

Börsenmonitor September 2023



- **Der August war nach dem Mai der zweite Börsenmonat mit einem Minuszeichen in diesem Jahr. Für den DAX-Index war er mit minus 3% der schwächste Monat, in den USA verloren Aktien etwa 2% an Wert. Die Jahresperformance beträgt nach acht Monaten immer noch plus 14,5% im DAX und etwa plus 5% bei den US-Werten.**
- **Die Zinsen sind wieder gestiegen und die Inflation kühlt sich nicht mehr so schnell ab, wie von den Zentralbanken gewünscht. Auch die Geldmengen in der Eurozone und den USA schrumpfen immer weiter. Dafür haben die Halbjahresbilanzen der Unternehmen erneut überzeugt, die befürchtete Welle an Gewinnwarnungen ist nicht eingetreten. Außerhalb der USA sind die Aktienmärkte weiter niedrig bewertet.**
- **Angesichts schwächerer Konjunkturindikatoren hält sich die US-Wirtschaft mit Hilfe eines kräftigen fiskalischen Anschubs erstaunlich gut. In Europa und spezifisch Deutschland überwiegen dagegen rezessive Tendenzen, hierzulande herrscht „Stagflation“.**

Die Zinsen steigen - die Börsen fallen: Ein klassisches Muster im August also. Steigende Zinsen sind ja in der Regel Gift für die Aktienbörsen. Zuletzt hatten sich die Märkte mit den restriktiven Notenbanken und ihrer Inflationsbekämpfung engagiert. Im Juni und Juli stiegen die Kurse, obwohl die Europäische Zentralbank (EZB) den Leitzins zweimal und die US-Notenbank (Fed) einmal weiter anhub. Das funktionierte zunächst ohne größere Friktionen, zumal sich die Inflationsraten zwar langsam, aber kontinuierlich Monat für Monat zurückbildeten. Der DAX erreichte am Juli-Monatsende sogar ein neues Allzeithoch bei 16.529 Punkten.

Aber im August hat sich das Bild geändert, denn die Teuerung erweist sich als zählebiger als gedacht. Der Inflationsabbau ist zum Stillstand gekommen, die Kerninflationsraten steigen zum Teil wieder an. Und im Dienstleistungsbereich nehmen die Preise ebenfalls beschleunigt an Fahrt auf, wohl vor allem deshalb, weil in dem Sektor der Einfluss von Lohnsteigerungen überproportional groß ist.

Das hat am Kapitalmarkt vor allem im kurzfristigen Laufzeitbereich neuerliche Zinsängste ausgelöst. Die zweijährigen Staatsanleiheren-

ditionen stiegen in den USA und Deutschland zwischenzeitlich wieder bis auf die Anfang März erreichten Höchstrenditen an, in den Vereinigten Staaten erreichten sie Ende August mit 5,1% ein 16-Jahreshoch und in Deutschland Mitte Juli die 3,3%-Marke. Seitdem gaben sie wieder etwas auf 4,8% (USA) bzw. 2,9% (Bundesanleihen) nach. Damit liegen sie immer noch signifikant über den Renditeständen von Anfang Mai – in den USA um einen vollen Prozentpunkt und in Deutschland um einen halben. Am langen Ende der Zinskurve war der Anstieg moderater, zehnjährige US- und Bundesanleihen notieren um 0,8% bzw. 0,4% höher als noch Anfang Mai.

Notenbanken – das Dilemma für die EZB wird größer: Die schwachen Konjunkturdaten in Europa und an der Spitze Deutschlands verschlimmern für die EZB ihre Dilemmasituation. Eigentlich erfordert die hohe Inflation mindestens noch eine Zinserhöhung, aber das nachlassende Wirtschaftswachstum setzt sie unter Druck im September die Zinsen unverändert zu lassen, um nicht die Wirtschaft mit noch höheren Zinsen zu belasten.

Bei der Federal Reserve in den USA könnte es im September zu einer Zinspause in diesem Aufwärtszyklus kommen. Sie hat etwas mehr Spielraum als die EZB und der Leitzins ist ohnehin um gut ein Prozent höher als in der Eurozone, obwohl die Inflation mit 3,2% im Juli (Kernrate 4,7%) niedriger ist als in der Eurozone (5,3% vorläufig im August, Kernrate ebenfalls bei 5,3%).

