

FINANZWOCHE

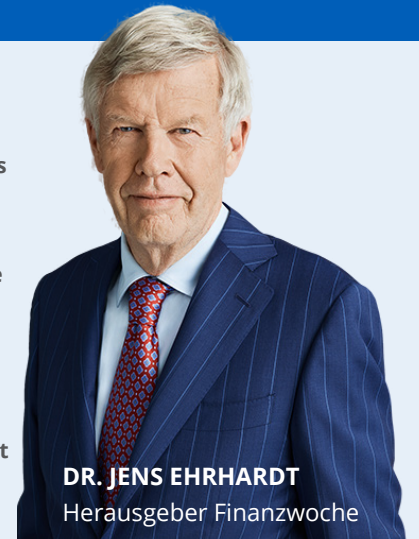
50 Jahre

INTERNATIONALE KONJUNKTUR- UND MARKTANALYSE SEIT 1974

KOMPAKT

ALLGEMEINER MARKTKOMMENTAR

- ➔ Nach bestem Oktober für S&P 500 seit langem droht im November eine Reaktion. Markttechnik ist überhitzt (83% Optimisten für Nasdaq, bzw. 100,83% Investitionsquote der NAAIM-Fondsmanager). Die niedrigen freien Bankreserven kündigten Probleme an. FED musste 30 Mrd. \$ Liquidität einschießen. Reverse-Repo-Fazilität als Liquiditätsquelle erschöpft. Weiteres Problem: Zölle-Gerichtsentscheid.
- ➔ Ein Platzen der KI-Blase zum jetzigen Zeitpunkt erscheint trotzdem unrealistisch. Die großen US-Techunternehmen steigern ihre Investitionen auch 2026 auf 3-stellige Mrd. Dollar. Allerdings wird die US-Konjunktur nur von KI angetrieben. Der Rest der US-Wirtschaft könnte sich schon in einer Rezession befinden.
- ➔ Zinssenkung im Dezember (Wahrscheinlichkeit zuletzt allerdings von 94% auf 67% gesunken) dürfte bei weiterer Verschlechterung der Wirtschaftsdaten realistisch sein. Daten fehlen wegen Shutdown (ab Mittwoch der längste der Geschichte). Macht Rezession wahrscheinlicher. Dollar hält sich erwartungsgemäß stabil.
- ➔ Edelmetalle weiterhin konsolidierungsbedürftig. Aber keine Baisse.



DR. JENS EHRHARDT
Herausgeber Finanzwoche

Die Weltbörsen spekulieren auf zwei gute Jahresendmonate, nachdem die traditionellen Problemmonate September und Oktober gemeistert wurden. Tatsächlich sind November und Dezember traditionsgemäß gute Börsenmonate. Die Haupteerschütterungen für die Weltbörsen waren in diesem Jahr bisher weniger die sonst entscheidenden monetären Ereignisse, sondern Trumps Wirtschaftskrieg. Zuletzt haben sich die monetären Kursbestimmungsfaktoren für die US-Börse allerdings verschlechtert. Deutlich wird dies an den niedrigsten freien US-Bankreserven seit 2020. Liquiditätsverschlechternd wirkt auch die Aufstockung des Kontos beim US-Schatzamt, das Liquidität aus dem Bankensystem zieht. Hier wurde wiederholt auch gezeigt, dass zuletzt die Möglichkeiten des US-Bankensystems, Liquidität durch sogenannte Reserve-Repos zu ziehen, auf faktisch Null gesunken waren (eine Liquiditätsquelle von über 2 Bio. Dollar in den letzten Jahren). Fortgesetztes quantitative tightening (Anleiheverkäufe) hatte die US-FED-Bilanzsumme in den letzten drei Jahren um ca. ein Viertel schrumpfen lassen. Die akute Liquiditätsanspannung im US-Bankensystem führte dazu, dass die Notenbank kurzfristig ca. 30 Mrd. Dollar Liquidität zuführen musste. Monetäre Faktoren könnten Wall Street damit kurzfristig bremsen.

