

Börsenmonitor März 2024



- Seit vier Monaten steigen die Aktienkurse jetzt mit nur kurzzeitigen Unterbrechungen. Der Februar brachte fast täglich neue Index-Rekordstände in den USA und Europa. Und selbst in Japan ist das 34 Jahre alte Hoch des Nikkei-Index gefallen. Die technisch überkauften Börsen sind reif für eine Konsolidierung.
- Der Aufwärtstrend vollzieht sich stetig und trotz der zuletzt wieder gestiegenen Zinsen, nachdem die Inflation im Januar nicht weiter gefallen war. Erste Februar-Daten deuten darauf hin, dass es sich nur um eine Pause auf dem weiteren Abwärtspfad gehandelt hat. Trotzdem haben sich Anlegererwartungen für erste Notenbank-Zinssenkungen um mehrere Monate nach hinten verschoben.
- Frühindikatoren aus der Wirtschaft wie die internationalen Umfragen unter den Einkaufsmanagern oder der Ifo-Index haben sich auf niedrigem Niveau stabilisiert – erste Signale einer möglichen Konjunkturwende im zweiten Halbjahr.

Vier Monate in Folge Aufwärtstrend an den Börsen: Die Aktienmärkte sind wie entfesselt, die Kurse in den USA und Europa, trotz schlechter Wirtschaftsdaten aus Deutschland auch im DAX, eilen von Rekord zu Rekord, angetrieben von der Erwartung weiter rückläufiger Inflationsraten, der Aussicht auf Zinssenkungen der Notenbanken später im Jahr und einer guten Berichterstattung vor allem der US-Unternehmen. Wegen der hohen Internationalität der DAX-Konzerne lassen sich die Anleger auch von der mauen deutschen Konjunktur nicht abschrecken.

Und in Asien hat Japan eine 34-jährige Kursflaute hinter sich gelassen und der Nikkei-Index in diesen Tagen sein altes Hoch aus dem Dezember 1989 überboten. Geholfen hat der Tokioter Börse dabei, dass sich viele große Investoren aus China verabschiedet und in Asien anderen Anlagealternativen zugewandt haben. Ein schwacher Yen verschafft den japanischen Unternehmen sehr gute Exportmöglichkeiten und hilft ihnen, wie zum Beispiel im Fall des weltgrößten Autoherstellers Toyota, zu neuen Rekordgewinnen.

Nur China macht nicht mit, im Gegenteil, die Aktien der zweitgrößten Volkswirtschaft der Erde sind über viele Monate nur gefallen und

hatten sogar die Tiefstkurse aus der Pandemie-Zeit wieder erreicht. Mittlerweile haben sie sich mit Hilfe staatlicher Einflussnahme auf den Aktienhandel stabilisiert. Dennoch haben ausländische Investoren in großen Summen Anlagegelder aus China abgezogen. Weiter schwelt auch die Immobilienkrise vor sich hin, Evergrande, einer der größten Projektentwickler im Land, wurde sogar von den Aufsichtsbehörden gezwungen, sich selbst aufzulösen.

Die Aktienmärkte sind kurzfristig technisch überkauft, aber nicht überteuert:

Die Börsen sind in der schnellen Abfolge von immer neuen Hochs und ganz kurzen, nur wenige Tage dauernden Konsolidierungen ähnlich wie am Jahresende 2023 etwas heiß gelaufen. Eine mehrwöchige Konsolidierungsphase täte den Märkten zum Atemholen und Abbau der überkauften Lage gut.

Manchen erinnert die aktuelle Phase an die lange Hausse ab 1995, die dann mit dem Platzen der Dot.com-Blase in den Jahren 2000 bis 2003 höchst unerfreulich endete. Aber abgesehen davon, dass mit 2022 noch ein sehr negatives Anlagejahr nicht allzu lange her ist, sind die fundamentalen Rahmenfaktoren heute komplett anders. Gemessen an den Gewinn- oder Cashflow-Bewertungen sind die Aktienmärkte vor allem in Europa und den Schwellenländern keinesfalls überteuert. Und die Protagonisten des Kursaufschwungs, vorneweg die großen Tech-Konzerne wie Microsoft, Apple, Google, Nvidia oder Amazon sind anders als die damals junge IT-Branche hochprofitabel, erwirtschaften immense Cashflow-Überschüsse und verfügen in ihren Bilanzen über gewaltige Barreserven.

Die Unternehmenslandschaft steht auf sehr viel solideren Beinen als die vielen notorisch Verluste anhäufenden Internet-Titel der damaligen Zeit, zum Beispiel die Aktien – wer kennt sie noch – hierzulande am „Neuen Markt“. Zwar gibt es auch heute wieder mehr Börsengänge, darunter auch allerlei verlustträchtige Newcomer, die haben aber praktisch keinerlei Marktrelevanz.

