

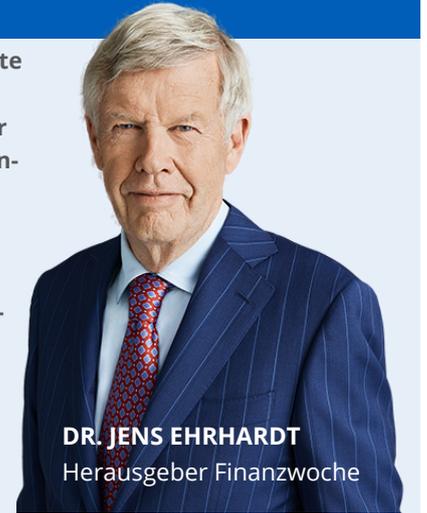
FINANZWOCHEN

INTERNATIONALE KONJUNKTUR- UND MARKTANALYSE SEIT 1974

KOMPAKT

ALLGEMEINER MARKTKOMMENTAR

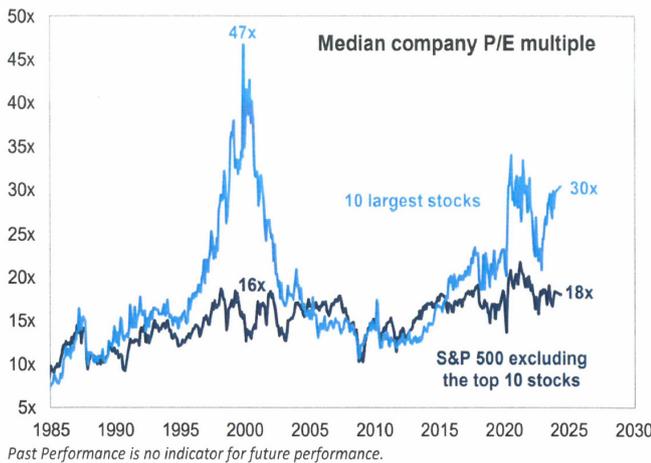
- ➔ Börsen weiterhin im Niemandsland. Erste Juli-Hälfte saisonmäßig allerdings beste Aktien-Zeit. Käme es international zu einer Konjunkturverbesserung, wären Aktien (außer Wall Street-Wachstumstitel) steigerungsfähig. Bei überraschender Konjunkturverschlechterung sind stärkere Börsenbelastungen realistisch. Gewinne, nicht Inflation zählen.
- ➔ Schwächliche Konjunktur drückt Inflation und Zinsen. Deutsche China-Exporte -14% gegenüber Vorjahr. Anleihen und Dollar dürften sich im Kurs verbessern.
- ➔ Die favorisierte US-Halbleiterbranche (NVIDIA stieg rekordmäßig in 23 Börsentagen im Wert um 1 Bio. \$!) zeigt erstmals Korrekturen. Diabetes- bzw. Fettsucht-Aktien mit anhaltender relativer Stärke.
- ➔ Gold dürfte weiter konsolidieren. Hohe Optimismuswerte bremsen. Politik warf in Frankreich CAC 40 auf Jahresanfang zurück. Aus Verschuldungsgesichtspunkten die gefährdeste Börse, EZB dürfte aber stützen.



DR. JENS EHRHARDT
Herausgeber Finanzwoche

In Zeiten, in denen die Börsenprognose besonders schwierig erscheint, macht es Sinn, auf die traditionelle FMM-Methode zurückzugreifen. Tatsächlich erscheint das Kurspotenzial an den internationalen Aktienmärkten gering, andererseits dürfte auch ein Crash-Szenario nicht in Sicht sein.

US-Aktienbewertung.



Fundamental sind Aktien nur in Wall Street überteuert. Das gilt besonders für die Wachstumsaktien, die mit dem ca. 30fachen Gewinn bewertet sind, wobei es kaum ein Hausse-Signal sein dürfte, dass diese Titel im Jahre 2000 noch etwa um die Hälfte teurer waren. Aber auch ohne die Wachstumsaktien sind US-Aktien mit dem ca. durchschnittlichen 18fachen Gewinn (siehe

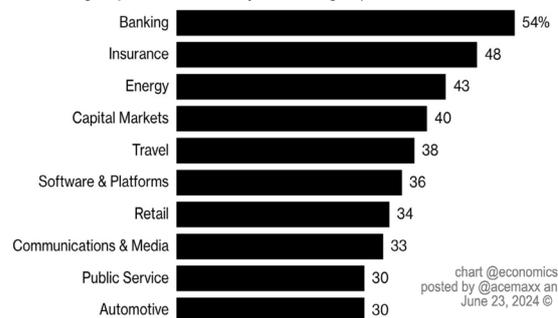
Chart) teurer als der langfristige Durchschnitt von etwa 14. Wall Street hat damit eine gewisse Fallhöhe, aber der breite Markt und besonders die kleinen und mittelgroßen Aktien zeigen keine überhöhte Blasenbewertung. Die Börsenbewertung der kleineren Aktien liegt sogar, wenn man deren Börsenkapitalisierung mit dem Rest der gesamten Börsenkapitalisierung vergleicht, im unteren Drittel.

