

## Börsenmonitor Januar 2023



- Nach dem schwachen Dezember legen deutsche Aktien den besten Jahresstart seit Jahren hin (DAX plus 8% bisher). In den USA vollziehen die Aktien an der Nasdaq-Börse eine ähnliche Aufholjagd. Die Rezessionsgefahr in Europa hat dank gefallener Energiepreise und voller Gasspeicher abgenommen, in den USA deutet sich aber ein fortgesetzter Abschwung an.
- Aktien haben sich bei höheren Kursen und gleichzeitig nachgebenden Gewinnprognosen verteuert. Das könnte die nächste Abwärtskorrektur einleiten. Vor allem sind die Börsen einer Zinswende in der Notenbankpolitik weit vorausgeeilt.
- Die Notenbanken kündigen weitere Zinserhöhungen und eine Fortsetzung der restriktiven Linie an, bis das Inflationsziel von etwa zwei Prozent erreicht ist. Damit stehen sie gegen manche Erwartung einer Zinspause oder sinkender Zinsen noch in diesem Jahr. Die Zentralbanksitzungen Anfang Februar könnten so zum Stimmungskiller an den Börsen werden.

**DAX und Nasdaq mit Blitzstart ins neue Jahr:** Europas Aktien holen im Januar einiges an Rückstand gegenüber den US-Titeln auf und mit einem Plus von etwa 8% marschiert der DAX-Index in Europa vorneweg. Das gesamteuropäische Barometer Stoxx600 liegt im Januar mit knapp 6% vorne. In den USA entwickeln sich Dow Jones (+1%) und S&P500 (+3.5%) verhaltener, nur der im Dezember und gesamten Vorjahr arg gebeutelte Nasdaq-Index mit den zinsreagiblen Technologiewerten ruft ebenfalls sein Aufholpotential ab und steigt mit etwa plus 8% synchron zum DAX.

Die Inflationsraten haben offenbar ihren Gipfelpunkt überschritten, sowohl in den USA als auch der Eurozone. Feststellbar ist eine deutliche Stimmungsverbesserung gegenüber Aktienanlagen und der allgemeinen Wirtschaftsentwicklung Europas, auch unter den zu Europa meist skeptischen US-Anlegern. Dank kräftig gefallener Marktpreise für Gas und Strom, voller Gasspeicher bei milder Witterung und erster, neu in Betrieb genommener LNG-Terminals ist die befürchtete große europäische Energiekrise für diesen Winter abgewendet.

Der DAX hat die 15.000 Punkte-Marke zurückerobert und kann sich mit etwas Mühe seit einigen Tagen darüber halten. Die Luft für weitere Kursanstiege ist nach dem fulminanten Jahresauftakt nun aber dünner geworden. Die Kurse sind gestiegen, obwohl die Gewinnerwartungen für die Firmen immer weiter fallen und die Notenbanken auf ihrer restriktiven geldpolitischen Linie, unter Priorisierung der Inflationsbekämpfung, beharren und weitere Leitzinsanhebungen ankündigen.

**Bewertungsanstieg am Aktienmarkt:** Der dynamische Kursaufschwung im Januar hat Aktien gemessen an ihrer Gewinnbewertung wieder teurer gemacht. Denn aufgrund einiger Schwächesignale von der Konjunktur, und vorsichtigen Zukunftsaussagen der Unternehmen selbst, schrumpfen die Prognosen für die Gewinne weiter. In Europa (Stoxx600-Index), wo der fester werdende Euro auch die Exporterträge drückt, liegt die Markterwartung jetzt nur noch bei einer Gewinnzunahme von knapp 2% in diesem Jahr und einem Plus von unter 7% für 2024.