Im April hatten die Börsen einen weltweiten Konjunktüreinbruch als Folge der Trumpzölle vermutet, inzwischen stellt sich heraus, dass die Zölle die USA

mit einer Jahresrate von ca. 300 Milliarden Dollar bereichern und die Ängste, dass die Zölle voll an die US-Konsumenten weitergegeben werden und die Inflation massiv ansteigt, haben sich nicht bewahrheitet. Im Gegenteil, die Börsen blicken verhalten optimistisch auf 2026 und erwarten weitere Zinssenkungen in den USA. Im optimistischen Fall im Dezember, Januar und März. FED-Chef Jay Powell hat zwar klargemacht, dass die Notenbankentscheidungen weiterhin datenabhängig bleiben und keine automatische Zinssenkungsserie begonnen hat. Aber vor dem Hintergrund schwacher US-Wirtschaftszahlen zweifelt kaum jemand daran, dass Powell wie seit Monaten zunehmend taubenhaft, also als Befürworter von Zinssenkungen, handeln wird (Wahrscheinlichkeit 67%).

Mangels Wirtschaftszahlen (der US-Shutdown ab Mittwoch der längste in der US-Wirtschaftsgeschichte) konzentrieren sich die Konjunkturprognostiker auf das veröffentlichte Beige Book. Hier war zuletzt zu lesen, dass der Anteil der US-Wirtschaft, in dem weiterhin Wachstum zu beobachten war, in den letzten sechs Wochen von 43% auf 18% einbrach. Am Jahresanfang war noch 100% der US-Wirtschaft mehr oder minder stark gewachsen. Zuletzt hatte es im Zuge von Covid vergleichsweise Einbrüche gegeben. Wirtschaftsaktionen, die von Regierung und Notenbank eine entsprechende Wende nach oben wie 2020 nach Covid einleiten, sind aber nicht realistisch. Auch wenn der

vermögendere Teil der Amerikaner weiter im Konsum erstaunlich „resilient“ (= widerstandsfähig, das neue US-Mode-Wort) ist, so verschlechtert sich die Situation der weniger vermögenden Amerikaner ständig. Die K-förmige Konjunktur läuft zunehmend auseinander, was die US-Notenbank wahrscheinlich schon im Dezember zu einer neuen Zinssenkung veranlassen wird.

Die US-Kerninflationsrate (20% Güter, 40% Service, 40% Shelter (Mieten)) liegt zwar weiterhin bei ca. 3% und die normale Inflationsrate CPI ermäßigte sich gegenüber Vorjahr nur um 0,1%, aber die Notenbank erscheint gezwungen, sich mehr um Konjunkturstimulierung und Arbeitsmarkt zu kümmern, als um Inflationsbekämpfung. In Europa ist Inflation ohnehin (außer im Servicebereich) kein Problem. Mit Teuerungsraten besonders in Frankreich und Italien deutlich unter der 2%-EZB-Zielgröße und im Durchschnitt für die EU-Länder fast genau auf der Zielgröße von 2%, spricht entgegen den Äußerungen der EZB viel dafür, dass die Zinsen in der EU noch ein- bis zweimal auf wahrscheinlich 1,5% gesenkt werden.

In diesem Jahr haben Vorzieheffekte (um US-Zöllen zuvorzukommen) die Konjunktur in Europa gestützt, dies ist nun aber vorbei und die negativen Auswirkungen der Trump-Zölle auf Europa werden voraussichtlich stärker sein, als die meisten Konjunktur-Propheten heute annehmen. Im nächsten Jahr laufen die dreistelligen Milliarden-Unterstützungen (im Falle Italien 190 Mrd. Euro) im Zuge des New Generation-Programms aus (eigentlich eine Umverteilung in Europa von Norden nach Süden). Dann dürfte die bisher relativ gute Konjunkturentwicklung in Ländern wie Italien und Spanien (trotz dort wesentlich intelligenterer Energiepolitik) weitgehend vorbei sein.