Erwartete Produktivitätsverbesserung durch AI.

AI Could Have Biggest Job Impact in the Finance Industry

Banking and capital markets are among the sectors most prone to automation

■ Percentage of jobs within an industry that have higher potential for automation

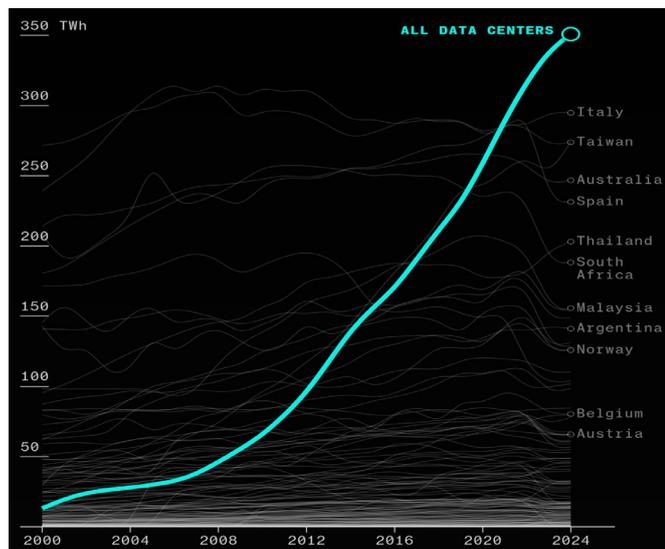


Source: Citi GPS

Die teuren Wachstumsaktien könnten ihre zuletzt beginnende Korrektur fortsetzen, wenn die Gewinnwachstumserwartungen zurückgenommen werden. Nachdem die früher favorisierten US-Software-Aktien

stark korrigiert haben, könnten jetzt die hoch bewerteten Halbleiter-Aktien, zu denen auch NVIDIA gehört, korrigieren. Das hohe Gewinnwachstum dürfte sich auch im nächsten Jahr fortsetzen, aber langfristiges stabiles Wachstum ist für Halbleiter-Titel nicht realistisch. Wie schnell hier eine Abkühlung kommen wird, hängt vom Anwendungserfolg der künstlichen Intelligenz ab. Hier gibt es sehr optimistische Prognosen (siehe Chart, S. 1). Es ist aber auch möglich, dass das Potenzial überschätzt wird und die jetzt außerordentlich hohen Investitionen der Anwenderunternehmen (an denen die Chip-Produzenten und Designer wie NVIDIA gut verdienen) nicht genügend Gewinne abwerfen. Käme es zu Wachstumsenttäuschungen im nächsten Jahr, die vorsichtige Anleger schon jetzt einpreisen könnten, könnte es hier zu herben Kurskorrekturen kommen. Trotzdem dürfte das Wachstum der Technologie-Branche in den USA und weltweit weit überdurchschnittlich bleiben. Ein Beispiel dafür ist der schon heute sehr hohe Stromverbrauch für Daten-Zentren, wo sich der Kilowatt-Stunden-Verbrauch in den letzten zehn Jahren von 25 auf 350 TWh mehr als verzehnfacht hat und damit größer als der gesamte Stromverbrauch Spaniens oder Australiens ist (siehe Graphik, unten). In einer insgesamt wenig wachsenden Weltwirtschaft (auch für die Zukunft realistisch vor dem Hintergrund schrumpfender Bevölkerung in Schlüsselstaaten und bereits heute zu hoher Verschuldung) werden Wachstumsaktien erfahrungsgemäß besonders hoch bewertet als einer der wenigen Bereiche, wo hohes Gewinnwachstum zu erwarten ist.

Daten-Zentren: Rekord-Stromverbrauch.



Monetär positiv ist die erste Zinssenkung der EZB. Dieser Faktor war von den Börsen aber erwartet und

eingepreist. Es dürfte für den Rest des Jahres also hauptsächlich auf die Konjunkturerwartung und die Gewinne ankommen.

