

FINANZWOCHE

INTERNATIONALE KONJUNKTUR- UND MARKTANALYSE SEIT 1974

KOMPAKT

ALLGEMEINER MARKTKOMMENTAR

- ➔ Der Börsenrücksetzer ist Folge der verschlechterten monetären Situation im US-Bankensystem. Obwohl die Wahrscheinlichkeit für eine US-Zinssenkung im Dezember seit 15.10. von 97% auf unter 50% gefallen ist, dürfte sie aus Liquiditätsgründen kommen.
- ➔ Psychologisch ist die Wall-Street-Stimmung durch Angst vor einem Platzen der AI-Investitionsblase geprägt. Überkapazitäten bei Rechenzentren sind aber 2026 nicht realistisch, weshalb eine echte Baisse vorerst unwahrscheinlich ist.
- ➔ Die US-Hedgefonds sind im großen Umfang in Künstliche-Intelligenz-Aktien short. Aus markttechnischer Sicht gibt es für diese Titel also deutliches Kurserholungspotential bei Eindeckung der Leerverkäufe.
- ➔ 2025 ist ein viel schlechteres Börsenjahr als die Aktienindizes widerspiegeln. US-Median-Aktienindex ist nicht gestiegen (gleich viele Aktien gefallen wie gestiegen). Bitcoin inzwischen unter Jahresanfang (Kursverluste vom Hoch ca. 1,1 Bio. \$).
- ➔ DAX setzt auf 200-Tageslinie auf und sollte Widerstand finden. Median-DAX in diesem Jahr nur 7% gestiegen, MDAX 10%. S&P 500 noch 10% über 200-Tagelinie.



DR. JENS EHRHARDT
Herausgeber Finanzwoche

Nach einem erfreulichen Oktober (der schon eine Jahresendrallye vorwegnehmen wollte) erweist sich der November als schwierig. Die große Frage ist, ob es überhaupt noch zu einer Jahresendrallye kommen kann. Der theoretische Saisonrhythmus der Aktienmärkte mit seinem Hoch im Frühjahr und seinem Tief im Herbst ist zwar nicht zwingend, hat aber auf lange Sicht im Durchschnitt in der Wirklichkeit sehr viel Ähnlichkeit mit diesem Muster. Tatsächlich gibt es nur zwei Baissen (1961 und 1980), die in den beiden letzten Monaten eines Jahres begonnen hätten. Aus dieser Sicht sollte der Dezember per Saldo nicht enttäuschen. Was für eine Jahresendrallye spricht, ist der starke Rückgang einiger kurzfristiger Stimmungsindikatoren (Fear & Greed zuletzt teilweise auf 10). Allerdings sind andere Stimmungsindikatoren (wie zum Beispiel rekordtiefe Barreserven, geglättete Put/Call Ratios, Börsenbriefe, Insiderverkäufe und Anlegerinvestierungsgrad) wenig günstig. Auch das bis vor kurzem an vielen Börsen zu beobachtende Missverhältnis zwischen steigendem Index und kaum steigender Advance/Dcline-Linie (sogar neues Tief in Deutschland) spricht nicht für eine bevorstehende deutliche Aktienaufwärtsbewegung auf breiter Front.

Es ist erstaunlich, wie gut sich die Aktienmärkte international in diesem Jahr bis vor kurzem gehalten haben trotz der zahlreichen Gegenwinde. Die Geopolitik hat zumindest vorübergehend zu einem Maximum

an Unsicherheit der Investoren geführt. Die sonst im Zuge der Leitzinssenkungen steigenden Anleihekurse sind in diesem Jahr (außer im geringen Maße in den USA) ausgeblieben: die Langfristzinsen sind höher als am Jahresanfang. Hintergrund dürfte die Erwartung sein, dass die Notenbanken nur wenig bereit sind, den schmerzlichen Prozess einer Inflationssenkung auf zwei Prozent anzugehen. Die Stützung der Konjunktur durch die Notenbanken hat inzwischen klaren Vorrang vor der Bekämpfung der eigentlich immer noch zu hohen Inflation (besonders in den USA). Solche heutigen Tendenzen der Notenbanken – im Gegensatz zu früheren Zyklen – frühzeitig und dann übermäßig zu lockern sorgt bei den Anlegern für wachsende Vorsicht, sich in langfristigen Anleihen zu engagieren. Während die längerfristigen Aussichten für Bonds wenig attraktiv erscheinen, ist es verständlich, dass die Anleger sich trotz diverser Unsicherheiten mehr dem Aktienmarkt als dem Anleihemarkt zugewendet haben.

