

FINANZWOCHEN

INTERNATIONALE KONJUNKTUR- UND MARKTANALYSE SEIT 1974

KOMPAKT

ALLGEMEINER MARKTKOMMENTAR

- Ähnlich wie 2000: Bis zu 60% der US-Aktien lagen unter der 200-Tage-Linie, der breite Markt erholt sich aber.
- Putins Verhandlungswille wäre positiv für DAX.
- KI-Investitionen boomen, aber Gewinne bleiben unsicher. OpenAI-Finanzierung, Engpässe, Regulierung und günstigere chinesische KI erhöhen Risiken. Verbot chinesischer KI könnte aber KI-Aktien positiv beeinflussen.
- Realer US-Konsum und Immobilienmarkt sprechen gegen Zinserhöhungen.
- Brasiliens Wahl ließ Anleihekurse und Aktien steigen. Zehnjährige Titel rentieren knapp 13%. Stichwahl am 25.10. Wahrscheinlich gewinnt Bolsonaro.
- Gold leidet unter Realzinsen, Dollar und Liquiditätsbedarf. Sinkende Minenproduktion und wenige Neufunde stützen langfristig.
- Europas freie Cashflow-Rendite liegt über US-Rendite. Ölwerte profitieren von hohen Raffineriemargen. Freier Cashflow bei Ölkarten verdoppelt sich 2026.



DR. JENS EHRHARDT
Herausgeber Finanzwoche

Die Anleger sind weltweit heute nur auf ein einziges Investment-Thema so konzentriert wie seit der Jahrhundertwende nicht mehr. Nur selten gab es eine Konzentration von Anlegergeldern so einseitig ausgerichtet auf einen Bereich wie jetzt künstliche Intelligenz bzw. Technologieaktien. Der Rest des Marktes tendierte zuletzt abwärts, sodass zeitweise 60% der US-Aktien unter der 200-Tages-Linie und 80% unter der 50-Tages-Linie notierten. Die ausschließliche Konzentration der Anlegergelder auf Künstliche-Intelligenz-Titel beruht darauf, dass die Technologietitel die zehn größten Aktien darstellen, die im dritten Quartal 68% des Gewinnwachstums des S&P-500-Index darstellten (48% noch im zweiten Quartal).

Nur zwei Aktien (Micron und NVIDIA) machen zusammen über ein Drittel der Unternehmensgewinne im S&P-500 aus. Wie einseitig Konjunktur und Gewinnentwicklungen in den USA ausgerichtet sind, macht auch das Beispiel Datacenter deutlich. Während die Umsätze der amerikanischen Bauindustrie in den letzten zwölf Monaten insgesamt um 1,7% fielen, wurde in Datacentern eine Steigerung der Bauausgaben um über 73% gegenüber dem Vorjahr im August registriert. Dies demonstriert das extreme Wachstum im Bereich künstliche Intelligenz, aber auch die schwache Entwicklung im Rest der Wirtschaft. Entsprechend agieren die Anleger am Aktienmarkt und sind extrem einseitig in künstlicher Intelligenz positioniert.

Die große Frage ist, wie es in diesem die US-Konjunktur dominierenden Sektor weitergeht. Während oft Bedenken hinsichtlich eines Platzens der KI-Blase oder fehlender Aussichten für eine ausreichende Monetarisierung der KI-Investitionen geäußert werden, geht BAIN davon aus, dass die jährlichen Künstliche-Intelligenz-Investitionen bis 2031 auf jährlich 1,5 Bio. \$ steigen sollen. Das wäre ein jährliches Niveau, noch einmal ca. 50% höher als heute.

Parallel zu dieser höheren jährlichen Investitionssumme erwartet BAIN ein zu den Investitionen passendes Volumen von KI-Verkäufen von jährlich 6 Bio. \$. Das wären fast 20% des amerikanischen Bruttoinlandsprodukts und eine kühne Prognose. Auch hinsichtlich der volkswirtschaftlichen Auswirkungen der KI-Investitionen gehen die Prognosen weit auseinander. US-Zentralbankpräsident Kevin Warsh geht zum Beispiel davon aus, dass die Auswirkungen der Künstliche-Intelligenz-Investitionen schnell zu deflationären Effekten führen werden, mit entsprechend günstigen Auswirkungen auf die dann niedrigere Inflationsrate. Andere FED-Mitglieder prognostizieren wiederum durch die erhöhten KI-Investitionen in absehbarer Zeit höhere Inflationsraten. Die Prognosen hinsichtlich Größe, zukünftiger Monetarisierung (also Gewinnerzielung) durch künstliche Intelligenz sowie Auswirkungen auf die Volkswirtschaft gehen weit auseinander.

