

## Börsenmonitor Februar 2024



- **Die im Oktober gestartete Rallye an den Aktienmärkten setzte sich auch im Januar fort. Angetrieben von den Technologieaktien erklommen auf beiden Seiten des Atlantiks diverse Leitindizes neue Höchststände.**
- **Das Hoch bei den Leitzinsen ist erreicht. Der Zeitpunkt der ersten Zinssenkung bleibt vor allem bei der US-Notenbank noch ungewiss, da die US-Wirtschaft sich recht robust zeigt. Dagegen zieht sich die Konjunkturflaute im Euro-Raum weiter in die Länge.**
- **Die Berichtssaison für das vierte Quartal kommt nun vollends ins Rollen. Bislang konnten vor allem die US-Unternehmen in der Breite überzeugen. Europäische Unternehmen tun sich sichtlich schwerer, ihre Umsätze zu steigern.**
- **Die zu erwartenden Zinssenkungen stützen den Rentenmarkt. Insbesondere sollten kurzlaufende Anleihen von der weiteren Normalisierung der Zinskurven profitieren.**

Der Jahresstart 2024 kann als mehr als gelungen bezeichnet werden. Im Januar konnten die Leitindizes auf beiden Seiten des Atlantiks deutliche Kursgewinne verzeichnen. So legten die beiden großen Aktienindizes in den USA (S&P500) und Europa (STOXX600) um 1,7% bzw. 1,5% zu. Unter den Sektoren stachen erneut die Technologiewerte hervor. Der Subsektor Technologie im STOXX600 konnte im Januar um 7,6% zulegen. Angetrieben wurde diese Performance durch die starken Kursanstiege von SAP (+15,2%) sowie dem niederländischen Maschinenhersteller für Halbleiter ASML (+17,1%), die mit sehr starken Ausblicken bei der Vorlage ihrer Unternehmensergebnisse aufwarten konnten. Auch in den USA trieb die weiterhin anhaltende Euphorie um das Thema „Künstliche Intelligenz“ die Kurse vieler Technologie-Werte (NASDAQ100 +1,8%) nach oben. Insbesondere konnten die beiden Chiphersteller NVIDIA (+24%) und AMD (+14%) trotz der bereits im letzten Jahr sensationellen Performance zu Jahresbeginn nochmals signifikant zulegen. Insgesamt war jedoch auch festzustellen, dass sich die starke Aufwärtsbewegung in den Leitindizes nicht auf die „alten Industrien“ übertrug. Auf Sektorebene mussten der

Einzelhandel (-4%), Chemie (-3,7%) und Energie (-1,8%) sowie Bau (-1,2%) im STOXX600 Kursrückgänge hinnehmen. Auch innerhalb des Technologie-Sektors wird scheinbar zunehmend die Spreu vom Weizen von den Investoren getrennt. Als bestes Beispiel dient hier die Aktie von Intel, die in der Rallye im vierten Quartal des letzten Jahres ähnlich wie die Aktie von AMD um etwas mehr als 40% stieg. Seit Jahresbeginn steht bei dem Wert nun ein Minus von knapp 14% zu Buche. Einer der möglichen Gründe für die selektivere Vorgehensweise der Marktteilnehmer dürfte darin begründet sein, dass die erwarteten Zinssenkungsschritte von den beiden großen Notenbanken, Fed und EZB, am Aktienmarkt schon größtenteils reflektiert werden und sich die Investoren verstärkt auf die Gewinnausblicke der Unternehmen fokussieren. Es wäre vermessen, einfach so mit einer Fortschreibung der starken Entwicklung zum Jahresauftakt zu rechnen. Die Kapitalmärkte bewegen sich zumeist nie linear, und diverse Risikofaktoren wie z.B. die geopolitische Entwicklung können die Stimmung kurzfristig wieder trüben. Jedoch zeigt die bislang noch relativ junge Berichtssaison, dass eine zunehmende Stabilisierung der Gewinnsituation die Kurse über den Jahresverlauf mittelfristig weitertragen dürfte.

