

Börsenmonitor Mai 2023



- **Die Aktienmärkte bewegten sich zuletzt in einem Seitwärtstrend. Auch die jüngsten Entscheidungen der großen beiden Zentralbanken lassen noch nicht eine Trendumkehr erkennen, und können damit keine positiven Impulse geben.**
- **Der Streit um die Anhebung der Schuldenobergrenze in den USA rückt in den Blickpunkt. Dies könnte kurzfristig für steigende Volatilität sorgen. Allerdings rechnen wir nicht damit, dass die USA in eine selbstverschuldete Zahlungsunfähigkeit hineingeraten.**
- **Die Q1-Berichtssaison konnte die Erwartungen übertreffen. Die Gewinnerwartungen für das laufende Quartal bleiben jedoch noch negativ.**
- **Während diverse Faktoren für eine Konsolidierung bei Aktien sprechen, lassen die übertriebenen Zinssenkungserwartungen das Rückschlagpotential am Rentenmarkt steigen.**

Die Aktienmärkte bewegten sich über die letzten vier Handelswochen größtenteils seitwärts. So gaben die bedeutenden Aktienindizes S&P500 um 0,3% sowie der STOXX600 um 0,1% gegenüber dem Vormonat marginal nach. Der Unterschied in der Kursperformance fiel relativ gering aus, jedoch war im US-Aktienindex eine größere negative Marktbereite (mehr Verlierer als Gewinner) zu beobachten. Einmal mehr haben die Technologie-Unternehmen des S&P500 mit ihrer sehr hohen Gewichtung den Gesamtindex über Wasser gehalten. So konnten alleine die Schwergewichte Amazon.com, Alphabet und Microsoft einen Beitrag von 34 Indexpunkten auf sich verbuchen. Ohne diesen wäre der Rückgang um ca. 0,8 Prozentpunkte höher ausgefallen. Belastend auf den US-Aktienindex wirkte auch weiterhin die Entwicklung bei den US-Regionalbanken. Nachdem bereits mit der Silicon Valley Bank und der Signature Bank zwei US-Kreditinstitute seit März in die Abwicklung geschickt wurden, folgte nun auch die kalifornische First Republic Bank. Das Finanzinstitut hielt letzten Endes dem Druck der hohen Mittelabflüsse sowie des stark fallenden Aktienkurses nicht Stand. Die Bank wurde zum Monatsbeginn

der US-Einlagensicherung FDIC unterstellt und anschließend zu großen Teilen direkt an JP Morgan weiterverkauft. Wenig überraschend legte auch der Subsektor der Regionalbanken im S&P500 mit -15% gegenüber dem Vormonat eine äußerst schwache Entwicklung hin. Positiv war zu werten, dass die Sorgen bzgl. der US-Regionalbanken nicht über den Atlantik schwappten.

Geldpolitik - Fed bleibt unnachgiebig, EZB erhöht weiter: Die US-Notenbank erhöhte auf ihrer Sitzung am 3. Mai den Leitzins von 5,00% auf 5,25%. Fed-Chef Powell bestätigte auf der Pressekonferenz, dass die Zentralbank zwar eine konjunkturelle Abschwächung erkennt, dass aber zugleich noch der Arbeitsmarkt nach wie vor fest sei und die Inflation weiterhin deutlich über dem Ziel der Notenbank liegt. Der weitere geldpolitische Kurs solle zudem stärker von den eingehenden Konjunkturdaten abhängen. Insgesamt klangen die Worte Powells nicht nach einer Trendumkehr in der Geldpolitik, sondern eher nach einer abwartenden Haltung. Die US-Inflationsdaten weisen zuletzt mit dem minimalen Rückgang von 5% auf 4,9% zwar in die richtige Richtung, doch reicht dieses Tempo keineswegs aus, um die Fed bereits ab Sommer in den Zinssenkungsmodus wechseln zu lassen. Der Arbeitsmarkt in den USA ist zudem erstaunlich widerstandsfähig. Von einer wirklichen Schwäche kann angesichts eines Stellenzuwachses von mehr als 250.000 für den Monat April und einer rückläufigen Arbeitslosenquote (aktuell 3,4% nach 3,5%) nicht gesprochen werden. Ob die erwartete Konjunkturabkühlung in den nächsten Wochen visibler wird, dürfte weiterhin am Dienstleistungssektor liegen, der gemessen am Einkaufsmanager-Index (ISM-Index) mit einem Wert von 51,9 Punkten, sich im Gegensatz zum Verarbeitenden Gewerbe weiterhin im expansiven Bereich bewegt.