Optimismus herrscht an den Aktienmärkten hinsichtlich der zukünftigen Gewinnentwicklung. In den USA rechnet man im kommenden Jahr mit über zehn Prozent Gewinnsteigerung und in Europa mit acht Prozent. Ähnliche Erwartungen wurden allerdings auch vor einem Jahr gehegt. Inzwischen sieht die Situation weniger günstig aus. In Europa dürften die Gewinne überhaupt nicht gestiegen sein und in den USA muss man stark differenzieren zwischen den großen Wachstumsunter-

nehmen, deren Gewinne deutlich zweistellig gestiegen sind, und dem gesamten restlichen Aktienmarkt, wo die Gewinne kaum gestiegen sind.

Ähnlich differenziert wie bei den Gewinnen geht es am US-Aktienmarkt zu. Zwar liegt der S&P 500 gut 12% über Jahresanfang (der Dollar allerdings fast so viel tiefer), aber wenn man die Median-Steigerung des S&P 500 zugrunde legt, ist Wall Street in diesem Jahr mit gut 1% fast nicht gestiegen. Die Median-Messmethode reiht die Kurssteigerungen der 500 S&P-Unternehmen nacheinander auf. Bei einem derartigen Durchzählen nach der Höhe der Kursverbesserungen in diesem Jahr ergibt sich, dass die erste Hälfte der S&P 500-Aktien in diesem Jahr nicht gestiegen ist bzw. rückläufig war (von 1-250) und die zweite Hälfte gestiegen ist. Da zu dieser besseren Hälfte auch die im Index hochgewichteten Wachstumsaktien gehören ergibt sich für den gewichteten S&P 500-Index insgesamt ein Anstieg von 12% und für den Russel 2000 von 2% in 12 Monaten.

Die Konzentration auf ganz wenige Aktien, die zum Indexanstieg geführt haben, führt dazu, dass es für den Anleger, ganz gleich, ob privat oder institutionell, schwierig ist, auch nur halbwegs in der Wertentwicklung mit dem Indexanstieg mitzukommen, da sehr große Konzentrationen in einzelnen Aktien für Institutionen verboten sind und für Privatanleger wegen des erhöhten Risikos (fehlende Streuung!) zu gefährlich erscheinen. Entsprechend der schlechten Median-Entwicklung der US-Aktien schneidet auch der ungewichtete S&P 500-Index schon seit Langem beträchtlich schlechter ab als der gewichtete S&P 500. Deutlich wird diese schwache Marktbreite auch an der Tatsache, dass die Anzahl der US-Aktien über ihren Durchschnittslinien (50 Tage oder 200 Tage) seit Längerem gegenüber der Indexentwicklung schwach aussieht. In der Vergangenheit war dies ein Zeichen einer bevorstehenden Marktkorrektur. Midterm-Jahre wie 2026 waren immer besonders schwankungsreich.

In Aufwärtsbewegungen an der Börse zeigt sich bei Statistiken, die bis zum Jahr 1960 zurückreichen, dass in einer Aufwärtsbewegung 60% des Indexzuwachses begründet wird durch Gewinnsteigerung der Unternehmen und 40% durch eine Ausdehnung der Kurs/Gewinn-Verhältnisse. In Baisse-Entwicklungen in diesem Zeitraum waren 80% der Indexverluste durch Schrumpfung der Kurs/Gewinn-Verhältnisse bedingt und nur 20% durch Schrumpfung der Gewinne. Hier spiegelt sich auch, dass es in den oft längeren Hausse-

Phasen an der Börse langsam aufwärts geht und in Baisse-Phasen durch Schrumpfung der Kurs/Gewinn-Verhältnisse schneller abwärts. Wenn es in einer Aufwärtsentwicklung aus den beschriebenen Gründen aufwärts geht (die Hausse resultiert aus der Hochsetzung der Bewertungsmultiples für teure Wachstumsaktien) ist es besonders ärgerlich, wenn dann eine schnelle Baisse auf breiter Front durch deutliche Schrumpfung der Kurs/Gewinn-Verhältnisse folgt. Auch aus diesem Grund dürfte in letzter Zeit die Vorsicht der Anleger stark gestiegen sein.