**Geldpolitik – Fed-Chef Powell gibt sich (noch) vorsichtig:** Entsprechend der Markterwartung haben die stimmberechtigten Mitglieder der US-Notenbank bei ihrem Treffen am 31. Januar einstimmig beschlossen, keine Änderungen an der geldpolitischen Ausrichtung vorzunehmen und den Zielbereich für den Leitzins unverändert bei 5,25%–5,50% beizubehalten. Die einhellige Meinung unter den Investoren, dass die US-Leitzinsen auf dem aktuellen Niveau ihren Höhepunkt gesehen haben, gestand der Fed-Chef Powell ("wir glauben, dass unser Leitzins wahrscheinlich seinen Höhepunkt in diesem Straffungszyklus erreicht hat") erstmalig ein. Jedoch ging aus der Erklärung der US-Währungshüter auch hervor, dass das Komitee nicht erwartet, dass es angemessen sein wird, das aktuelle Zielband zu reduzieren, bis es ein größeres

Vertrauen gewonnen hat, dass die Inflation nachhaltig auf das Ziel von 2% zusteuert. Dies sei laut Powell wahrscheinlich nicht zum nächsten Sitzungstermin gewährleistet. Die jährliche Veränderung der PCE-Kerninflation, die von Fed-Vertretern als bestes Maß für die zugrunde liegende Verbraucherpreis-inflation betrachtet wird, lag im Dezember bei 2,9%. Das ist immer noch deutlich über dem Ziel der Fed von 2%. Entsprechend wurden nach den Aussagen Powells die Markterwartungen für die erste Zinssenkung auf die übernächste Sitzung im Mai verschoben. Hinter diesem Termin stehen jedoch auch noch einige Fragezeichen, da sich die US-Konjunktur weiterhin robuster präsentiert als von vielen Ökonomen erwartet. Insbesondere dürfte der US-Arbeitsmarkt den Notenbankern mehr und mehr Sorgen bereiten. Der jüngste Arbeitsmarktbericht für den Januar ergab einen Stellenaufbau von 353.000 und lag damit weit über den Schätzungen der Volkswirte von 180.000. Zudem beschleunigte sich das Lohnwachstum gegenüber dem Vorjahr von 4,1 auf 4,5%. Ohne ein nachhaltig rückläufiges Lohnwachstum (bzw. ein abschwächender Arbeitsmarkt) dürfte die Inflationsbekämpfung länger anhalten als erwünscht. Damit sollte die Unsicherheit über die erste Zinssenkung der Fed weiterhin anhalten, und sowohl Aktien- wie auch Rentenmärkte in Atem halten.

**Euroland – Fallende Preise, aber auch lahmende Konjunktur:** Im Gegensatz zu den USA schwächelt die Konjunktur im Euro-Raum weiter vor sich hin. Der Einkaufsmanagerindex von S&P ist im Januar gegenüber dem Vormonat um 0,3 Punkte auf 47,9 Punkte gestiegen, liegt aber weiterhin deutlich unter der Wachstumsschwelle von 50 Punkten. Auffällig ist, dass sich die Stimmung in den beiden wirtschaftlichen Schwergewichten Deutschland (-0,3 Punkte auf 47,1) und Frankreich (um 0,6 Punkte auf 44,2) weiter eingetrübt hat, während die Einkaufsmanagerindizes in den übrigen Ländern zulegen konnten. Die Stimmung in der Industrie des Euro-Raums bleibt zu Beginn des Jahres 2024 trotz einer leichten Verbesserung im kontraktiven Bereich. Laut S&P sind die rückläufige