Steigende Unternehmens-Gewinnschätzungen in Amerika: Obwohl die meisten Unternehmen zum Beginn eines Jahres wie gewohnt vorsichtige Prognosen abgeben, haben

Analysten und Marktbeobachter ihre Ertrags-schätzungen für 2024 in der Tendenz leicht angehoben. Ausschlaggebend dafür sind die oft besser als erwartet ausgefallenen Ergebnisse im vierten Quartal und den Geschäftsbilanzen 2023, also die höhere Ausgangsbasis für das Ertragsniveau im laufenden Jahr. Dazu kommt ein leicht aufgehelltes Konjunkturbild für die Vereinigten Staaten und Teile Europas (Frankreich, Italien).

Eurore haben während der fast abgeschlossenen Berichtssaison vor allem einige Gewinnentwicklungen in der Technologiebranche (Nvidia, Amazon, Microsoft, META), bei den Finanzwerten (JP Morgan) und einzelnen Industriekonzernen (Caterpillar) gemacht. Viele Branchen in den USA profitieren von großen Infrastrukturprogrammen (u.a. die Halbleiterindustrie betreffend der Chips Act), dem KI (Künstliche Intelligenz)-getriebenen Bauboom bei großen, datenverarbeitenden Rechenzentren und der Erstellung neuer gigantischer Halbleiterfabriken. Daneben treiben auch ungewöhnliche neue Errungenschaften wie die Abnehmpillen im Gesundheitssektor (NovoNordisk, Eli Lilly) die Gewinnspirale nach oben. Das alles zusammen mit dem noch gar nicht richtig quantifizierbaren Schub durch die wie Pilze aus dem Boden schießenden KI-Projekte mündet in besseren Ertragsperspektiven 2024 und 2025.

Für die 500 größten US-Konzerne aus dem S&P 500-Aktienindex wird deshalb jetzt für 2024 ein Gewinnanstieg von knapp 10% kalkuliert und für 2025 ein weiteres Plus von fast 14%.

Europa verliert beim Gewinntrend der Unternehmen den Anschluss an die USA: Im Windschatten der USA gibt es für das ein oder andere europäische Unternehmen ebenfalls Vorteile, per Saldo ist die erwartete Gewinnentwicklung aber mit plus 4% im laufenden Jahr und – wegen einer besseren Konjunkturerwartung - einem beschleunigten Zuwachs von 10% in 2025 moderater. Die Gewinnerwartung für das vierte Quartal 2023 wurde seit Beginn der Bilanz-Berichterstattung, die in Europa noch nicht beendet ist, um etwa 5% nach unten angepasst. Sie liegt jetzt doch bei einer deutlichen Gewinnschrumpfung von minus 11% zum Vorjahr gemessen am breiten

Stoxx600 Benchmark-Index. Es wäre das dritte Quartal in Folge mit einer Gewinnreduktion und auch für das Auftaktquartal 2024 wird nochmal ein Ergebnisrückgang um minus 15% gegenüber dem Vorjahresquartal kalkuliert.

Eine Trendwende zu wieder steigenden Unternehmensgewinnen ist in Europa also frühestens ab dem April-Quartal zu erwarten. Ursächlich für die Abwärtsrevisionen der Konzerngewinne waren die schwachen Berichte und gedämpften Erwartungen der Grundstoff- und Energiekonzerne in den vergangenen Tagen (Rio Tinto, Glencore, BHP, Anglo American, Total). Das positive Bild der frühen Berichterstatte SAP, ASML, Richemont und Siemens wurde dadurch wieder zunichte gemacht. Mit einigen Konzernen aus der Industriebranche tragen diese drei Sektoren die Hauptlast am Gewinnschwund in Europa. Auf der anderen Seite liefern die Finanzwerte sowie Pharma- und Technologiekonzerne die größten positiven Beiträge zu den Unternehmensgewinnen.

Trotz oder wegen fehlender Gewinndynamik sind europäische Aktien preiswert: Angesichts der fehlenden Ertragsdynamik sind die Kurse in Europa ebenfalls ambitiös gestiegen und haben eine Wende im Gewinnrend schon vorweggenommen. Andererseits ist aber die Bewertung der Aktienmärkte in Europa im Gegensatz zu den USA noch extrem günstig. Durchschnittlich werden Stoxx600-Unternehmen mit einem Gewinnmultiplikator von 12,3 für die 2025 prognostizierten Erträge bezahlt, und deutsche Aktien aus dem DAX im Mittel sogar nur mit 11,0, während für amerikanische S&P 500-Werte ein Preis/Gewinn-Multiplikator von 18,7 fällig ist.

Für das laufende Jahr, näher in der Zukunft und daher besser kalkulierbar, liegt das US-KGV (Kurs/Gewinn-Verhältnis) sogar bei über 21, einem Aufschlag von gut 70% zu europäischen Aktien und damit einem historischen Hoch. Die Gewinnrendite (Nettogewinn/Marktkapitalisierung) bietet mit 4,7% für die durchschnittliche US-Aktie im Vergleich zum Zins fünfjähriger US-Staatspapiere von 4,3% eine leichte Risikoprämie von 0,4%. Die markant höhere Aktien-Gewinnrendite von 7,4% (für 2024) in Europa beinhaltet selbst zu den höher verzinsten italienischen Anleihen

eine hohe Risikomarge von 4,1%, gegenüber fünfjährigen Bundesanleihen sogar 5,1%. Damit wird für das höhere geopolitische (Ukraine-Krieg) und gesamtwirtschaftliche Risiko (Rezessions-Gratwanderung) Europas gegenüber den USA ein zu hoher Abschlag bei den Aktien eingepreist. Europäische Aktien sind sowohl im Vergleich zu festverzinslichen Papieren als auch zu US-Aktien sehr preisgünstig.

