

Börsenmonitor November 2023



- **Die Aktienmärkte hatten im Oktober weiterhin einen schweren Stand, da sowohl in den USA als auch in Europa deutliche Rückgänge in allen Indizes verzeichnet wurden.**
- **Zum Monatswechsel änderte sich die Stimmung schlagartig. Die US-Notenbanker zeigten sich zurückhaltender, insbesondere mit dem zwischenzeitlichen Erreichen der 5%-Marke bei den 10-jährigen US-Staatsanleihen. Seitdem verzeichnen die Aktienmärkte wieder steigende Kurse.**
- **Die Berichtssaison für das dritte Quartal konnte vor allem in den USA überzeugen und unterstützte den durch die Notenbanker induzierten Aufwärtstrend der letzten Wochen.**
- **Obwohl die Anleihe-Renditen den rasanten Rückgang der letzten beiden Wochen nicht einfach so fortsetzen dürften, ergibt sich derzeit ein konstruktives Gesamtbild für einen versöhnlichen Jahresausklang an den Aktienmärkten.**

Der Handelsmonat Oktober gab wenig Grund zur Freude für die Investoren an den Finanzmärkten. Weiterhin dominierten die Ängste bezüglich eines weiteren Zinsanstiegs das Geschehen. So gaben die beiden großen Aktienindizes in den USA (S&P500) und Europa (STOXX600) um 2,2% bzw. 2,7% nach. Auf der Sektoren- bzw. Einzeltitlebene war ein ähnliches Muster wie in den beiden Vormonaten zu erkennen. Die Aktienkurse zyklischer Unternehmen wie z.B. aus dem Automobil- (-8%) und Industriesektor (-5%) wurden überproportional abgestraft, während defensive Sektoren (Versorger +3,4%) gefragt waren. Zum Monatswechsel setzte allerdings eine abrupte Trendwende ein. Während sich die Kinder die Frage zu Halloween stellen, ob es Saures oder Süßes gibt, verteilte die US-Notenbank mit ihren sehr vorsichtigen Statements zur weiteren Geldpolitik „Süßes“ an die Investoren, was zu großer Erleichterung in der ersten November-Woche führte. Da auch zuvor die EZB bei der Zinsfrage die Füße stillgehalten hatte, setzte sich die Erkenntnis durch, dass sich die Zinskrise nicht weiter verschärfen wird und das Zinsplateau definitiv erreicht ist. Der Renditerückgang der Staatsanleihen fiel entsprechend beachtlich aus. Die 10-

jährigen US-Treasuries gaben in der Spitze von leicht über 5% auf zeitweise 4,4% nach. Aktien reagierten mit einer Erleichterungsrally. Gut 3% gewannen Dividendentitel weltweit hinzu und verbuchten damit eine der besten Handelswochen des Jahres. Der deutsche Leitindex DAX nahm nach der schwachen Entwicklung im Oktober in der ersten Novemberwoche mit Leichtigkeit die Marke von 15.000 Punkten. Im S&P500 wurde auch die charttechnisch bedeutende 200-Tagelinie wieder überschritten, die zuvor im Oktober nach unten hin durchbrochen wurde. Darüber hinaus verlor auch der Ölpreis trotz geopolitischer Risiken vom Jahreshoch, und Gold konnte die Marke von 2.000 US-Dollar je Feinunze nicht halten. Wenig überraschend war es daher, dass zinssensitive Titel und Wachstumswerte wie z.B. aus dem Immobiliensektor (+6%) und Technologiesektor (+5,8%) seit dem Monatsbeginn das Gewinnerfeld anführen. In Summe sollte die jüngste geldpolitische Entwicklung, gepaart mit rückläufigen Inflationsraten und einer ausbleibenden Rezession in den USA, ein konstruktives Gesamtbild für die Aktienmärkte für das Jahresende ergeben. Damit stehen die Chancen gut, dass die dreimonatige Durststrecke mit negativen Erträgen an den Aktienmärkten nun zum Ende kommt.

