

FINANZWOCHE

INTERNATIONALE KONJUNKTUR- UND MARKTANALYSE SEIT 1974

KOMPAKT

ALLGEMEINER MARKTKOMMENTAR

- Bester US-Liquiditätsindikator ist Bitcoin. Gibt noch keine Entwarnung.
- Erwartungsgemäß scheint sich die November-Abschwächung – besonders bei den Technologietiteln – nicht fortzusetzen. Die Stimmungsindikatoren gingen beim Fear & Greed Indikator bis auf 4% (!) zurück und erreichten damit die Tiefstände vom Indextief aus dem April.
- 2026 dürfte ein schwierigeres Jahr werden. Mid-Term Election-Jahre sind unter den vier Präsidentenjahren mit einem durchschnittlichen Anstieg von gut 3% die Schlechtesten. Trump muss seine Beliebtheit wieder steigern (und auf weitere Zölle verzichten), sonst droht ihm eventuell Impeachment.
- In Deutschland gibt es geringfügige Konjunkturlichtblicke (z.B. beim Auftragseingang). Die sehr hohe Neuverschuldung könnte die Konjunktur wenigstens teilweise verbessern.
- Wahrscheinliche Zinssenkung um 0,25% in den USA am 10.12.
- Silber als erstes Edelmetall mit neuem Höchststand und relativer Stärke! Angebotsdefizit sollte Preis weiter unterstützen.

Nach dem schlechten November scheinen die Weltbörsen auf ein etwas stabileres Jahresende zuzusteuern, auch wenn der Liquiditätsindikator Bitcoin schwächelt. Die nach dem Shutdown in den USA veröffentlichten Wirtschaftszahlen waren zwar gemischt aber gaben der Befürchtung einer möglicherweise bald beginnenden Rezession keinen Vorschub. Die wichtigen Arbeitsmarktzahlen überraschten sogar leicht positiv. Vor allem die neu beantragten Arbeitslosengelder waren mit 216.000 Antragsstellern auf ein Mehrmonatstief gesunken und in der Jahresspitze 2025 schon ein Viertel höher. Der sogenannte Black Friday ist immer ein guter Maßstab für die Konsumfreudigkeit der Amerikaner. Nach ersten Schätzungen war der Absatz mit 11,8 Mrd. \$ besser als im Vorjahr. Am meisten Online mit +9,1 % bei nur 1,7 % plus im nicht-Online, stationärem Geschäft.

Überraschend gut für den Bereich künstliche Intelligenz auch die Information, dass Open AI/Chat GPT bereits mehr als 800 Mio. User hat. Zwar soll hier Googles Gemini 3 aufgeholt haben, aber die Zahlen brachten auch eine Entlastung für die zuletzt kritischer gesehenen Nvidia und Oracle. Letztere sind bekanntlich unter den großen Titeln am meisten verschuldet. Vor dem Hintergrund der ungewissen Höhe der Anwendung von KI bzw. den erwarteten Umsätzen in diesem Sektor, wird eine der Hauptfragen im neuen Jahr sein, ob sich die Investition der US-Technologie Unternehmen in



DR. JENS EHRHARDT
Herausgeber Finanzwoche

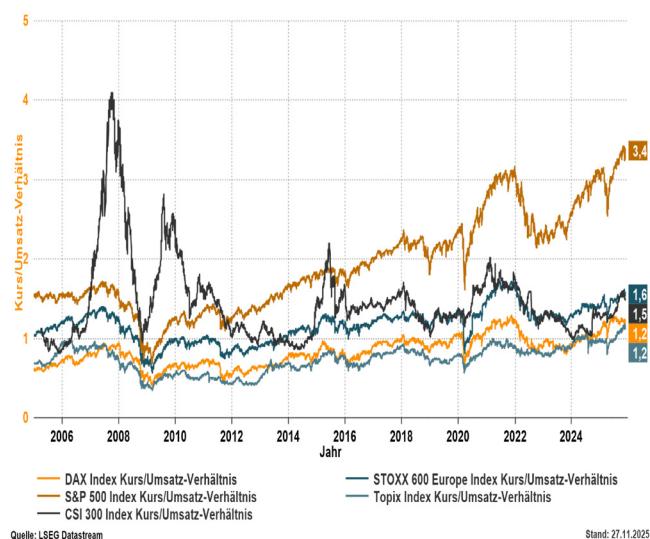
den nächsten Jahren rechnen werden oder ob es hier zu einer gigantischen Blase und Fehlinvestitionen im Billionen Dollar Bereich kommen wird.