Auftragsentwicklung, Kaufzurückhaltung, das hohe Zinsniveau und die zunehmenden geopolitischen Unsicherheiten Bremsfaktoren. Die Ausgangslage für die EZB bzgl. der Inflationsbekämpfung präsentiert sich vor dem Hintergrund einer schwachen Konjunktur dynamik günstiger als die der US-Notenbank. Die Inflationsrate im Euro-Raum ist im Januar nach vorläufigen Angaben von 2,9% auf 2,8% gesunken, während die Kerninflation auf 3,3% zurückging. Wenn man sich auf annualisierter Basis über drei Monate hinweg die Inflation anschaut, hat die Kerninflation bereits ein Tempo erreicht, das im Wesentlichen mit dem EZB-Inflationsziel von 2% vereinbar ist. Solange das Wirtschaftswachstum schwach bleibt und die zugrunde liegende Inflation weiter nachlässt, kann man davon ausgehen, dass die EZB sich sicher genug fühlen wird, ihren Leitzins um 25 Basispunkte noch in der ersten Jahreshälfte zu senken.

**Q4-Berichtssaison – US-Unternehmen setzen positiven Gewinntrend fort:** In den letzten Wochen standen neben dem Zentralbankgeschehen auch die Quartalsberichte im Fokus. In der aktuellen Berichtssaison haben bereits 208 Unternehmen des S&P 500 über den Verlauf ihrer Geschäfte im vierten Quartal 2023 berichtet. 80% der Unternehmen haben Gewinne gemeldet, die über den Erwartungen lagen. Das errechnete Gewinnwachstum für das abgelaufene Quartal liegt derzeit bei +7,8%. Würde dieser Wert bis zum Ende der Berichtssaison Bestand haben, wäre es der zweite Gewinnanstieg des S&P500 in Folge. Das Umsatzwachstum liegt aktuell bei +3,3% und war bereits 12-mal in Folge positiv. Die Entwicklung ist erneut stark geprägt von den Tech-Giganten, den sogenannten "Glorreichen 7" (Microsoft, Alphabet mit beiden Aktiegattungen, Amazon, Meta, NVIDIA und Tesla), die zusammen eine Marktkapitalisierung von 29,6% der Gesamtmarktkapitalisierung des S&P 500-Index ausmachen. Voraussichtlich werden sie im vierten Quartal 2023 allein einen Anteil von 23,1% aller Gewinne des S&P 500 beitragen (für NVIDIA, die noch keine Q4-Zahlen gemeldet haben, werden

Analystenschätzungen verwendet). Betrachtet man den S&P500 ohne "die Glorreichen 7", läge das Gewinnwachstum bei lediglich +1,5%. Für das erste Quartal 2024 bleibt die Abhängigkeit von den Tech-Giganten groß, und ohne sie wird ein Gewinnwachstum von +0,4% erwartet. Erst im zweiten Quartal 2024 wird ein deutlich positiveres Gewinnwachstum von +6,1% prognostiziert.

Die Berichtssaison in Europa befindet sich noch in einem früheren Stadium. Bislang haben 78 Unternehmen des breiten STOXX600-Index ihre Quartalszahlen vorgelegt, und der erwartete Wert für das vierte Quartal 2023 liegt bei -8,6%. Der Anteil der positiven Überraschungen liegt bei 41%, deutlich unter dem langfristigen Durchschnitt von 56%. Vier der zehn Sektoren im Index verzeichneten eine Verbesserung der Erträge im Vergleich zum Vorjahresquartal. Dabei wies der zyklische Konsum mit 11,2% das höchste Gewinnwachstum für das abgelaufene Quartal auf, während der Grundstoff- und Energiesektor (-54% bzw. -33%) die schwächsten Werte präsentierten. Rechnet man diese beiden zyklischen Sektoren, die mit signifikant negativen Basiseffekten bei den Rohstoffpreisen belastet wurden, heraus, ist mit einem Gewinnrückgang um 2% zu rechnen. Die Umsatzentwicklung ist ebenfalls rückläufig, mit -3%. Im Gegensatz zu den US-Unternehmen fällt es den europäischen Unternehmen aufgrund der konjunkturellen Flaute auf ihren Heimatmärkten sichtlich schwerer, die Umsätze zu steigern. 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 (STOXX600: 13,3; DAX: 11,8) derzeit deutlich günstiger bewertet ist als die US-Leitindizes.