Geldpolitik – Fed-Chef Powell schlägt vorsichtigere Töne an: Die US-Notenbank beschloss auf ihrer Sitzung am 1. November, das Zielband des Leitzinses unverändert bei 5,25% - 5,5% zu belassen. Damit wird erstmals nach Zinsanhebungen um insgesamt 525 Basispunkte seit März 2022 der Leitzins zum zweiten Mal in Folge und insgesamt zum dritten Mal im laufenden Jahr konstant gehalten. Die US-Währungshüter hielten an der seit Mai gebräuchlichen Formulierung fest, wonach das Ausmaß einer weiteren geldpolitischen Straffung von der Wirkung bisheriger Zinserhöhungen sowie von der Konjunkturerwicklung und den Finanzierungskonditionen abhängt. Fed-Chef Powell schürte allerdings auf der anschließenden Pressekonferenz Zweifel an der Notwendigkeit einer weiteren Straffung. Zwar unterstrich

er, dass noch ein langer Weg bis zum Inflationsziel vorliegt, allerdings verwies er auch stark auf die bisherigen getätigten Zinsschritte und betonte, dass der geldpolitische Ausschuss angesichts des Erreichten vorsichtig agieren werde. Da bereits in den Vorwochen mehrere Fed-Mitglieder den kürzlich rasanten Zinsanstieg als einen bedeutenden Belastungsfaktor für die US-Konjunktur bezeichneten und ein weiteres Vorgehen als kaum notwendig angesehen wurde, wurden Powells Aussagen dahingehend interpretiert, dass die US-Notenbank nun ihren Zinsgipfel erreicht hat.

Ebenfalls konnten die jüngsten Konjunkturindikatoren die Zinseuphorie weiter entfachen. Der US-Arbeitsmarktbericht für Oktober wies einen Stellenaufbau von 150.000 auf und fiel somit deutlich geringer aus als im Vormonat (336.000). Die Werte der beiden Vormonate wurden zudem um 101.000 Stellen nach unten revidiert. Die Arbeitslosenquote lag mit 3,9% leicht höher als von den meisten Volkswirten erwartet, und der Lohnzuwachs lag in der Monatsveränderung mit +0,2% unterhalb der Erwartungen. Auch die bedeutenden US-Einkaufsmanager-Indizes des Institute of Supply Management (ISM) zeigen eine sich verlangsamende konjunkturelle Entwicklung an. So verzeichnete der Index für die Industrie einen Rückgang um 2,3 auf 46,7 Punkte, womit weiterhin eine schrumpfende Wirtschaftsaktivität angezeigt wird. Der Dienstleistungssektor liegt zwar mit 51,8 Punkten weiterhin im Expansionsbereich, konnte aber sein komfortables Niveau der Vormonate (6-Monatsdurchschnitt liegt bei 53 Punkten) nicht ganz halten. Damit liefern die Schwergewichte unter den US-Konjunkturindikatoren triftige Argumente dafür, dass die US-Notenbank ihre Geldpolitik auch im Dezember unverändert belässt. Auch ein vorsichtiger Blick ins neue Jahr lässt erkennen, dass mit nachlassendem Inflationsdruck bei zugleich sich verlangsamender Konjunktur (Konsensschätzung für das US-BIP 2024 liegt bei 1,0%) der Bedarf weiterer Zinsschritte nach oben nicht wirklich besteht. Entsprechend zeigen die aus den Zins-Futures abgeleiteten Wahrscheinlich-

keiten für eine Erhöhung in der Spitze für die nächsten drei Monate einen Wert von 16% an. Noch vor drei Wochen lag dieser Wert bei leicht über 40%. Dagegen werden erstmals mehrheitlich Zinssenkungen ab Juli 2024 angezeigt.