Immerhin erwartet man für die nächsten fünf Jahre Investitionen in diesem Sektor von 2,5 bis teilweise sogar über 5 Billionen Dollar. Solange die Investitionen vorgenommen werden, treibt dies (wohl als einziger Konjunkturbereich) die US-Wirtschaft an und die angebliche KI-Blase wird noch nicht platzen. Aber wenn die Investitionen im KI-Sektor ins Stocken kommen, könnte es für die US-Wirtschaft und die US-Börse (aber auch weltweit) stark abwärts gehen. Bei jeder technologischen Neuerung hat es in der Vergangenheit eine Überinvestitionsphase gegeben mit dann fallenden Gewinnen und Aktienkursen.

Vor dem Hintergrund der bis zuletzt heraufgesetzten Investitionsprognosen ist es aber unwahrscheinlich, dass der befürchtete Einbruch vor Frühjahr nächsten Jahres (Mai?) beginnt. Dann ist mit der Börsenplatzierung (hohes Aktienangebot) von Open AI (heutige Taxierung 500 Mrd. \$ Börsenwert) zu rechnen. Im Gegensatz zu anderen Technologieunternehmen, die aus dem Cash-Flow investieren oder bisher relativ wenig Schulden aufgenommen haben (meist durch Anleiheausgabe) könnte Open AI als hoch verschuldetes Unternehmen mit äußerst anspruchsvollen Umsatzprognosen ein wichtiger Markttest sein.

Wenn dann der US-Notenbankpräsident im Mai ausgewechselt wird und ein Trump-freundlicher, die Stabilität weniger garantierender Notenbankpräsident als der jetzige J. Powell ans Ruder kommt, könnte auch die Gesamtbörsentendenz volatiler werden. Vorerst spricht aber noch nichts für eine unmittelbar bevorstehende amerikanische oder internationale Börsenbaisse. Der Dezember ist traditionell ein ruhiger Monat (die Volatilität ist bereits stark gesunken) und die Institutionen schließen ihre Bücher weitgehend nach Thanksgiving. Übrigens ein Feiertag, der schon von den ersten Siedlern in den USA gefeiert wurde, hauptsächlich als Dank an die Ureinwohner, die den Neuankömmlingen auf amerikanischem Boden in den ersten Jahren geholfen hatten, zu überleben – auch durch zur Verfügungstellung eigener Lebensmittel und Hilfe beim Ackerbau.

Kurs/Umsatz Verhältnis, extrem hoch in USA.



Was zu hoher Wachsamkeit an den Börsen zwingt, ist die im historischen Vergleich außerordentlich hohe Aktienbewertung. Zwar führt dies nicht immer zu einem Crash aber das Potential nach oben ist in der Regel weitestgehend begrenzt. Mitte der 1960er Jahre waren Aktien in den USA ebenfalls hoch bewertet, ohne dass es zu einem folgenden Crash kam. Aber die Folgejahre waren gekennzeichnet durch eine Seitwärtsentwicklung bei langsamem Auffüllen der Bewertungslücken durch steigende Gewinne. Im optimistischen Fall stehen wir auch heute vor einer solchen Entwicklung. Aber erfahrungsgemäß sind die historischen Höchstbewertungen bei Gewinn, Substanz oder Verhältnis zwischen Kursen und Unternehmensumsätzen (siehe Kurs-/Umsatz-Chart) nicht das Sprungbrett für eine Börsenbaisse auf breiter Front gewesen. Vielleicht sind die Aktienmärkte weiter sehr selektiv mit ihrer großen

Konzentration auf nur wenige Technologie-Werte (nicht nur in den USA) und der relativ schwachen Entwicklung des restlichen Aktienmarktes (z. B. S&P 493 gegenüber S&P 500) und gleichgewichteter Börsenbarometer ohne die auf historischem Extrem liegenden Konzentrationen der Aktienindizes.

Die 10 größten US-Aktien machen über 40 % der Marktkapitalisierung bzw. des S&P 500-Indexes aus (ca. 25% des Weltindex), was ein historisches Hoch ist. Die heutige einmalige Situation des Booms der ETFs führt zu weiterer (risikoerhöhender) Konzentration, wo nicht nur private und institutionelle Anleger teilweise hohe Gewichtungen in diesen Titeln haben, sondern via ETF-Konstruktion (Index-Abbildung) extrem konzentriert in eine geringe Anzahl von Aktien investiert wird. Passives Investieren via ETF hat besonders in den USA so zugenommen, dass über die Hälfte der Anlage-Gelder passiv angelegt ist, was dazu führen könnte, dass die damit einhergehende Konzentration der Anleger bei Verkäufen im Zuge einer Börsenbaisse überdurchschnittliche Entwicklungen nach unten verursachen könnte.