Entwarnung für den Welthandel (besonders USA/China) gab es nach dem jüngsten Trump-Treffen mit Präsident Xi. Die einem de facto Exportstopp für seltene Erden gleichkommende chinesische Regelung wird ein Jahr lang aufgeschoben bzw. ausgesetzt. China kauft auch wieder – so das Xi-Versprechen – ähnliche Sojabohnenmengen wie in den letzten Jahren, und auch andere südostasiatische Länder haben sich zum Sojabohnenkauf in den USA verpflichtet (um nicht zollmäßig bestraft zu werden).

Die schlechten Konjunkturaussichten für Europa und speziell Deutschland liegen daran, dass der Kontinent

seinen früher großen Einfluss auf die Weltkonjunktur selbst verspielt hat. Zu DM-Zeiten mussten die Amerikaner z.B. noch beim deutschen Bundesbank-Präsidenten anrufen, wenn sie Zinsänderungen vornehmen wollten. Heute interessiert man sich in Washington nicht mehr dafür, welche Wünsche die EU hat und wenn der deutsche Außenminister seine Direktiven geben will (wie sich zum Beispiel China gegenüber Russland verhalten sollte), interessiert sich in Peking niemand dafür und er muss seine Reise wegen mangelnder, wichtiger Gesprächspartner absagen.

Europa benimmt sich zwar so wie in bester kolonialer Tradition, aber durch selbst verschuldete massive Politikfehler hauptsächlich in grüner Politik verliert man am Weltmarkt ständig Marktanteile. Deutschland und Europa geben lieber Geld für einen immer weiter aufgeblasenen Sozialstaat und Krieg aus, während die USA die Welt nicht in Gut und Böse unterscheiden, sondern "Deals" machen, die ihrer Wirtschaft nutzen und in den nächsten Jahren zu Billionen Investitionen der Ausländer in den USA führen werden. Die USA investieren in moderne Technologie und Digitalisierung, während Europa Billionen in Sozialstaat und Krieg pumpt. Es besteht wohl wenig Zweifel daran, dass die Konjunktur und die Börsen in den USA in Zukunft besser laufen werden als in Europa.

2025 stieg allerdings der – in Dollar gerechnete – Weltbörsenindex ohne USA mit 26% besser als die Wall Street, wo die Notierungen 16% in diesem Jahr bis heute zulegten. Die Aktienmärkte außerhalb der USA profitierten dabei hauptsächlich nicht von Gewinnsteigerungen, sondern von einem Anstieg der Kurs/Gewinnverhältnisse um 15-20%, während es in den USA nur eine PE-Verbesserung von knapp 22 auf fast 24, also um 8% gab. Die Verschiebung der Anlegergunst in diesem Jahr spiegelte sich auch in der Währung, wobei die Kapitalströme den Dollar so weit drückten, dass von dem S&P-Anstieg in diesem Jahr von plus 16% (gleichgewichtet kaum plus) währungsbereinigt auf Euro-Basis nicht viel übrig blieb.

Ein dauerhaft besseres Abschneiden von Europa-Börsen oder dem Euro ist keine ausgemachte Sache. Seit 2011 stieg der Gewinn beim MSCI Aktienindex USA bis heute 151% mehr als beim MSCI AC Weltaktienindex ohne USA. Auch in diesem Jahr steigen die Gewinne in den USA deutlich mehr (Schätzung 9%) als in Europa oder weltweit. Die Gewinne für den MSCI AC Weltaktienindex ohne USA werden mit plus 4% erwartet, wobei

ähnlich wie in den USA eine Handvoll Großunternehmen dafür gesorgt hat, dass dieser Wert im Plus liegt.