Für die Entwicklung an den Finanzmärkten stand die Zinsentscheidung der EZB am 26. Oktober eindeutig im Schatten der US-Notenbank. Nach zehn Zinserhöhungen in Folge wurden der Einlagensatz sowie der Refinanzierungssatz unverändert auf 4% bzw. 4,5% belassen. Die Ausgangslage für die Inflationsbekämpfung gestaltet sich derzeit günstiger für die EZB. Der Rückgang der EWU-Inflation von 4,3% auf 2,9% im Oktober fiel deutlich höher aus als erwartet. Zwar hält sich die Kerninflation mit 4,1% noch relativ hartnäckig, aber diese dürfte mit zunehmend schleppender Konjunkturentwicklung einem zunehmenden Abwärtsdruck ausgesetzt sein. Das EWU-BIP verzeichnete im dritten Quartal sogar einen leichten Rückgang von -0,1%. Da sich die Frühindikatoren der Industrie mehrheitlich noch im Kontraktionsbereich befinden (wie z.B. der Einkaufsmanager-Index für die Euro-Zone mit 46,5 Punkten), ist auch kein wirklicher Impuls für die Aktivität im Winterhalbjahr zu erwarten. Daher dürfte auch die EZB mit ihrem Zinserhöhungszyklus aller Wahrscheinlichkeit nach am Ende sein.

Q3-Berichtssaison – US-Unternehmen beenden negativen Gewinntrend: Neben dem Zentralbankgeschehen stand in den letzten Wochen die Quartalsberichtsaison im Fokus. In den USA haben bereits etwas mehr als 90% der S&P500-Unternehmen ihre Gewinne für das dritte Quartal 2023 präsentiert. Während etwas mehr als die Hälfte der Unternehmen beim Umsatz die Erwartungen der Analysten übertreffen konnten, schlugen dagegen 82% der Unternehmen bei den Gewinnen die Konsensschätzungen. Dieser Wert liegt deutlich über dem langfristigen Durchschnitt von 74%. Wenn sich das aktuelle Bild bis zum endgültigen Ende der Berichtssaison bestätigen sollte, wäre dies der höchste Prozentsatz an S&P 500-Unternehmen seit Q3 2022, die eine positive EPS-Überraschung

melden. Mit einem tatsächlichen Gewinnzuwachs von 2,7% gegenüber dem Vorjahr wird erstmalig seit Q3 2022 wieder ein positives Gewinnwachstum in den USA verbucht. Damit kann man die Gewinnrezession im S&P500 für beendet erklären. Ein erneut starkes Gewinnwachstum bei den Big-Tech-Unternehmen, ein robuster Arbeitsmarkt, der die Verbraucherausgaben stützt, und ein absehbares Ende der Verlangsamung im verarbeitenden Gewerbe sind allesamt wichtige Faktoren für den weiteren Gewinnausblick. Im Gegensatz zum Bruttoinlandsprodukt sind die Gewinne des S&P 500 eher auf Güter als auf Dienstleistungen ausgerichtet, so dass eine Erholung der „Güterkonjunktur“ die Erträge in Zukunft tendenziell stützen dürfte.

Die Berichtssaison in Europa fiel deutlich verhaltener aus. Von den STOXX600-Unternehmen konnten 55% die Gewinnerwartungen übertreffen. Der Gewinnrückgang um etwa 13% wirkt im Vergleich zu den USA enttäuschend, und auch die Umsätze wurden lediglich von 49% der Unternehmen übertroffen. Vier der zehn Sektoren im Index wiesen eine Verbesserung der Erträge im Vergleich zu Q3 2022 auf. Der Finanzsektor verzeichnet das höchste Gewinnwachstum (+21,7%) für das abgelaufene Quartal, während der Grundstoff- und der Energiesektor die schwächsten Werte präsentierten. Rechnet man diese beiden zyklischen Sektoren, die mit signifikant negativen Basiseffekten bei den Rohstoffpreisen belastet wurden, heraus, würde sogar ein leicht positives Gewinnwachstum von ca. 1-2% in Europa zu Buche stehen. Zuversicht sollten neben dem zuletzt leicht positiven Gewinnrevisionstrend die für das vierte Quartal weniger stark zu erwartenden Basiseffekte im Energiesektor geben. Auch wenn die Gewinnsituation insgesamt stark die Schwäche auf der Makroebene widerspiegelt, sollten die Investoren jedoch nicht vergessen, dass bewertungstechnisch (auf Basis der 2024er-KGVs) der alte Kontinent (11,4) derzeit günstiger bewertet ist als der US-Markt (16,5).