Diese Probleme dürften allerdings auch den Regierungen, besonders in Washington, bekannt sein. Nach einer Analyse von JPMorgan sind heute 37 % der 25-jährigen Amerikaner in Aktien investiert gegenüber nur 6 % dieser Altersgruppe im Jahr 2015. Diese Versechsfachung der Aktienanleger in dieser Altersgruppe zeigt, wie stark einerseits die zurückliegende Aktien-Aufwärtsbewegung den Konsum in den USA angetrieben hat, macht allerdings auch deutlich, dass eine Aktienbaisse, bzw. ein Schrumpfen der Vermögen bei den sogenannten 401K-Anlegern in den USA (Aktien US-Sparsystem) eine wohl bisher nicht bekannte Konsumschwäche auslösen würde.

Vergessen wird bei den Reichtumsberechnungen, wenn diese auf Aktienmarktständen beruhen, dass es sich hier zwar um Vermögens-Momentaufnahmen handelt aber keineswegs um liquide Kontostände, mit denen man konsumieren könnte. Wird in großem Stil verkauft, wie dies zuletzt auch bei Bitcoin der Fall war, ist in wenigen Wochen ein Drittel des vorher geschätzten „Vermögens“ verschwunden. Ein Faktor, den auch gerne linke Kritik an den vermögenden Leistungsträgern einer Gesellschaft übersieht. Der in den letzten Jahrzehnten verstärkte Konjunktur-Aktivismus der Regierungen mit den bekannten historischen Defiziten, hat gezeigt, dass die Politik sich durchaus dieser genannten Schwächen bzw. Konjunktur-Risiken bewusst ist und entsprechend

immer schon sehr frühzeitig und wesentlich massiver als früher antizyklisch mit immer gigantischeren Defiziten gegensteuert. Ähnlich die Notenbanken, die ihre Bilanzsummen durch zur Verfügungstellung von Liquidität auf früher undenkbare Billionen-Größenordnungen ausgedehnt haben (FED in der Spitze über 9 Bio. \$) und in den folgenden Konjunkturaufschwüngen nur zum geringen Anteil wieder abbauen konnten.

Man fragt sich natürlich, wo diese extreme Politik am Ende hinführt. Eine überzeugende oder zeitlich klar definierte Antwort zu diesem Thema gibt es leider nicht. Notenbanken bzw. die Regierungen der großen Wirtschaftsmächte können sich nahezu unbegrenzt neu verschulden, vor allen Dingen dann, wenn die neuen Schulden der Regierung (meist über Anleihen) von den Notenbanken aufgekauft werden und damit die freien Märkte nicht (via steigende Zinsen) belasten. Diese Politik hat nur den Nachteil, dass wahrscheinlich auf die Dauer sich die Inflation auf einem höheren Niveau einpendeln wird als in der Vergangenheit und damit am Ende auch die Zinsen auf einem höheren Niveau fluktuieren. Letzteres dürfte zur Folge haben, dass das gesamtwirtschaftliche Wachstum gegenüber einem natürlichen (tieferen) Zins gebremst wird. Dies wird heute deutlich, wenn sich die Börsen weitestgehend auf den einzigen Wachstumsbereich (künstliche Intelligenz) stürzen aber sich durchaus bewusst zu sein scheinen, dass der Rest der Wirtschaft im Vergleich zu früheren Wirtschaftszyklen nur geringes Wachstums-potential hat.

Bei einem genaueren Blick auf die Verschuldungszahlen fällt auf, dass international die Staatsverschuldung in den letzten Jahren extrem gewachsen ist (besonders in China, aber auch in Japan sowie in den USA und in Europa, speziell in Frankreich). Die internationale Investmentgemeinde scheint hier kein besonderes Problem zu

sehen, weil die europäischen Staatsschulden insgesamt nicht aus dem Ruder gelaufen sind und die französischen und italienischen) Schulden teilweise schon als europäische Schulden angesehen werden.

Anders als die internationalen Staatsschulden hat sich die Verschuldungssituation bei den Konsumenten seit der Finanzkrise sogar deutlich verbessert. In absoluten Zahlen liegen zwar die Verschuldungswerte (inklusive Hypotheken) in den USA auf historischem Hoch aber im Verhältnis zum Brutto-Inlandsprodukt ca. ein Drittel niedriger als zu den Höchstzeiten 2008. Die US-Hypothekenverschuldung liegt in Prozent vom BIP auf einem 25-Jahres-Tief. Auch die Unternehmensschulden, bei denen China und Frankreich führen, haben sich nicht weiter verschlimmert und teilweise sogar im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt, ähnlich wie im Konsumbereich, beruhigt. Da Schulden bei Konsumenten und Unternehmen wesentlich gefährlicher sind als bei Staatsschulden (im Gegensatz zu Staaten können Konsumenten und Unternehmen nicht ihr eigenes Geld drucken) ist es in gewisser Weise beruhigend, dass die gefährlichsten Verschuldungsformen weltweit sich eher gebessert als verschlimmert haben.

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