Für die 500 größten Unternehmen in den USA (S&P500-Index) wird für 2023 noch ein Gewinnplus von etwa 3,5% kalkuliert, das sind gut 4%-Punkte weniger als Anfang Oktober vergangenen Jahres. Den US-Gesellschaften hilft der seit Jahresbeginn abgeschwächte Dollar, und auch die Lieferkettenproblematik dürfte sich mit den Öffnungen in China weiter entspannen. Trotzdem stehen diese Prognosen auf tönernen Füßen, viele Wirtschafts- und Branchenbeobachter halten für 2023 eher rückläufige Gewinne für wahrscheinlich. Die höheren Material- und Personalkosten sind einfach nicht mehr komplett auf die Endnachfrager überwälzbar und die Ergebnismargen der Unternehmen stehen folglich unter Druck.

Für die Bewertung bedeutet das, europäische Aktien sind mit einem Kurs/Gewinnverhältnis (KGV) 2023 von 12,9 und amerikanische von 17,5 an der Börse gepreist. Die vierzig deutschen DAX-Konzerne liegen im Mittel bei 12,1, sind damit preiswerter als ihre Pendants in den USA und Europa, aber fast ein Viertel teurer als zu Beginn des Kursauf-

schwungs im Oktober 2022. Die europäischen Stoxx600-Aktien sind über 20% höher bewertet als damals, die US-Titel aber nur knapp 10%, weil ihre Kurs-performance hinter der in Europa zurückgeblieben ist seitdem die Gas- und Strompreise in Europa erheblich schneller gefallen sind als in den Vereinigten Staaten.

Gleichzeitig haben im Herbst die vom Westen unterstützten Ukrainer im Krieg gegen Russland große Geländegewinne erzielt, was dem Standing der Eurozone ebenfalls geholfen hat. Solange Russland den Krieg nicht auf Anrainerstaaten ausweitet, oder ernsthaft mit seinem atomaren Potential droht, unterliegt der Krieg an den Kapitalmärkten einem gewissen Gewöhnungs- und Abnutzungseffekt. Eine Beendigung in naher Zukunft haben die Märkte weitgehend ausgepreist, weil ohnehin niemand mehr daran glaubt. In der Geopolitik liegen dennoch allerhand Risiken und Unwägbarkeiten: Taiwan, China vs. USA Wirtschaftsspannungen, Iran, Nordkorea, mittlerer Osten als nur einige davon.

**Die Börse antizipiert, etwas zu voreilig, schon die nächste Zinswende:** Die Aktienmärkte, besonders der amerikanische, nehmen in Bezug auf die Zentralbank Federal Reserve (Fed) bereits die nächste Zinswende nach unten vorweg. Die Markterwartung für den kurzfristigen Zins liegt bei 4,4% und damit mit einem gehörigen Abstand von 0,7%-Punkten unter dem von den Fed-Mitgliedern für das Ende des Zinszyklus prognostizierten Niveau von 5,13% („Terminal Rate“).

Das von den Fed-Bankern im Durchschnitt projektierte Zyklus-Endziel von 5,13% läge 0,75% über dem aktuellen Leitzins von 4,38% (Mittelwert der angepeilten Leitzinsspanne für die „Fed Funds“ von 4,25% bis 4,50%). Daraus ließen sich Zinsanhebungen von einmal 0,5% – zum Beispiel am 1. Februar – und anschließend ein letztes Mal plus 0,25%, oder alternativ kleinere Schritte von dreimal plus 0,25% ableiten.

Wie auch immer, der Markt stellt sich gegen die Zentralbank-Projektion und rechnet nur mit einem kurzfristigen Zins von 4,4%. Er preist also eine Zinspause der Fed in naher

Zukunft, und einige Marktakteure sogar einen in diesem Jahr noch sinkenden Leitzins, ein. Dagegen wiederholen fast alle Fed-Notenbanker gebetsmühlenartig, dass es 2023 keine Zinssenkung geben wird. Das alte Börsencredo „don` t fight the Fed“, stelle dich nicht gegen die US-Zentralbank, wird also geflissentlich ignoriert.