Verengung der Markttrends auf wenige dominante Aktien auch in Europa: Die in dem Aktienpaket „die Glorreichen Sieben“ (Apple, Amazon, Google, Meta, Microsoft, Nvidia und Tesla) gebündelten wachstumsstarken Technologiewerte in den USA bestimmen seit einiger Zeit dort den Markttrend. Der breite Markt hingegen trägt einen großen Teil des Kursaufschwungs gar nicht mit. Der Anstieg des S&P 500-Index in den vergangenen zwölf Monaten ist zu über 60% auf die „Glorreichen Sieben“ Aktien zurückzuführen und zu mehr als 70% auf die Top-Zehn Aktien (die Sieben plus WalMart, Cost Co und Eli Lilly) aus insgesamt 500 Titeln.

Aber auch in Europa gibt es das Phänomen. Bereits vor drei Jahren fasste Godman Sachs 11 wachstumsstarke europäische Qualitätsaktien unter dem Pseudonym „die 11 Granolas“ in einem Aktienkorb zusammen (ASML, LVMH, SAP, L'Oreal, Novo Nordisk, Roche, Novartis, Sanofi, Nestle, Glaxo und AstraZeneca). Anders als in den USA handelt es sich dabei nicht um ein reines Technologie-Portfolio, sondern eine Mischung aus einer Reihe von Pharmatiteln, kombiniert mit Luxusmarken und zwei Tech-Werten. Der Fokus liegt hier mehr auf dem Qualitätssiegel als auf dem Wachstums-appeal. Trotzdem entfällt etwa 60% des Kursaufschlags des Stoxx600-Index im vergangenen Jahr auf diese 11 Titel. Ihr kombinierter Börsenwert liegt bei etwa 2,6 Billionen EUR und damit etwa so hoch wie alleiniger der von Apple und sogar 8% unter dem von Microsoft.

Gesünder für einen Markttrend ist immer, wenn eine entsprechende Marktbreite vorliegt, also möglichst viele auch kleinere Werte einen Aktienindex nach oben hieven. Die Konzentration, wenn wenige große Werte den Markt nach oben bewegen, birgt immer die Gefahr, dass der Markttrend kippen kann, wenn das Kurspotential bei diesen Titeln erschöpft ist, weil

ihre Bewertung sehr hoch ausgereizt ist und ohnehin schon alle Investoren diese Aktien besitzen. Eine schlechte Nachricht reicht dann oft aus, um die ganze Gruppe der Frontrunner-Aktien und andere Titel mit nach unten zu ziehen.

Fundamentale Determinanten stützen den Aufwärtstrend: Die Zinspolitik der Notenbanken hat ihren Höhepunkt längst überschritten, irgendwann in nicht allzu langer Ferne in diesem Jahr stehen Zinssenkungen zur Disposition. Die Konjunktur ist in Europa schwach, dafür aber in den USA solide kräftig. In China könnte sie aufgrund geld- und finanzpolitischer Lockerungen im Jahresverlauf etwas anziehen. Und die Ertragslage der Unternehmen ist stabil bis leicht aufwärtsgerichtet.

Dennoch ist das Gesamtumfeld für Aktien nicht risikolos. Geopolitisch existieren neben den bekannten Kriegsschauplätzen weitere Einflussfaktoren. Von unterbrochenen Lieferketten wegen des militärischen Konflikts im Roten Meer über eine mögliche Eskalation mit dem Iran oder zwischen China und Taiwan in Asien bis zur Gefahr einer erratischen Handels- und Wirtschaftspolitik 2025 eines US-Präsidenten Donald Trump. Letzteres ist vielleicht tatsächlich das wahrscheinlichste dieser Risiken.

Donald Trump (wieder) ante Portas: In Kürze steht am 5. März in den Vereinigten Staaten der Super-Tuesday Vorwahlabend an. Dann fällt die Entscheidung für die beiden Präsidentschafts-Kandidaten der Republikaner und Demokraten. Mittlerweile ist eine Wiederwahl Donald Trumps ins amerikanische Präsidentenamt immer wahrscheinlicher geworden. Die Vorwahlen der Republikaner laufen voll in seinem Sinne, aufhalten können ihn jetzt nur noch Gerichte. Sein demokratischer Gegner wird aller Voraussicht nach Joe Biden sein, so dass sich am Wahlabend des 5. November dieselben Gegner wie 2020 gegenüberstehen werden. Besonders die europäischen Volkswirtschaften und Unternehmen müssen sich also auf eine erratische Wirtschafts- und Handelspolitik seitens Donald Trump einstellen. Zölle von 20% auf nahezu alle Einfuhren hat er im Wahlkampf schon mal angekündigt.