Lediglich einen Tag nach der Fed-Entscheidung hob die EZB den Einlagensatz um 0,25% auf 3,25% an. Daneben gaben die Währungshüter bekannt, dass der Abbau der Wertpapierbestände (des sog. Asset Purchase Programme; APP) im Umfang von durchschnittlich 15 Mrd. Euro pro Monat bis

Juni fortgesetzt wird. Danach will die EZB die Reinvestitionen der APP-Bestände komplett einstellen. Damit würde sich der Bilanzabbau in diesem Jahr auf rund 25 Mrd. Euro pro Monat erhöhen. Die fällig werden Mittel aus dem Pandemie-Notfallkaufprogramms (PEPP) sollen dagegen weiterhin bis Ende 2024 vollständig reinvestiert werden. Darüber hinaus hat EZB-Präsidentin Lagarde darauf hingewiesen, dass die Inflationsrisiken weiterhin aufwärtsgerichtet sind, das Zinsniveau noch nicht ausreichend restriktiv und entsprechend noch „ein gewisser Weg zu beschreiten“ sei. Die jüngsten Preisdaten geben der EZB-Präsidentin durchaus recht. Zwar ist die Gesamtinflation seit Oktober 2022 von 10,6% auf 7% gesunken, doch die Kernrate ohne die volatilen Preise für Energie und Lebensmittel, stagnierte zuletzt bei 5,5%.

Die Euro-Raum Konjunktur strotzt derzeit nicht unbedingt von Stärke (das Q1 BIP lag bei +0,1%), jedoch ist auch kein wirklicher Abschwung erkennbar. So konnte das ifo-Geschäftsklima zuletzt mit einem Indexwert von 93,6 und der S&P-Einkaufsmanagerindex für den Euro-Raum mit 54,1 jeweils den sechsten Anstieg in Folge verbuchen. Im Gegensatz zu der Fed, erscheinen uns die Zinserwartungen im Euro-Raum (aktuell werden zwei Zinserhöhungen zu jeweils 0,25% auf den Sitzungen im Juni und Juli erwartet) bzgl. des weiteren Leitzinspfads akkurater gepreist zu sein. Während die EZB damit unvermindert weiter an der Zinsschraube drehen dürfte, sollte die Fed es wohl noch vermeiden das Ende des Zinserhöhungszyklus auszurufen oder gar erste Zinssenkungen in Aussicht zu stellen. Entsprechend dürfte sich die Geldpolitik auf beiden Seiten des Atlantiks nicht als stützender Faktor für die Aktienmärkte erweisen.

US-Schuldenlimit – Ein altbekanntes Problem rückt in den Fokus: Mit der US-Schuldenobergrenze rückt ein altbekanntes Problem mehr und mehr in den Fokus der Marktteilnehmer. In den USA legt das Parlament in unregelmäßigen Abständen ein Schuldenlimit fest und bestimmt, wie

viel Mittel sich der Staat leihen darf. Die Schuldengrenze liegt aktuell bei ca. 31,4 Billionen USD. Bereits im Januar wurde diese erreicht und das US-Finanzministerium musste außerordentliche Maßnahmen einleiten, um den Schuldenstand nicht weiter ansteigen zu lassen. Jüngst gab die US-Finanzministerin Yellen bekannt, dass der Einsatz der außerordentlichen Maßnahmen ab 1. Juni ausgeschöpft sei. Auch wenn ein genaues Datum aufgrund der sich laufend ändernden Steuereinnahmen nicht angegeben werden, sollte das Finanzministerium einen groben Zeitraum einschätzen können. Ebenfalls die Analysen des Congressional Budget Office (CBO) sowie des Think Tank Bipartisan Center kommen zu dem Schluss, dass ein mögliches Auslaufen der außerordentlichen Maßnahmen ab Juni zu erwarten sei. Die Republikaner haben im Abgeordnetenhaus bereits einem Gesetz zugestimmt, dass signifikante Ausgabenkürzungen und gleichzeitig eine Anhebung des Schuldenlimits vorsehen. Im Senat, wo die Demokraten eine Mehrheit haben, hat dieser Vorschlag jedoch wohl keine Chance auf Zustimmung. Die heutige Situation ist vergleichbar mit der von 2011, als sich Republikaner und Demokraten nur 72 Stunden vor einem möglichen Zahlungsausfall der USA darauf einigten, die Schuldenobergrenze anzuheben und die Ausgaben um etwa den gleichen Betrag zu kürzen.