**Rentenmärkte – Anleihen bleiben gut gestützt:** Nachdem die Renditen der Staatsanleihen in den letzten beiden Monaten des Jahres 2023 rasant auf ihre zwischenzeitlichen Tiefs von 2% (Deutschland) und 4% (USA) gefallen sind, haben sie sich im Januar etwas erholt, bevor sie

auch aufgrund der Notenbankentscheidungen zum Monatsende wieder etwas nachgaben. Da die Zinssenkungserwartungen zum Jahresstart (Marktteilnehmer rechneten teilweise mit 5-6 Zinsschritten) fest zementiert waren, dürften verbale Kehrwenden der Zentralbanker für kurzfristige Gegenbewegungen bei den Renditen sorgen. Bei den US-Staatsanleihen sollte man trotz der ständigen Neubewertungen der Fed den übergeordneten Trend nicht aus dem Auge verlieren. Die US-Notenbank ist mit ihrer Zinserhöhung durch, der langfristige Impulsgeber sind niedrigere Renditen am kurzen Ende der Zinskurve. Auch aufgrund der immer noch inversen Laufzeitenstruktur sowie der bereits massiven Rallye in den längeren Laufzeiten präsentieren sich kurzlaufende US-Treasuries (zwei Jahre bei 4,35%) aktuell als attraktiver. Ein ähnliches Bild ergibt sich auch bei Staatsanleihen aus dem Euro-Raum. Mit sukzessivem Einsetzen der ersten Zinssenkungen sollte sich der Normalisierungsprozess, getrieben von einem Verfall in den Renditen der kurzen Laufzeiten, beschleunigen. Einzig und allein bei einer Eskalation der geopolitischen Lage im Nahen Osten dürften die längeren Laufzeiten durch die Flucht in sichere Häfen kurzzeitig befeuert werden.

**Fazit – Der Ausblick bleibt für die mittlere Frist konstruktiv:** Sowohl das erwartete Überschreiten des Zinsgipfels als auch die weiterhin robust erscheinende US-Volkswirtschaft in Kombination mit sich weiter verbessernden Unternehmensgewinnen stellen derzeit eine ausreichend solide Unterstützung für Aktien mittelfristig dar. Die Bewertungen an den europäischen Aktienmärkten sowie in den USA außerhalb des Technologie-Sektors können größtenteils als moderat bezeichnet werden. Kurzfristige Kursrücksetzer können allerdings aufgrund der kürzlich weitgelaufenen Leitindizes (diverse Stimmungsindikatoren signalisieren eine teils übertriebene positive Stimmung), größere zeitliche Verzögerungen für die Zinssenkungen und eine Verschärfung der Situation im Nahen Osten auftreten.

Nach den terroristischen Angriffen auf Frachtschiffe im Roten Meer haben viele Reedereien die Transportrouten zwischen Europa und Asien geändert. Dies führt zu Preissteigerungen sowie längeren Transportzeiten und damit zu möglichen Störungen der Lieferketten. Bislang erscheinen die Effekte überschaubar, sollte sich der Konflikt jedoch verschärfen, könnten gravierende Auswirkungen auf die Lieferketten und Rohstoffpreise (vor allem Öl und Gas) auftreten. Mit den in Aussicht stehenden Zinssenkungen dürften die Rentenmärkte gut gestützt bleiben. Insbesondere sollte der Normalisierungsprozess der Zinskurven die kurzen Laufzeiten im weiteren Verlauf des Jahres beflügeln, während die längeren Laufzeiten bereits den Großteil ihres Renditeverfalls hinter sich haben dürften.

*FIDUKA, 5. Februar 2024*