

FINANZWOCHEN

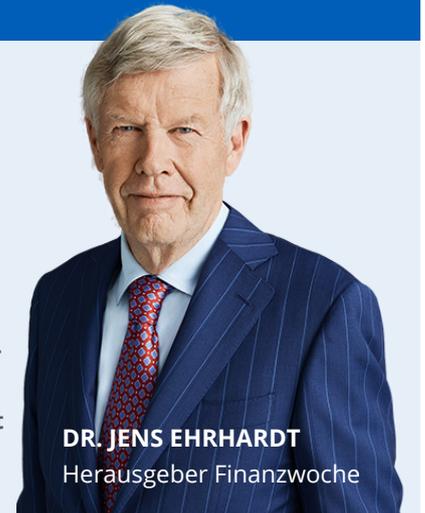
50
Jahre

INTERNATIONALE KONJUNKTUR- UND MARKTANALYSE SEIT 1974

KOMPAKT

ALLGEMEINER MARKTKOMMENTAR

- September ist nach der Statistik der schlechte Monat des Jahres. Die meisten Stimmungsindikatoren preisen zu viel Optimismus ein, besonders in den USA. Die kommenden Notenbankzinssenkungen am 12.09. in Europa und am 18.09. in den USA dürften bereits in den Kursen enthalten sein und keine positiven Überraschungen darstellen. Nur wenn die US-Arbeitsmarktzahlen am 06.09. überraschend schlecht ausfallen (eher unrealistisch), dürften die US-Zinsen um 0,5% gesenkt werden, was überraschend positiv auf die Märkte wirken könnte.
- Japan-Börse erreicht in der Advance/Decline-Linie (im Gegensatz zu Deutschland) neues Hoch. Gute Gewinnentwicklung, niedrigster Realzins, bestes Verhältnis von Verzinsung bei Aktien zu Anleihen sowie Rekord bei Aktienrückkäufen sollten Japan-Aktien (außer Exporttiteln) positiv beeinflussen.
- US-Zinssenkungen haben in der Vergangenheit Schwellenländer-Aktien (die seit der Finanzkrise relativ schlecht abschneiden) positiv beeinflusst. Indonesien-Aktien mit PE von gut 13 preiswerter als Indien mit PE 25.



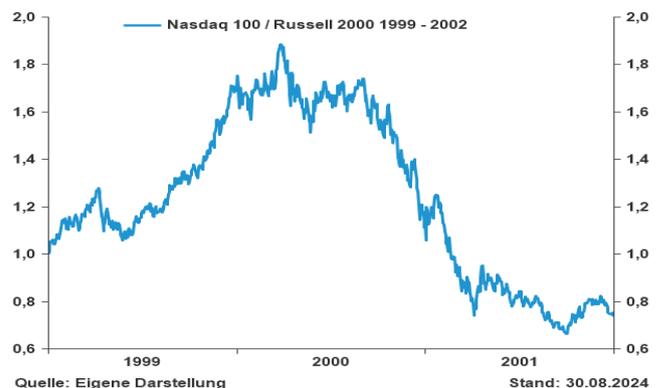
DR. JENS EHRHARDT
Herausgeber Finanzwoche

Stimmungsindikatoren könnten sich in nächster Zeit am amerikanischen Aktienmarkt zum Hauptkursbestimmungsfaktor entwickeln. Die Begeisterung für weitere Aktiengewinne war z.B. bei NVIDIA am Tag (28.08.) der Veröffentlichung der letzten Quartalszahlen so groß (Volumen der NVIDIA-ETFs verachtzehnfacht), dass selbst atemberaubende Umsatz- und Gewinnzuwachsrate sowie Rekord-Aktienrückkäufe nicht zu dem von vielen erwarteten starken Kursanstieg, sondern zu einem Sechs-Prozent-Rückschlag (entsprach immerhin 180 Mrd. \$ bzw. mehr als Siemens-Börsenwert mit 148 Mrd. \$) führte. Die verkündeten 50 Mrd. \$ NVIDIA-Aktienrückkäufe sind eigentlich rekordhoch und entsprechen rund fünf Prozent der jährlichen amerikanischen Aktienrückkäufe von rund einer Billion Dollar (bisher 2024 ca. 820 Mrd. \$ bzw. +14% gegen Vorjahr bei Rückkauf-Ankündigungen), aber andererseits entsprechen 50 Mrd. \$ nur gut 1,9% der NVIDIA-Marktkapitalisierung, sodass die Aktienrückkäufe einen entsprechend geringen Markteinfluss haben. NVIDIA spiegelt also (so gut die NVIDIA-Gewinne wohl weiter sein werden) einen sehr hohen Optimismus, was US-Aktien (zumindest generell im Wachstumssektor) angeht. Entsprechend dürfte das Kurssteigerungspotenzial in dieser Aktiengruppe in den nächsten Monaten eher gering sein.