Im Vorgang der Einigung in 2011 waren spürbare Turbulenzen zu beobachten. So schwächte sich das Verbrauchervertrauen deutlich ab, der S&P 500 fiel in nur wenigen Wochen um fast 17% und die Risikoaufschläge für Unternehmensanleihen weiteten sich deutlich aus. Die Renditen mittel- bis langfristiger Staatsanleihen sanken um ca. 70 Bp, während die Renditen kurzfristiger Staatsanleihen aus Sorge vor einem Zahlungsausfall in die Höhe schnellten. Zudem stuft die Ratingagentur S&P die Vereinigten Staaten in Reaktion auf die Zuspitzung von der Top-Bonität AAA auf AA+ herab. Auch wenn die Fronten in Washington verhärtet zu sein scheinen, glauben wir daran, dass eine Einigung zu Anhebung der Schuldenobergrenze erfolgen wird, da die Konsequenzen für alle politischen Lager katastrophal wären und einen massiven

Vertrauensverlust an den Finanzmärkten zu Folge hätte.

Es ist wohl am wahrscheinlichsten, dass man sich im ersten Schritt auf eine temporäre Anhebung des Schuldenlimits einigt, das könnten beispielsweise 30 Tage sein, sodass etwas Zeit gewonnen wäre, um weiter zu verhandeln. Die Frist könnte auch bis zum 30. September verlängert werden, wenn ohnehin ein neuer Haushalt beschlossen werden muss und Präsident Biden die Ausgaben kürzen könnte, ohne das Gesicht zu verlieren. Für den Fall könnten die Befugnisse des Finanzministeriums zur Ausgabe von neuen Schuldtiteln bis September verlängert werden. Das politische Tauziehen dürfte bei den Marktteilnehmer für Nervosität sorgen. Die erhöhte Unsicherheit sollte sich tendenziell belastend für die Aktienmärkten auswirken. Die Nachrichtenlage aus Washington dürfte somit erheblichen Einfluss auf die Kursbewegungen in den nächsten Wochen haben.

Q1-Berichtssaison überrascht positiv:

Die Berichtssaison über die Ergebnisse des ersten Quartals neigt sich dem Ende entgegen. Unterm Strich fielen bislang die Ergebnisse gut aus. Die Unternehmen des S&P500 konnten zu 77% die Gewinn- und zu 74% die Umsatzprognosen übertreffen. Auf Index-Ebene liegt der Gewinnrückgang gegenüber dem Vorjahr "nur" bei 3,4%. Das ist deutlich besser als das im Vorfeld erwartete Minus von 7,1%. Im europäischen Stoxx600 haben bislang 363 Unternehmen sowohl den Gewinn als auch die Umsatzerwartungen übertroffen. Damit lagen knapp zwei Drittel der Ergebnisse über den Schätzungen der Analysten. Statt der vorab erwarteten 8,4% Gewinnrückgang wird derzeit ein Anstieg von 3% verzeichnet. Auch wenn die Analysten ihre Gewinn-schätzungen im Verlauf des ersten Quartals teils übertrieben nach unten geschraubt haben, überraschen die präsentierten Zahlen vor dem Hintergrund einer relativ schwachen Konjunktur-entwicklung. Da die Absatzmengen schwächeln und die Kosten insbesondere für Fracht, Rohstoffe und Löhne gestiegen sind, nutzen die Unternehmen verstärkt die Möglichkeit von Preiserhöhungen. Diese Entwicklung lässt

sich bei vielen Unternehmen in den weniger konjunkturabhängigen Sektoren beobachten. Nicht selten bewegen sich die Preisanpassungen im zweitstelligen Bereich wie zum Beispiel bei Mondelez (+16%), Pepsi (+16%), Reckitt (+14%), Carlsberg (+12%) und Unilever (+11%). Trotz der zuletzt positiven Gewinnrevisio- nen bleiben die Gewinnerwartungen für das zweite Quartal verhalten. Sowohl für die USA (-5,6%) wie auch im Euro-Raum (-4,4%) wird weiterhin mit rückläufigen Gewinnen im Jahresvergleich gerechnet. Auch wenn kurzfristig erneut viel Pessimismus in den Schätzungen beinhaltet sein dürfte, ist mit einer nachhaltigen Trendumkehr beim Gewinnwachstum erst im nächsten Jahr zu rechnen.