Zuletzt gab es für die Optimisten allerdings einen herben Dämpfer. Die zentrale KI-Gesellschaft OpenAI, für die Investoren bisher aufgrund der Monatsumsätze (aber von Gewinnen redet man nicht) einen jährlichen Bruttoumsatz von 70 Mrd. \$ erwarteten, veröffentlichte die erwartete Jahresumsatzrate (netto) aufgrund des Wachstums und des laufenden Monatsumsatzes von 50 Mrd. \$. 2025 betrug der Jahresumsatz 13 Mrd. \$. Solche vernichtenden Zahlen führten kurzfristig zu Nervosität am Markt.

Im Bereich der Zirkelinvestitionen, wo Unternehmen in andere Gesellschaften investieren, damit sie die eigenen Produkte des investierenden Unternehmens kaufen, hat sich OpenAI allein bei Oracle und Broadcom mit zusammen knapp 440 Mrd. \$ finanziell engagiert. Die außerbilanzmäßigen potenziellen Verbindlichkeiten bei OpenAI sollen bei über einer Bio. \$ liegen und das Ganze bei jetzt 50 Mrd. \$ Jahresumsatz (ohne Gewinnperspektive). Wenn man dann sieht, dass nicht nur solche extremen Finanzhebelungen gegeben sind, sondern auch potenzielle Risiken für die Verwirklichung der angestrebten Investitionen durch Engpässe bei Zulieferungen von Elektrizität und Wasser oder behördlichen Genehmigungen gegeben sind, fragt man sich zusätzlich, wie sicher Künstliche-Intelligenz-Investitionen am Aktienmarkt sind.

Vor diesem Hintergrund fragt man sich auch, ob es tatsächlich zum Börsengang (IPO) von Anthropic, der neben OpenAI wichtigsten KI-Gesellschaft, kommen wird. Da mehrere große börsennotierte KI-Unternehmen in ihren Quartalsberichten bereits bis zur Hälfte der Gewinne kommend aus der Höherbewertung von Anthropic ausweisen, dürften viele KI-Gesellschaften ein Interesse haben, dass Anthropic tatsächlich, wie angekündigt, Mitte November erfolgreich an die Börse geht. Zuletzt zog allerdings eine NVIDIA nahestehende australische KI-Gesellschaft (Firmus) einen 5-Mrd.-\$-IPO bei einer Börsenbewertung von 30 Mrd. \$ wieder zurück. Zuletzt hatten schon andere Wachstumsaktien ihre IPO-Pläne gestrichen. Man kann also gespannt sein, ob der Anthropic-IPO im November wirklich gelingen wird. Bei den zuletzt gestrichenen Börsengängen spielt sicherlich neben der allgemeinen Unsicherheit über das weitere Wachstum der KI-Branche auch der Zinsanstieg eine Rolle.

KI-Unternehmen müssen sich zunehmend mangels ausreichenden eigenen Cashflows über Anleiheemissionen finanzieren, was neben der anhaltend hohen US-Staats-

verschuldung der Hauptgrund für die gestiegenen US-Anleihezinsen ist. Auch eine Ausweitung des Iran-Kriegs nach den Zwischenwahlen könnte ein Zinsinflussfaktor sein. Große US-Kriege wie der Vietnamkrieg haben in der Vergangenheit durch die Belastung des Kapitalmarktes und steigende Ölpreise (Ölkrise) heftige Aktienbaisse (1973–74) ausgelöst. Eigentlich müsste das heute real hohe Zinsniveau (ähnlich wie vor der Finanzkrise) die Wirtschaft bremsen und damit auch zu Zinsrückgängen führen. Es ist also nach wie vor realistisch, dass 2027 ein Jahr mit schwächerer Konjunktur, international, aber auch rückläufigen Zinsen und damit ein relativ gutes Bond-Jahr wird. Die zuletzt gute Nachfrage nach US-Staatsanleihen, aber auch Unternehmensanleihen könnte ein erster positiver Hinweis sein. Unternehmensanleihen wie zum Beispiel von Meta bringen bei mittleren Laufzeiten circa 6% Rendite, was ein 25-Jahres-Hoch bei der Rendite darstellt.

Wichtig bei der für den Aktienmarkt entscheidenden Zinsprognose ist die zukünftige Politik der amerikanischen Zentralbank. Allgemein wird damit gerechnet, dass die Zinsen zwar nicht im Oktober kurz vor der Zwischenwahl angehoben werden, wohl aber bei der darauffolgenden Zinssitzung im Dezember. Darüber hinaus rechnet der Markt noch mit ein bis zwei Zinserhöhungen im kommenden Jahr. Nach der hier wiederholt geäußerten Meinung erscheint dies aber volkswirtschaftlich eher unwahrscheinlich. Die US-Baubranche leidet schon heute erheblich unter dem hohen Zinsniveau mit Hypothekenzinsen von knapp 7,5%. Entsprechend gehen nicht nur die Kredite für neu gekaufte Immobilien, sondern auch für Hypothekenrefinanzierungen mit entsprechend negativen Auswirkungen auf den Konsum deutlich zurück. Aber auch generell zeigt die US-Konjunktur im wichtigsten Konjunktursektor, dem Konsum, breite Schwächezeichen, auch wenn die K-förmige Konjunktur in diesem Sektor (Reiche konsumieren weiter) anhält. Es ist also durchaus möglich und nach Meinung der FINANZWOCHE realistisch, dass es zu überhaupt keinen weiteren Leitzinserhöhungen mehr kommen wird.