Bereits im Juni hatte die Fed einmal pausiert und den Zins unverändert belassen. Das könnte sie im September wiederholen, um abzuwarten, wie sich der höhere Zins längerfristig auf Inflation und Arbeitsmarkt auswirkt. Am Arbeitsmarkt gibt es erste Anzeichen einer Abschwächung, die Zahl der offenen Stellen ist im Juli auf 8,3 Mio. zurückgegangen von 10,3 Mio. im April. Die Arbeitslosenquote stieg im August auf 3,8% nach 3,4% im April. Nach Einschätzung von Fed-Präsident Powell ist das Inflationsziel von 2% nicht zu erreichen, ohne einen sich abschwächenden Arbeitsmarkt. Insofern kommen die neuen Daten von der Arbeitsmarktstatistik der Fed durchaus nicht ungelegen und könnte sie zur Aussetzung einer weiteren Zinsstraffung animieren.

Die Geldmenge schrumpft in den USA und der Eurozone immer weiter: Genauso restriktiv wie die Zinsanhebungen auf die Wirtschaft wirkt eine permanente Reduktion der Geldmenge. Denn die Geldversorgung der Wirtschaft durch die Notenbanken befindet sich in der Eurozone und den USA auf einem ausgeprägten Rückzug. In der Eurozone schrumpft die Geldmenge M1 (Bargeld plus Sichteinlagen von Nichtbanken) seit Januar beschleunigt, zuletzt im Juli mit einer negativen Jahresrate von 9,2%, was es seit Einführung des Euro-Buchgeldes 1999 noch nie gegeben hat.

Auch M3 in der breiteren Abgrenzung ging um 0,4% im Juli erstmals seit mehr als 13 Jahren wieder zurück. So nimmt auch die Kreditvergabe an Unternehmen und Haushalte nur noch äußerst moderat zu. In den USA geht die Geldmenge M2 ebenfalls seit Monaten zurück, zuletzt mit einer Jahresrate von minus 3,7%. Die Geldversorgung ist mittelfristig durchaus eng korreliert mit den jeweiligen Börsentrends im Dollar- und Euroraum.

Die Liquiditätsverknappung spiegelt sich auch in den Bilanzsummen der Notenbanken wider. Die sind in den Jahren seit der Finanzkrise und nochmals seit der Pandemie im März 2020 synchron um mehrere Billionen USD und Euro angeschwollen. Seit zwei Jahren befinden sich beide Zentralbankbilanzen massiv auf dem Rückzug. Die Bilanz der US-Fed ist von 8,94 Bio. USD im April 2022 mittlerweile auf 8,12 Bio. USD geschrumpft, die der EZB von 8,84 Bio. EUR im Juni 2022 noch schneller bis auf 7,15 Bio. EUR. Die sehr maue Wirtschaftsentwicklung ist denn auch eine Reflexion der ebenfalls immer schwächer werdenden Kreditvergabe an Unternehmen im Euroraum.

Bislang beste Investments im insgesamt wenig veränderten dritten Quartal: Die stärksten Aktien im Juli und schwachen August kamen in Amerika aus der Energie-Branche (+11,6%) und in Europa aus den Sektoren Immobilien (+8,4%), in dem sich vor allem die vorher arg unter die Räder gekommenen deutschen Titel Vonovia und Aroundtown markant erholen konnten, und ebenfalls Energie (+7,6%), wo die großen multinationalen Ölkonzerne vom eingeschränkten Erdölangebot

der OPEC+ Länder profitieren konnten. Kommunikations-Dienstleistungen (+6,0%, u.a. Alphabet/Google und Meta/Facebook) sind der zweitstärkste US-Sektor vor Finanzwerten (+2,9%), die auch in Europa (+5,9%) nach weitgehend über den Erwartungen hereingekommenen Zwischenbilanzen einen guten Lauf hatten.

Am Ende der Skala rangieren in den USA Versorgeraktien (-4,3%) und nicht-zyklische Konsumwerte, wo eine Reihe von Einzelhandelsketten schwache Halbjahresberichte abliefern. In Europa bilden Auto- und Zulieferwerte (-6,4%) die Schlusslichter, aus Angst vor der chinesischen Konkurrenz und der teuren Elektro-Transformation, noch hinter den enttäuschenden Konsumprodukt- und Dienstleistungsanbietern (-6,2%), Reise- und Freizeitwerten (-5,4%) und ebenfalls den Versorgern (-4,6%).

Don't sell in May – Besser nicht im Mai verkaufen: Die alte Börsenregel „Sell in May and go away“, verkaufe deine Aktien im Mai und halte dich über den Sommer von der Börse fern, hat sich in diesem Jahr ein weiteres Mal nicht bewährt. In den Sommermonaten Juni und Juli zogen die Börsen spürbar an. Erst im August folgte die kurze Marktkorrektur, aber nach einem zwischenzeitlichen Kursverlust von 1.060 Punkten oder 6,4% im DAX, fällt sie bis zum Monatsende wenig dramatisch aus. Allerdings folgt bei einer saisonalen Betrachtung jetzt mit dem September der historisch schwächste Börsenmonat des Jahres. In den letzten Jahren war es für Anleger wenig hilfreich sich an dieser früher gültigen Saisonregel auszurichten.