Rentenmärkte – Der Druck auf die Renditen steigt: Der Pessimismus an den Rentenmärkten bleibt weiterhin ausgeprägt. Während sich der Aktienmarkt von den kurzfristigen Turbulenzen rund um die US-Regionalbanken und die Credit Suisse spürbar erholen konnte, so notieren die Renditen auf beiden Seiten des Atlantiks weiterhin auf niedrigen Niveaus. Die Rendite der 10-jährigen Bundesanleihe liegt mit rund 2,25% noch deutlich unter den Jahreshöchstständen von 2,75%, und auch die Rendite der 10-jährigen US-Staatsanleihe handelt bei 3,45% nicht allzu sehr entfernt von ihrem Jahres-Tief. Schaut man sich die jüngsten Entwicklungen bei den Inflationsdaten an, so ist in den USA sowie auch im Euro-Raum kaum mit einem kurzen Verweilen auf dem Zinsgipfel zu rechnen. Vielmehr dürfte sich eine Art Plateau bei den Leitzinsen herausbilden. Je mehr sich die Investoren aber auf ein Szenario einstellen, in dem die Leitzinsen auch langfristig eher höher als niedriger sein werden, desto größer wird der Druck auf die längeren Laufzeiten zunehmen. Die kurzen Laufzeiten dürften sich dieser Aufwärtsbewegung nicht ganz entziehen, allerdings bieten sie mit ihrer aktuell höheren Rendite (Unterschied zwischen 10- und 2-jähriger Rendite im Euro-Raum und in den USA bei 0,3 bzw. bei 0,5 Prozentpunkte) und dem geringerem Zinsänderungsrisiko einen größeren Schutz. Selbst-

wenn die EZB sich mit Zinsanhebungen zurückhalten sollte, dürfte sie alternativ (wie bei der jüngsten Sitzung geschehen) den Abbau ihres Wertpapierbestand als Instrument nutzen. Mit der jüngsten Entscheidung schrumpft das APP-Portfolio um ca. 180 Mrd. Euro in diesem Jahr und um ca. weitere 330 Mrd. Euro im nächsten Jahr. Andeutungen für weitere Anpassungen sollten zwangsläufig die Nervosität vor allem bei Anleihen mit längeren Laufzeiten und hier vor allem bei Anleihen aus der Peripherie zunehmen lassen.

Die Kapitalmärkte treten in eine schwierige Phase ein: Die relativ schwankungsarme Phase an den Aktienmärkten der letzten Wochen sollte sich nicht so einfach fortsetzen. Zum einen sollte das Thema „US-Schuldenobergrenze“ kurzfristig für Nervosität sorgen, und zum anderen beginnt nun die saisonal schwierige Periode. Die ambitionierte Bewertung (insbesondere in den USA), die niedrige Volatilität sowie die fehlende Marktbreite erhöhen das Rückschlagpotential. Die relativ schwache Konjunktorentwicklung gepaart mit einer (noch) restriktiven Geldpolitik sollte tendenziell für Gegenwind sorgen. Dieser sollte auch nach wie vor die Rentenmärkte belasten, die bzgl. der Inflationserwartungen bereits sehr viel vorweggenommen haben. Wir sehen weiterhin, dass sich die Aussichten ab dem Herbst in Summe verbessern sollten. Der dann erreichte Zinsgipfel im Euro-Raum in Kombination mit der höheren Visibilität bei der konjunkturellen Entwicklung sowie einer sich anbahnenden Verbesserung bei den Unternehmensgewinnen für 2024, sollte den Investoren eine insgesamt günstigere Ausgangslage bieten.

FIDUKA, 16. Mai 2023