Im Gegensatz zur Schwäche an den Bond-Märkten der G7-Länder (in den letzten Jahren herrschte die schlechteste Anleiheentwicklung in der internationalen Bond-Geschichte) haben sich die Anleihen der Schwellenländer (Emerging Markets) besser gehalten. In China steuert die Rendite der zehnjährigen Staatsanleihen zum Beispiel schon wieder auf den Tiefstand des letzten Jahres von knapp 1,6% für zehnjährige Titel zu. Hin-

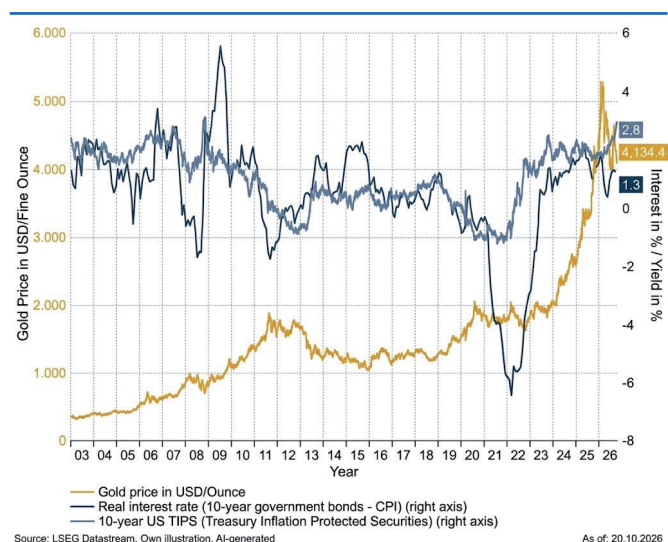
tergrund ist einerseits die jedenfalls im historischen Vergleich schwache Wirtschaftsentwicklung (zuletzt 4,3% gegenüber dem Vorjahr) und die niedrige Inflation (pendelte in China um null und war zuletzt bei 0,9%). Andere Länder wurden gestützt durch sehr gute Wirtschaftsentwicklung wie Korea oder Taiwan.

Zuletzt zog der brasilianische Anleihe- und Aktienmarkt internationale Aufmerksamkeit auf sich durch die Wahlen. Entgegen allen Prognosen konnte im ersten Wahlgang kein Sieg von Präsident Lula verzeichnet werden. Der Herausforderer Bolsonaro (Sohn des früheren Präsidenten) erhielt 2% mehr Stimmen als Lula. Die Stichwahl am 25.10. entscheidet, wer Präsident wird. Die Wahrscheinlichkeit, dass der konservative und amerika-freundliche Bolsonaro gewinnt, ist ungewöhnlich hoch, da bei der ersten Wahl circa 7% der Stimmen auf noch konservativere Kandidaten als Bolsonaro entfielen, die Lula auf keinen Fall wählen dürften. Nach dem ersten Wahlgang fielen am folgenden Montag die Renditen für brasilianische Staatsanleihen um gut 1% beziehungsweise die Kurse stiegen um 10%, sodass die Rendite für zehnjährige Titel jetzt noch bei knapp 13% liegt.

Brasilien hat damit nach Inflation die höchste Realrendite am Weltanleihenmarkt (die brasilianische Inflation liegt bei 4,6% mit mittelfristig fallender Tendenz). Aber auch der brasilianische Aktienmarkt zog deutlich an (besonders zinssensitive Finanztitel und Energie-Aktien wie die staatliche börsennotierte Petrobras). Während der Aktienmarkt sein bisheriges Hoch vom März dieses Jahres deutlich überwinden konnte, zog auch die brasilianische Währung an. Selektive Engagements am Aktienmarkt und Käufe am Staatsanleihenmarkt werden mit einem weiteren Kurspotenzial von circa 10% von Brasilien-Experten eingestuft.

Eine Beruhigung an den internationalen Bond-Märkten könnte positive Auswirkungen auf den Goldpreis haben. Neben dem extremen Überoptimismus vom Januar (gleich markttechnisches Verkaufssignal) belastete in diesem Jahr der stetige Anstieg der Realzinsen im Dollarraum. Aber auch der Anstieg des Dollars selbst ist in der Regel ein Gegenwind für den Goldpreis. Langfristig hat der Goldpreis die höchste Korrelation mit dem Realzins. Es gibt aus markttechnischer Sicht Indikatoren, die schon wieder Pessimismus bzw. weniger Optimismus z.B. am Goldoptionsmarkt für den Goldpreis signalisieren, andererseits aber auch so langen, anhaltenden Optimismus wie selten zuvor, was aus markttechnischer Sicht noch negativ sein könnte.

Gold vs. zuletzt steigender Realzins.



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.finanzwocche.de, E-Mail: info@finanzwocche.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.