In den USA geht der Gewinnanstieg fast ausschließlich auf die großen Tech-Unternehmen zurück, während volkswirtschaftliche Gesamtgewinnzahlen nach der letzten Statistik sogar leicht im Minus liegen. Für das Gesamtjahr 2025 rechnet man in den USA mit einem S&P-Gewinnanstieg von 9%, was aber weitestgehend auf die großen Tech-Unternehmen zurückgeht. Wie bedeutend diese Unternehmen geworden sind, zeigen die NVIDIA-Zahlen. Die Börsenbewertung liegt dort bei inzwischen über 5 Bio. Dollar. Zum Vergleich: die Summe aller Aktien beträgt in Deutschland ca. 2 Bio. Dollar.

NVIDIA erwirtschaftet diese Leistung mit 36.000 Mitarbeitern weltweit. Diese Mitarbeiter werden an der Börse also höher bewertet als das gesamte deutsche Bruttoinlandsprodukt, bzw. Deutschland mit über 80 Mio. Menschen. Derartige wirtschaftliche Erfolge sind nur möglich, wenn man in einer freien Marktwirtschaft mit Staatsunterstützung weltweite Spitzentechnologie produziert, auf die alle anderen (inkl. China) angewiesen sind. Während man sich in Deutschland um Fahrradwege in Entwicklungsländern oder feministische Außenpolitik in Afrika kümmert, haben die Amerikaner den Staatsmonopolkapitalismus perfektioniert. Europa ist zu einer digitalen Kolonie der USA geworden. Obwohl in Handelsgesprächen immer von den hohen Exportüberschüssen des früheren Exportkontinents Europa die Rede ist, fällt den meisten Beobachtern nicht auf, dass die Defizite Europas im Sektorservice gegenüber den USA zuletzt bei jährlich 133 Mrd. Dollar lagen. Europa ist durch völlig falsche Politik zu einer Kolonie der USA geworden, nicht dagegen China.

Trump macht also eine Politik im Sinne der US-Bevölkerung, zumindest was die obere Hälfte anbelangt. Die Folgen der Zollpolitik werden für viele Unternehmen in den USA positiv sein, auch steigen die Unternehmensgewinne durch Steuersenkungen. Die Folge der auf Amerika zukommenden Investitionswelle des Auslands wird für die gesamte US-Konjunktur positiv sein. Das alles dürfte die Wall Street im kommenden Jahr bei dann niedrigeren Leitzinsen positiv beeinflussen. Zwar sind Aktien heute historisch gesehen teuer und es wird viel gesprochen von einer Blase in der Bewertung der Wachstumsunternehmen. Aber vorläufig wird mehr von Blase geredet in den Medien, als dass die Fakten bei den Wachstumsunternehmen Schwäche zeigen. Allerdings besteht eine gefährliche Konzentration in "AI-related-stocks" (Künstliche-Intelligenz-Titel). Im S&P 500 sind dies 41 Aktien, bzw. 8% der Titel. Sie haben eine Marktkapitalisierung von 47% des gesamten Indexes. Die anderen 459 Aktien haben eine Marktkapitalisierung von 53% des Indexes. Wenn man bedenkt, dass die AI-Aktienkurse zuletzt stärker gestiegen sind als die AI-Gewinne, ein markttechnisches und fundamentales Gefahrensignal im Hinblick auf eine kurzfristige Korrektur.

Unternehmen wie Meta werden in diesem Jahr ihre hohen zweistelligen Milliarden-Dollar-Investitionen stellenweise verdoppeln und haben für das nächste Jahr sogar noch weitere Steigerungen auf über 100 Mrd. Dollar vorausgesagt. Auch Google steigerte die Investitionen im dritten Quartal um 83% auf 24 Mrd. Dollar, Microsoft erhöhte im letzten Quartal auf 35 Mrd. Dollar, was 74% Anstieg bedeutet, und kündigte noch höhere Steigerungen für das nächste Jahr an. Amazon investierte in diesem Jahr schon fast 90 Mrd. Dollar und will im Gesamtjahr 125 Mrd. Dollar investieren. Der Konjunkturschub hält also vorläufig noch unvermindert an.

IMPRESSUM

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