In den beiden letzten Konjunkturzyklen ab 2000 und ab 2007 wurden die Zinssenkungen von der negativen Konjunktur und Gewinnentwicklung überkompensiert. Es kommt also wesentlich darauf an, richtig vorherzusagen, ob es bei einer stabilen Konjunktur und steigenden Unternehmensgewinnen bleibt (wie allgemein vorausgesagt) oder ob nicht doch noch schlechte Gewinn- und Konjunkturmeldungen ein Risiko für die Märkte darstellen. Bisher hat sich die Börse in ihren Konjunkturerwartungen stark an der Arbeitsmarktentwicklung in den USA orientiert. Hier waren die Zahlen seit über einem Jahr meist besser als die Erwartungen. Wie sich jetzt aber herausstellt werden die guten Meldungen zunehmend nach unten korrigiert. Kalifornien gab kürzlich bekannt, dass die Meldungen über neue Arbeitsplätze vollständig revidiert werden mussten und nicht mehr, sondern weniger Arbeitsplätze in den letzten zwölf Monaten geschaffen wurden. Auch andere Wirtschaftsmeldungen in den USA wiesen zuletzt eine deutliche Tendenz zur Verschlechterung auf (siehe Abbildung).

US-Economic Surprise Index (06/23 bis 06/2024).

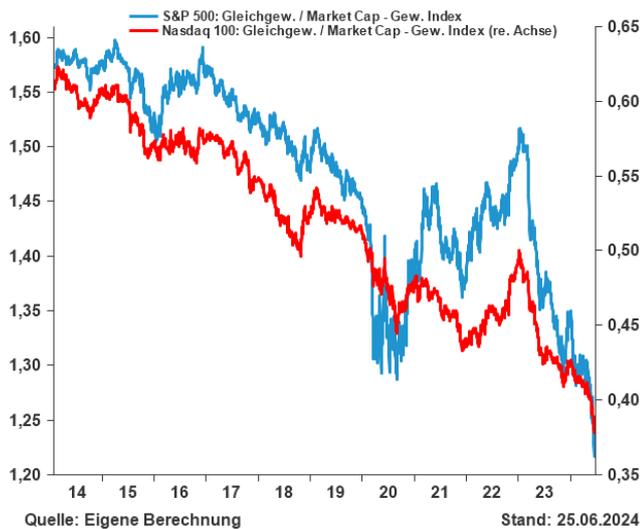


Quelle: Eigene Darstellung Stand: 26.06.2024

Während die Börse lange Zeit schlechtere Wirtschaftsmeldungen in Zusammenhang brachte mit baldigen Zinssenkungen und damit positiv reagierte, war es zuletzt umgekehrt. Schlechte Konjunktur- und Gewinnnachrichten wurden negativ kommentiert. Zwar erreichten führende Indizes wie S&P und NASDAQ neue historische Höchstkurse. Diese Indexverbesserungen wurden aber ausschließlich von Technologie-Aktien

getragen, nicht von anderen Branchen bzw. vom breiten Markt. Der gleichgewichtete S&P 500 steht heute noch auf dem gleichen Stand wie im Oktober 2021 (siehe Chart) und auch das Verhältnis von neun Jahreshöchstkursen zu Tiefstkursen und von Aktien über den gleitenden Durchschnitten zeigt die völlig fehlende Breite des Aufschwungs, was in der Vergangenheit ein ungesundes Zeichen für eine kommende Börsenentwicklung war. Fazit:

Gleichgewichteter S&P 500 (blau) und NASDAQ (rot) anhaltend schwach gegen gewichteten Index.



verursacht sein durch die sich nicht weiter verbessernden fiskalpolitischen Stimulierungen. Die gute US-Konjunktorentwicklung des letzten Jahres war bekanntlich nicht nur geschuldet der – entgegen den Ankündigungen – fehlenden monetären Bremsung, sondern der extremen fiskalpolitischen Stimulierung, wobei in den USA das Staatsdefizit (es gibt unterschiedliche Berechnungen) nach der UN-Statistik sogar gegenüber dem Vorjahr fast verdoppelt wurde. Solche Defizite, die es in der Vergangenheit allenfalls in Kriegs- oder Rezessionszeiten gab, waren in den USA bisher für normale Zeiten unbekannt. Wenn man berücksichtigt, dass die Summe aus US-Staatsdefiziten und US-Zentralbankbilanzsteigerung seit der Finanzkrise genauso hoch war wie der Zuwachs der amerikanischen Börsenkapitalisierung (Summe aller Kurssteigerungen), so spricht das eine deutliche Sprache. Das US-Bruttosozialprodukt hat sich seit 2008 nur von knapp 15 Bio. \$ auf über 27 Bio. \$ im letzten Jahr fast verdoppelt. Dem steht aber eine Verachtfachung der Börse von einem Tief von 666 auf in der Spitze gut 5.500 bzw. sechs auf 48 Bio \$ Börsenkapitalisierung im S&P 500 gegenüber. Fazit: Vergleichbare monetäre und fiskalpolitische Stimulierungen wie in der Vergangenheit sind in absehbarer Zukunft unrealistisch.

Es ist realistisch, dass die positiven monetären Zinsperspektiven überkompensiert werden, wenn sich die Wirtschaftsmeldungen verschlechterten. Dies könnte

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.