Angesichts fallender Inflationsraten und andererseits weiter existierender Rezessionsbefürchtungen wird die Möglichkeit höherer Zinsen ausgeblendet. Von ihrem Inflationsziel von zwei Prozent, oder leicht darüber, sind die Fed und auch die Europäische Zentralbank (EZB) aber noch weit entfernt.

Und der Arbeitsmarkt, für die Fed im Rahmen ihres dualen Mandats neben der Inflation ihr zweiter großer Aufgabenbereich, gibt keine Rezessionssignale. Denn die würden die Notenbank unter Druck setzen umzuschwenken. Die konjunkturellen Schwächen liegen heute vor allem bei der Industrieproduktion, dem Bausektor und in Europa in der extrem gedrückten Konsumentenstimmung. Demgegenüber ist diesmal der Arbeitsmarkt auf beiden Seiten des Atlantiks in guter Verfassung, in erster Linie wegen der Nach-Pandemie-Lockerungen im Dienstleistungsgewerbe.

In den USA herrscht bei einer rekordniedrigen Arbeitslosenquote von 3,5% Vollbeschäftigung und in Deutschland bei einem zunehmenden Fachkräftemangel eine Rekordbeschäftigung von 45,6 Millionen Erwerbstätigen. Solange die Beschäftigung nicht einknickt, dürfte es 2023 allenfalls zu einer leichten Rezession kommen, die sogar noch ganz vermeidbar sein kann. Kein Anlass also für die Zentralbanken zinspolitisch frühzeitig umzuschwenken.

**Der Inflationsgipfel liegt hinter uns, aber der Weg zum Ziel ist noch weit:** Das Inflationsgespenst ist zwar noch nicht ganz vertrieben, aber der Höhepunkt der Teuerung scheint überschritten. Das ist die gute Nachricht für die Finanzmärkte. Die schlechte ist, dass die Preissteigerung noch weit über den Notenbankzielen liegt. Vor allem im Dienstleistungssektor steigen die Preise weiter an, im Güterbereich dagegen sinkt die Teuerung relativ schnell. Die starke Nachholnachfrage

nach Dienstleistungen, wie zum Beispiel in der Touristik und Freizeitindustrie nach dem Ende der Corona-Beschränkungen birgt mehr Inflationspotential als im Gütersektor.

Niemand kann genau sagen, inwieweit der Rückgang der Teuerung schon auf die angehobenen Zinsen zurückzuführen ist, oder allein auf die gefallenen Weltmarktpreise für Erdöl und andere Rohstoffe. In den USA lag der Jahresanstieg der Konsumentenpreise im Dezember bei 6,5% nach 9,1% im Juni, in der Eurozone deutlich höher bei 9,2% nach 10,6% im Oktober. Die kräftig gefallenen Rohöl- und Energiepreise sind in erster Linie dafür ausschlaggebend, in einigen europäischen Ländern auch diverse Preisdeckel. Die Kerninflation, ohne Energie und Nahrungsmittel, sinkt wesentlich langsamer und liegt in den USA mit 5,9% über der Kernrate von 5,2% in der Eurozone. In jedem Fall liegt auch diese bereinigte Preissteigerung noch weit über dem Zentralbankziel von 2%.

**Die Bilanzsaison ist noch im frühen Stadium, fällt bisher aber solide aus:** Der Reigen veröffentlichter Jahresabschlüsse der Unternehmen ist noch im Frühstadium, wie stets haben die US-Großbanken als erste ihre Bücher geöffnet. Konstatieren lässt sich, dass die Gewinne in dem Sektor wie erwartet unter Druck stehen, die Einbußen zum Vorjahr aber nicht so drastisch ausfallen wie befürchtet. Das dürfte für viele Branchen ähnlich aussehen.

Im US-Bankensektor haben sich aufgrund der gestiegenen Marktzinsen die Zinseinnahmen und die Zinsmarge kräftig verbessert und so konnten die Einbußen im Investmentbanking besser als erwartet kompensiert werden. Daneben legte noch das Handelsgeschäft mit Anleihen und anderen Zinsprodukten spürbar zu, während im Investmentbanking im engeren Sinne, dem Geschäft mit Börsengängen und in der Fusions- und Übernahmeberatung die Rückgänge hoch zweistellig ausfielen.