Die Frage ist, ob Sektoren, wo der Optimismus nur gering ist, am Aktienmarkt Kurssteigerungspotenzial

haben. Am größten ist der Pessimismus für kleinere US-Aktien, wie sie z.B. im Russell 2000-Index zu finden sind. Die Positionierung der professionellen US-Anleger ist in keinem anderen Segment geringer. Es besteht also eine historische Unterinvestierung. Positionierung und Optimismus sind oftmals die wichtigsten Kennzeichen der Kursentwicklung von Aktien und Aktiengruppen in den nächsten Monaten.

Russell 2000 ab 1. Halbjahr 2000 relativ (!) besser als NASDAQ.



Zwar ist die markttechnische Situation aus dem Stimmungsblickwinkel für US-Aktien auf den ersten Blick nicht völlig überzogen positiv. Der Fear & Greed-Indikator mit zuletzt 65 ist noch nicht in der Verkaufszone über 75, aber schon in der Greed-Zone. Andererseits sind Einzelbereiche wie der NASDAQ mit Optimismus-

werten von zuletzt 76% von Hulbert gemessen, aber auch für US-Aktien allgemein mit bis 81% Optimismus weit überdurchschnittlich. Nach Hulbert war in 83% der Zeit seit dem Jahre 2000 der Optimismus für den NASDAQ geringer und für den gesamten US-Aktienmarkt sogar in 98% der Zeit geringer. Das spricht insgesamt für keine Aktienhaube bis Jahresende.

Kleinere Aktien wie im Russell 2000 könnten zwar aus markttechnischer Sicht aufholen. Was hier gegen eine echte Hausse spricht, sind Gewinnentwicklung (historisch gesehen sehr hoher Anteil mit über 40% verlustbringende Aktien im Index) und Bewertung (durchschnittliches Kurs/Gewinn-Verhältnis von 42) und damit doppelt so hoch wie für den gesamten US-Aktienmarkt. Insgesamt handelt es sich hier um eine kapitalisierungsmäßig sehr geringe Aktiengruppe, sodass schon sehr geringe Tauschoperationen von Wachstumsaktien im prozentualen Mini-Prozentbereich ausreichen würden, um diesen Marktsektor (mit drei Billionen Dollar etwa fünf Prozent des gesamten US-Aktienmarktes) nach oben zu bringen. Trotzdem ist es fraglich, ob die erstmals im Juli begonnene bessere Index-Entwicklung beim Russell 2000 anhält. Das wäre dann eine Wiederholung der Situation 1999/2000, als die kleinen Aktien relativ (!) zum Markt besser (stabiler) abschnitten vor dem Beginn bzw. am Anfang der Baisse 2000/2003 für den gesamten US-Aktienmarkt (siehe Chart, S. 1).

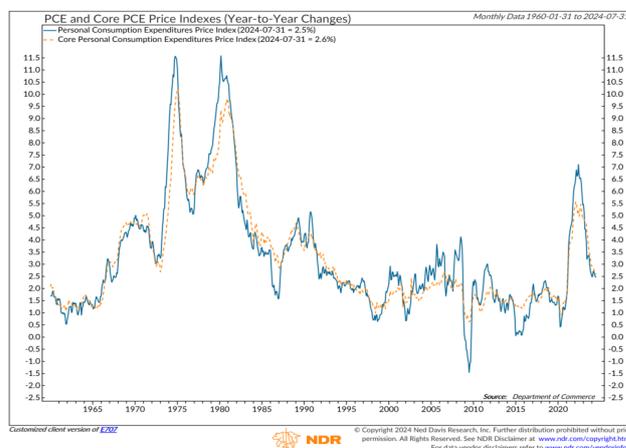
Auffällig hoch ist auch der Optimismus für Gold (nach Hulbert zuletzt über 80%), was in 99,6% der Zeit seit dem Jahre 2000 nicht der Fall war. So selten hoher Optimismus ist häufig mit Höchstkursen verbunden. Bei der Nachfrageanalyse für Gold fällt auf, dass einerseits die nicht G7-Notenbanken, die noch bis vor kurzem die Hauptnachfrage darstellten (Chinas Zentralbank stellte seine Käufe im Mai ein), nur noch wenig kaufen, andererseits erstmals wieder (seit dem zweiten Quartal) die Goldkäufe der großen amerikanischen ETFs leicht steigen. Die US-Institutionen und Privatanleger, die drei Jahre lang ihre Goldbestände verminderten, kaufen also wieder vorsichtig. Positiv zu bewerten ist, dass niedrigere Zinsen im Allgemeinen goldpreisunterstützend sind. Positiv auch die Rückführung der indischen Goldimportsteuer um etwa zwei Drittel. Auch die Hongkong-Goldimporte stiegen wieder um 17% gegen Vormonat, wobei das Niveau allerdings mit 26 Tonnen weiter niedrig blieb. Fazit:

Die Gold-Einflussfaktoren sind gemischt, aber die mit historischen Höchstkursen gekoppelten sehr hohen

Optimismuswerte und auf über Vierjahreshoch stehende Kaufpositionen am Terminmarkt (193.000 Kontrakte) dürften vorerst wenig Kursspielraum nach oben lassen. In Euro gerechnet (2.239€ pro Feinunze) stagniert der Preis seit dem April-Hoch (Silber sogar deutlich tiefer). Ob die laufende Konsolidierung abgelöst wird von einem Kursausbruch nach oben oder weitere Konsolidierung erfolgt, ist schwer einzuschätzen. Aus dem Blickwinkel der Stimmungsindikatoren wäre weitere Konsolidierung zu erwarten.

Betrachtet man den US-Anleihemarkt aus dem Stimmungsblickwinkel, so war der Optimismus für höhere Anleihekurse nur in neun Prozent der Zeit seit 2000 größer (bzw. in 91% der Zeit kleiner) als jetzt. Auch hier also gefährlich viel Optimismus, was für Konsolidierung bei den Anleihekursen spricht. Fundamental sollte sich die Aufwärtsentwicklung am US-Bondmarkt (ebenso in Europa) aber im Hinblick auf die niedrigen Inflationszahlen im Trend fortsetzen. Die für die FED wichtigste PCE-Inflation war mit 2,5% wieder tiefer (siehe Chart).

US-Inflation Personal Consumption Expenditures steuert auf Zielgröße 2%.



In Deutschland stieg die Teuerungsrate zuletzt nur noch um 1,9% gegen Vorjahr. Besonders niedrig war die Teuerung auch in Frankreich, wo sie von 2,7% im Juli auf zuletzt 2,2% zurückging. Beeindruckend niedrig die spanische Inflationsrate, die gegenüber Vormonat nur eine Teuerung von 0,0% aufwies. Verbessert auch die Konsumkonjunktur in Europa außerhalb Deutschlands wie in Frankreich mit 0,3% Wachstum gegenüber Vormonat, was auch mit der Olympiade und den großzügigen EU-Zuwendungen zusammenhängen dürfte. Vor dem Hintergrund günstiger Inflationsraten in Europa (die allerdings auch durch die Energiepreise und die Basiseffekte begünstigt sind und sich in den

nächsten Monaten wieder nach oben verändern können, was Bundesbankpräsident Nagel anmahnte) kann man mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit davon ausgehen, dass die EZB ihre Zinsen zum zweiten Mal um 0,25% am 12. September senken wird.

In den USA kommt es darauf an, ob die Notenbank am 18. September um 0,25 oder 0,5% senkt. Erwartungsgemäß hatte J. Powell auf dem Notenbankertreffen in Jackson Hole praktisch garantiert, dass die US-Zinsen am 18.09. gesenkt werden. Nachdem die US-Wirtschaftszahlen zuletzt leicht besser waren als erwartet, werden die Zinsen wahrscheinlich nur um 0,25% gesenkt. Noch am 05.08. vor dem Hintergrund des Carry-Trade-Kursabsturzes international war man noch zu 100% von 0,5% Zinssenkung ausgegangen. Jetzt nur noch 31%.

Die zuletzt leicht besseren US-Wirtschaftszahlen dürften allerdings schon bald wieder durch schwächere Wachstumszahlen abgelöst werden. Die zuletzt drei Prozent US-Wachstum (Quartal annualisiert) entstanden im Wesentlichen durch Heraufsetzung der Schätzung für die US-Konsumausgaben (+2,9%). Nachdem die Sparquote mit 2,9% fast auf Rekordtief ist und die Sparpolster aus der Covid-Zeit inzwischen voll verbraucht sind und das verfügbare Einkommen der Amerikaner weniger steigen sollte, dürfte es im zweiten Halbjahr allenfalls mit 1,5% nach oben gehen. Darauf weist auch das Wachstum des realen US-Bruttoeinkommensprodukts (GDI) hin. Während das BIP real um drei Prozent annualisiert wuchs, stieg das GDI nur noch um 1,3%, was auf das deutlich abgeschwächte reale Einkommenswachstum der Amerikaner hindeutet.