Rentenmärkte – Anleger unter Hochspannung durch Rendite-Entwicklung:

Wer grundsätzlich davon ausgeht, dass es an den Rentenmärkten immer langweiliger zugeht als an den Aktienmärkten, wurde in den letzten Wochen eines Besseren belehrt. Die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen lag am 23. Oktober noch knapp oberhalb von 5% und damit auf dem höchsten Niveau seit 2007. Sie fiel aufgrund sehr vorsichtiger Töne seitens der Notenbank, insbesondere von Fed-Chef Powell, zügig auf das aktuelle Level von 4,5% zurück. Auch wenn der Zinsgipfel hinter uns zu liegen scheint, ist eine Fortsetzung dieses rasanten Trends kurzfristig unwahrscheinlich. Die US-Konjunktur dürfte sich zwar abschwächen, dies allerdings nur relativ langsam. Gleiches gilt für die Inflationsraten, die zwar zurückkommen, aber hartnäckiger sind als erwartet. Neben den fundamentalen Faktoren macht sich mehr und mehr die rege Aktivität auf der Angebotsseite bemerkbar, die die Renditen tendenziell stützt. Der US-Haushalt benötigt sehr viel Geld, um die zahlreichen Ausgabenprogramme zu stemmen (zuletzt kamen neue Ukraine- und Israel-Hilfen hinzu). Gleichzeitig mangelt es zunehmend an Käufern. China und Japan, die zwei größten Halter von US-Staatsanleihen, fokussieren sich mehr auf ihre Heimatmärkte, um Reinvestitionen zu tätigen. Der Anstieg der Renditen langlaufender Bundesanleihen bis knapp unter 3% ging nicht von der Geldpolitik der EZB aus und auch nicht von den langfristigen Inflationserwartungen (diese waren sogar rückläufig). Stattdessen war der wichtigste Treiber die Entwicklung bei den US-Staatsanleihen. Auch wenn zu erwarten ist, dass der Zusammenlauf mit den US-Renditen mittelfristig weniger stark ausfallen dürfte, ist eine spürbare Entkoppelung vom US-Markt weiterhin nicht zu erwarten.

Fazit – Ein versöhnlicher Jahresausklang ist zu erwarten:

Das verbal vorsichtigeres Vorgehen der Fed lässt erkennen, dass zuletzt ein Renditeniveau erreicht wurde, das selbst den US-Notenbankern Unbehagen bereitet hat. Die Unsicherheit bezüglich der Zinsentwicklung hat damit deutlich abgenommen. Diese stellte seit dem Sommer den primären Bremsfaktor für die Aktienmärkte dar. Da dieser Faktor zusehends weniger belastend wirken dürfte, stehen die Vorzeichen für die Aktienmärkte gut. Zudem runden das Ende der Gewinnrezession in den USA, der noch hohe Kassenbestand vieler institutioneller Anleger (einhergehend mit immer noch leichtem Pessimismus) sowie die teils günstigen Bewertungen (insbesondere in Europa) das konstruktive Bild für die Aktienmärkte bis zum Jahresende ab. Auf der Makro-Ebene sind die Wachstumsrisiken in der Euro-Zone sowie in China mehrheitlich bekannt, und die regionalen Frühindikatoren (vor allem in Europa) bieten auf ihren aktuellen Niveaus kaum noch Enttäuschungspotential. Die vor einem Monat noch gefürchteten (geo)-politischen Faktoren in Form des US-Haushaltsstreits und des Konflikts im Gaza-Streifen konnten vertagt bzw. eingedämmt werden. Somit dürfte der Nährboden für einen versöhnlichen Jahresausklang an den Finanzmärkten gelegt sein.

FIDUKA, 13. November 2023