**Schwache Konjunkturindikatoren in den USA, etwas verbessert in Europa:** Die aktuellen Frühindikatoren lassen in Europa eine Stabilisierung der Wirtschaft auf niedrigem Niveau und für die USA einen fortgesetzten

Abschwung erwarten. Die einschlägigen Befragungen der Einkaufsmanager der Unternehmen fallen in den USA seit Juni kontinuierlich schlechter aus, wobei sowohl Auftragseingänge und -bestände als auch die verlangten Preise von Monat zu Monat ungünstiger beurteilt werden. Die Produktion hält sich noch über Wasser, weil noch Aufträge aus den Vormonaten abgearbeitet werden.

Auch andere harte Daten in der US-Wirtschaft bröckeln zusehends, wie die Einzelhandelsumsätze und die Nachfrage nach neuen und existierenden Häusern. Fels in der Brandung ist der Arbeitsmarkt mit einer rekordniedrigen Arbeitslosenquote und einem offenen Beschäftigungsangebot von 10,5 Millionen Stellen. In Europa haben sich die Konjunkturumfragen bei den Firmen dagegen stabilisiert und auch die vom Ifo- und ZEW-Institut abgefragte Geschäftseinschätzung deutscher Wirtschaftsführer und Ökonomen haben sich vom Tiefpunkt im September erholt. Es besteht also die Chance ohne oder nur einer kurzen Rezession davonzukommen.

**Zinsmärkte tendieren leicht abwärts bei zunehmend invertierter Struktur:** Sowohl in den USA als auch bei Bundesanleihen bleiben die Zinskurven invertiert, d.h. die kurzfristigen Zinsen liegen über den längerfristigen. Zum heutigen Zeitpunkt ist dieser Effekt sogar noch stärker geworden als im vierten Quartal. Die zehnjährigen Renditen haben sich nach dem äußerst dynamischen Anstieg im Vorjahr zuletzt ermäßigt, in den US-Treasuries vom 4,3%-Hoch im Oktober auf 3,5% und bei Bundesanleihen von 2,6% am Jahresende auf aktuell 2,2%. Dagegen sind die zweijährigen Renditen nur wenig gesunken, auf 4,2% in den USA und in Deutschland auf 2,6% nach einer Spitze von fast 2,8% am 2. Januar.

**Perspektiven für einen nachhaltigen Börsenaufschwung ab Jahresmitte:** Historisch folgt in den USA und Europa einem schwachen Börsenjahr in der Regel ein positives, mit der Ausnahme um die Jahrtausendwende, als dem Platzen der Internetblase 2000 im September 2001 der Terrorangriff auf New York und 2002 der Beginn des Irak-

Kriegs folgte war das in den vergangenen vierzig Jahren stets der Fall.

Damit sind zumindest die historischen Voraussetzungen für ein gutes Börsenjahr 2023 gegeben. In der Praxis bedarf es noch einer Stabilisierung der Unternehmensgewinne und einer konjunkturellen Bodenbildung. Da die Unternehmen ihre Kostenstrukturen frühzeitig an neue wirtschaftliche Gegebenheiten anpassen, Überkapazitäten reduzieren und Belegschaften straffen, was im Augenblick gut bei den großen US-Technologiekonzernen zu beobachten ist, werden sich die Firmengewinne im zweiten Halbjahr stabilisieren und können 2024 wieder kräftig ansteigen. Auch die Konjunktur dürfte spätestens gegen Jahresende und im nächsten Jahr wieder anziehen. Beste Voraussetzung und ein gutes Umfeld für Börsenkurse, die wie immer schon im Vorgriff auf einen kommenden wirtschaftlichen Aufschwung zulegen werden.

*FIDUKA, 24. Januar 2023*