Außerhalb der Vereinigten Staaten sind die Aktienmärkte niedrig bewertet: Die leichten Kurseinbußen im August hätten die Aktienbörsen bei der Gewinnbewertung etwas günstiger gemacht. Auf der anderen Seite sind aber auch die Gewinnprognosen für die Unternehmen leicht nach unten korrigiert worden. Und vorneweg sind die Zinsen merklich angestiegen, so dass sich die Aktienrisikoprämie, also der Bewertungsabschlag den Anleger den Dividendenpapieren für ihr höheres Risiko gegenüber Anleihen abverlangen, ermäßigt hat.

Die Gewinnrendite (Gewinnerwartungen im Verhältnis zur Marktkapitalisierung von Unternehmen) liegt für die amerikanischen Aktien aus dem S&P500-Index bei etwa 5,4% und damit 1,2%-Punkte über der Rendite zehnjähriger Treasuries von 4,2%. Mithin beträgt die Risikoprämie für US-Aktien nunmehr magere 1,2% bei einem Kurs/Gewinnverhältnis (KGV) von 18,4 bezogen auf die 2024er-Ertragserwartungen.

Europäische Aktien sehen demgegenüber wesentlich günstiger aus. Bei einem KGV 2024 von 11,9 liegt die Aktiengewinnrendite bei komfortablen 8,4%. Bei einer Rendite zehnjähriger Staatspapiere zwischen 2,6% (Deutschland) und 4,3% (Italien) beträgt der Risikoaufschlag für Aktien zwischen 5,8% und 4,1%, einem erheblich größeren Puffer als am amerikanischen Markt. Gerade der deutsche Aktienmarkt ist mit einem KGV 2024 von 10,3 im internationalen und auch innereuropäischen Vergleich niedrig bewertet, wahrscheinlich auch weil die Risiken für deutsche Unternehmen von den Marktteilnehmern erhöht eingeschätzt werden (hohe Energiepreise, möglicherweise unsichere Gasversorgung im Winter, schwierige Wettbewerbssituation der schwergewichtigen Autoaktien).

Sind Aktien also nur im Sommerloch oder doch inmitten einer größeren Korrektur? Die Gewinnstabilität der Unternehmen und die konstruktive Bewertung, besonders der europäischen Aktienmärkte, sprechen gegen eine tiefere Ausweitung der Korrektur an den Börsen. Nochmalige Einbußen zwischen fünf und zehn Prozent wären aber dann möglich, wenn die Inflation wieder über mehrere Monate einen Trend nach oben aufzunehmen droht und die Notenbanker entsprechend restriktiv dagegenhalten müssten. Eine Zinspause würde dann in weite Ferne rücken.

Eine zweite Gefahr liegt in einem schärferen Wirtschaftseinbruch, insbesondere einer Rezession in den USA, wodurch die bisher widerstandsfähigen Kalkulationen für die Unternehmenserträge ins Wanken geraten würden. Gewinneinbrüche auf breiter Front hätten zweistellige Kurseinbußen zur Folge. Im Moment erwarten die Marktteilnehmer, dass die US-Unternehmen ihr Gewinntief im laufenden

Quartal durchschreiten werden und anschließend die Erträge wieder zu steigen beginnen. In Europa sollte die Gewinndelle noch bis in das erste Quartal 2024 hineinreichen und anschließend eine sich beschleunigende Erholung einsetzen. Damit ergäben sich vor allem für 2024 perfekte Perspektiven für einen nachhaltigen Kursaufschwung. Zumindest bis zum vierten Quartal in diesem Jahr dürfte sich zunächst die Seitwärtstendenz an den Börsen fortsetzen.

Aktienkurse folgen auf längere Sicht immer den Gewinnrends, sofern sich das Zinsumfeld nicht ändert. Deshalb kommt dem weiteren Inflationstrend und den Zinsmärkten sehr hohe Bedeutung zu. Die Zentralbanker beteuern immer wieder, dass ihr Zwei-Prozentziel für die Preisentwicklung unverändert Gültigkeit hat und können deshalb in ihrer Zinspolitik nur innehalten, wenn die Teuerung sich weiter und möglichst schnell auf dem Rückzug befindet. Bis dahin müssen sich Anleger wohl noch ein wenig gedulden.

FIDUKA, 4. September 2023