Nachdem schon große Gesellschaften wie McDonalds und Starbucks schlechte Konsumzahlen bzw. Umsatzabschwächungen in den USA bekannt gaben, verwies jetzt auch der große US-Sportbekleidungskonzern Lululemon auf drei Prozent Umsatzrückgang bei seinen US-Verkaufsstellen. Bisher waren immer nur die unteren US-Einkommensschichten als von der jüngsten Abschwächung betroffen beschrieben worden. Jetzt wurde auch veröffentlicht, dass es beim Ausgabeverhalten gut betuchter Amerikaner deutliche Abschwächungen gibt wie z.B. die Schwäche beim Versteigerungshaus Sotheby's, wo der Gewinn um 88% zurückging. Auch Christie's meldete Moll-Töne.

Die Frage ist nach wie vor, ob die schärfste monetäre Bremsung seit Anfang der 80er Jahre in den USA nicht

doch noch deutliche Folgen zeigen wird. Normalerweise sind die Zeitverzögerungen (time lags) zwischen Bremsung der Notenbank und Auswirkung auf die Volkswirtschaft ca. ein Jahr. Diesmal dauert es schon über zwei Jahre und eine Rezession hat immer noch nicht begonnen. Allerdings auch kein echter Aufschwung. Dies könnte daran liegen, dass Zinssenkungen heute keine Entlastung für Wirtschaft und Konsumenten bringen, die früheren Konjunkturzyklen vergleichbar wären. Da diesmal die Zinsen einen historischen, in der Wirtschaftsgeschichte nie gekannten Rückgang erlebt hatten, verschuldeten sich vom US-Unternehmen bis zum Hausbesitzer die Wirtschaftssubjekte sehr langfristig zu sehr niedrigen Zinsen.

Für die Wirtschaftsteilnehmer macht es also diesmal keinen Sinn, bei einer von der Zentralbank verfügbaren Zinssenkung eine Umschuldung vorzunehmen, da die alten Zinsen nach wie vor wesentlich niedriger sind als die neuen herabgesetzten Zinsen. Insofern könnte das von Konjunkturskeptikern immer wieder genannte Szenario des „pushing on a string“ stattfinden. Also das Phänomen, dass Zinssenkungen keine positiven Auswirkungen auf die Wirtschaftsentwicklung haben. Es könnte also länger dauern als in anderen Konjunkturzyklen, bis das augenblickliche Abwärtsmomentum der Wirtschaft am Arbeitsmarkt und bei Investitionen sich umkehrt in einen neuen Wirtschaftsaufschwung.

Bei den relativ schlechten US-Arbeitsmarktzahlen wird darauf hingewiesen, dass Wettereinflüsse und die große Zahl von illegalen Migranten die Zahlen verfälscht hätten. Fachleute haben allerdings die Meinung geäußert, dass diese beiden Faktoren nur begrenzte Teile des Arbeitsmarktabschwungs erklären können. Interessant ist, dass die ohne Papiere eingestellten Migranten in den (ohnehin lückenhaften) Befragungen von Unternehmen und Haushalten nicht auftauchen. Einfluss dürfte diese Arbeitnehmergruppe allerdings auf das Lohnniveau in den Bereichen Dienstleistungen und Agrarwirtschaft haben, sodass allgemein mit Rückgängen bei den Lohnsteigerungen in diesen Sektoren gerechnet wird. Dies wiederum würde die Inflationsrate positiv beeinflussen und damit die Bereitschaft der US-Notenbank, die Zinsen schneller zu senken als allgemein erwartet. Während sich Zinssenkungen der Notenbanken mittelfristig sehr positiv für die US-Anleihekurse auswirken sollten, bleibt es weiterhin nicht sicher, ob die Zinssenkungen auf den Aktienmarkt sofort positiv wirken werden.

Die jetzt veröffentlichten Zahlen (staatliche Statistik) über die Entwicklung der US-Unternehmensgewinne im zweiten Quartal wiesen nach den Rückgängen von über einem Prozent im ersten Quartal einen erneuten Anstieg um 1,7% gegen Vorquartal auf. Die Gewinne nach Steuern gegenüber Vorjahr stiegen danach um 6,6%. Dabei stieg der Anteil der Gewinne am US-Bruttoinlandsprodukt auf 11,2%, was historisch gesehen ein hoher Wert ist und kaum noch Steigerungen zulassen dürfte. Jedenfalls nicht unter einer Harris-Regierung. Harris will die Steuern von 21 auf 28% für Unternehmen erhöhen. Dies würde einen Gewinnrückgang der US-Unternehmen (alle anderen Faktoren unverändert) um fast neun Prozent entsprechen. Ein Harris-Wahlsieg dürfte von der US-Börse noch nicht eingepreist sein.

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.