Beim Fear-and-Greed-Börsenbarometer stieg der Angstanteil zuletzt bis auf 90% bzw. der Gier-Anteil fiel bis auf ca. 10%. Einerseits notieren viele Aktienindizes besonders in den USA, Europa und Japan nahe ihren historischen Hochs, aber wie schon die Median-Betrachtung zeigt, macht die Breite des Aktienmarktes diesen Aufschwung nicht mit.

Tatsächlich zeigen die Konjunkturbarometer in den USA weiter abwärts und zeigen in Europa nur wenig Belegungstendenzen (europäisches BIP im dritten Quartal +0,2% gegenüber Vorquartal). In den USA wird es auch nach Beendigung des längsten Shutdowns in der US-Geschichte (43 Tage) dauern, bis die Konjunkturindikatoren vollständig vorliegen. Einige Vergangenheitszahlen werden nie veröffentlicht werden. Am Donnerstag kommen die offiziellen Arbeitsmarktdaten (für September!). Die Zahlen von privaten Instituten weisen auf weitere Konjunkturschwäche hin. So ist z.B. die Anzahl jener Amerikaner, die ihre Raten bei Autokrediten pünktlich zahlen, auf ein historisches Tief gesunken bzw. die Anzahl der säumigen Zahler auf sechs Prozent gestiegen. Die inoffiziellen Arbeitsmarktzahlen, z.B. von privaten Zeitarbeitsfirmen, zeigen eine anhaltende Verschlechterung.

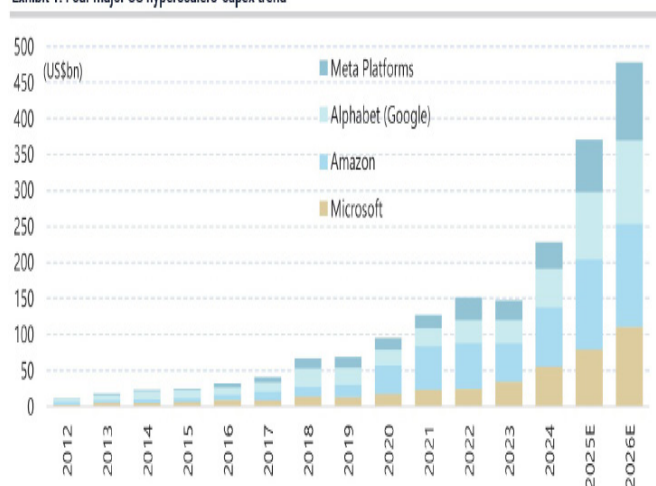
Es ist erstaunlich, dass vor diesem Hintergrund die Wahrscheinlichkeit für eine Zinssenkung im Dezember von praktisch 100% auf unter 50% gefallen ist. Hintergrund könnte sein, dass in der Bevölkerung die Unzufriedenheit mit den schon wieder leicht steigenden Inflationsraten gestiegen ist. Allerdings dürfte der Hauptgrund für die US-Konjunkturabschwächung in der Tatsache liegen, dass der reale US-Zins immer noch deutlich höher liegt (trotz der bisherigen vier Zinssenkungen) als in Europa oder Japan. Während der Realzins in Europa null, in Japan weiter negativ und in China nach dem jüngsten Inflationsanstieg leicht gewachsen ist, liegt der Realzins in den USA noch bei fast 1,5%. Das

ist ein ähnlich hohes Niveau wie vor der Finanzkrise und wohl der Hauptbremsfaktor für die US-Konjunktur.

Wo es in der US-Wirtschaft allerdings noch deutlich aufwärts geht, ist die AI-Branche (Künstliche Intelligenz). Immer mehr Beobachter kommen zu der Schlussfolgerung, dass es in den USA bereits eine Rezession gibt, wenn man die boomende AI-Branche nicht berücksichtigt. Die Investitionen in diesen Sektor haben historische Rekordausmaße erreicht (siehe Chart).

Ungebrochener Anstieg der Investitionen (Capex) der US-Hyperscaler. Einziger Konjunkturmotor.

Exhibit 1: Four major US hyperscalers' capex trend



Source: Company Data, Bloomberg

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

Solange hier in diesem Tempo weiter investiert wird, dürfte die AI-Blase noch nicht platzen. Preiskorrekturen bei einzelnen zu hoch bewerteten Technologietiteln sind aber realistisch. Auch die Bewertungen bei Aktiengesellschaften, die noch nicht einmal an der Börse notiert sind (wie OpenAI), zeigen ein extremes Missverhältnis zwischen heutigen und erwarteten Umsätzen einerseits und Investitionserwartungen andererseits.

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.