinn-Verhältnisse hineinwachsen bzw. die Bewertungen untermauern. Solange die KI-Gewinne nicht fallen, sind die Voraussetzungen für eine KI-Blase noch nicht gegeben.

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.