

Börsenmonitor April 2024



- **Nach dem fulminanten Schlussquartal 2023 konnte auch das erste Quartal 2024 mit deutlich steigenden Kursen an den Aktienmärkten aufwarten. Dabei sind für die jüngste Aufwärtsbewegung nicht mehr nur alleine die Technologie-Werte verantwortlich.**
- **Der Zeitpunkt der ersten Zinssenkung bleibt bei der US-Notenbank noch ungewiss, da die US-Wirtschaft sich recht robust zeigt. Dagegen scheint die EZB mit einer voraussichtlichen Zinssenkung im Juni voranzugehen.**
- **Die Berichtssaison für das vierte Quartal 2023 ist abgeschlossen. Die Ausblicke für das nächste Quartal bleiben verhalten und stellen keine allzu hohe Hürde dar. Auch in Europa wurden die Erwartungen übertroffen.**
- **Die zu erwartenden Zinssenkungen stützen den Rentenmarkt. Insbesondere sollten kurzlaufende Anleihen von der weiteren Normalisierung der Zinskurven profitieren.**

Das erste Quartal 2024 verlief aus Sicht der Investoren am Aktienmarkt äußerst erfolgreich. In den ersten drei Monaten des Jahres konnten die Leitindizes auf beiden Seiten des Atlantiks deutliche Kursgewinne verzeichnen. So stiegen die beiden großen Aktienindizes in den USA (S&P500) und Europa (STOXX600) um 10,2% bzw. 7,3%. Unter den Sektoren stachen erneut die Technologiewerte hervor. Der Subsektor Technologie im STOXX600 legte um 13,9% zu. Diese starke Kursentwicklung zeichnete sich bereits seit Jahresbeginn ab. Daneben überraschte der Automobilsektor, der mit 15,3% sogar noch in den letzten Wochen die Technologie-Werte überflügeln konnte. Die Kombination aus soliden Unternehmensergebnissen sowie die Aussicht auf weniger strenge Klimazielvorgaben beflügelten den Sektor. Trotz der ungebrochenen Euphorie um das Thema "Künstliche Intelligenz" bröckelte die Dominanz der US-Mega-Caps zusehends. Beispielsweise legte der einstige Börsenliebling Apple mit knapp 11% Kursrückgang eine schwache Wertentwicklung hin. Insbesondere die Kartellklage des US-Justizministeriums wegen Wettbewerbsunterdrückung sowie die rückläufigen Absatzzahlen des iPhones in China verstimmen die Anleger zunehmend.

Tesla war mit einem Kursrückgang von 29% sogar der schwächste Wert im S&P500.

Während zu Beginn des Jahres die Rallye an den Aktienmärkten stark von den Technologie-Werten angetrieben wurde, zeigte sich über die letzten Wochen, dass die Aufwärtsbewegung von einer deutlich größeren Marktbreite getragen ist. So konnten auch die Subsektoren Banken (+13,2%), Versicherungen (+10,7%) und Industrie (+10,7%) im STOXX600 deutlich zulegen. Der deutsche Leitindex DAX, der außer SAP nahezu keine reinen Technologie-Werte aufweist, erreichte erst kürzlich mit einem Stand von knapp über 18.500 Punkten ein neues Allzeithoch. Auch wenn die US-Notenbank Fed hinter dem ursprünglich erwarteten Zeitplan bzgl. der Zinssenkungen zurückbleibt, gibt es aktuell kaum Gründe für eine nachhaltige Trendumkehr an den Aktienmärkten. Aufgrund des bereits starken Kursanstiegs ist es jedoch wahrscheinlich, dass bis Mitte des Jahres einige Konsolidierungsphasen auftreten werden.

US-Geldpolitik – Das Warten auf die Zuversicht: Die US-Notenbank hat auf ihrer Sitzung am 19./20. März den Leitzins im Zielkorridor zwischen 5,25 bis 5,5% unverändert belassen. Dies war weitgehend von den Marktteilnehmern antizipiert worden. Vielmehr waren die Einschätzungen der einzelnen Mitglieder des geldpolitischen Ausschusses der Fed sowie die Projektionen der Zentralbank von Interesse. Obwohl die Währungshüter ihre Wachstumsprognosen für 2024 im Durchschnitt von 1,4% auf 2,1% deutlich nach oben angepasst haben und auch die Kerninflationsrate (von 2,4% auf 2,6%) für dieses Jahr nun höher gesehen wird, blieb der durchschnittliche Erwartungswert für den Leitzins zum Jahresende unverändert. Die Fed beabsichtigt laut ihrem Chef Powell, aufgrund der überraschend hohen Inflationszahlen im Januar und Februar nicht „überzureagieren“. Dass die US-Notenbanker jedoch vorsichtiger bei der Beurteilung der Inflation wurden, wurde bei den einzelnen Schätzungen der Fed-Mitglieder deutlich. Nur noch eines von neunzehn Mitgliedern rechnet mit mehr als drei Zinssenkungs-

schritten im laufenden Jahr – vor drei Monaten waren es immerhin noch fünf Mitglieder. Der Wille der US-Notenbanker, mit dem Zinssenkungszyklus bald zu starten, wird zwar mit den jüngsten Projektionen deutlich, jedoch ergeben die Konjunkturindikatoren in Summe noch kein grünes Licht für die Währungshüter. Vor allem zeigt der US-Arbeitsmarkt mit einer aktuellen Arbeitslosenquote von 3,8% bei einem gleichzeitig monatlichen Stellenaufbau von ca. 300.000 keine wirklichen Anzeichen von Schwäche. Das jährliche Lohnwachstum beträgt 4,1% und liegt damit immer noch um einen Prozentpunkt über dem Vor-Pandemie-Niveau. Wir gehen nach wie vor davon aus, dass in der zweiten Jahreshälfte die Fed ihren Leitzins in drei Schritten um insgesamt 0,75 Prozentpunkte absenken wird. Jedoch sehen wir auch das zunehmende Risiko, dass der Beginn des Zinssenkungszyklus (ab Juni) hinausgeschoben werden könnte.

Euroland – Teuerungsraten auf dem Rückzug: In den jüngsten EZB-Projektionen, die auf der Sitzung vom 7. März präsentiert wurden, waren die Teuerungsraten nach unten korrigiert worden, insbesondere für 2024. Der EZB-Rat erwartet nun eine Inflation im Durchschnitt von 2,3% für 2024, 2,0% für 2025 und 1,9% für 2026. Die oftmals von den Notenbankern als wichtiger erachtete Kerninflation wurde ebenfalls nach unten korrigiert, und zwar auf einen Durchschnitt von 2,6 % für 2024, 2,1 % für 2025 und 2,0 % für 2026. Damit rückt das mittelfristige Inflationsziel von 2% für die EZB nun in greifbare Nähe. Entsprechend entspannt gab sich auch EZB-Chefin Lagarde auf ihrer Pressekonferenz. Aufgrund der gesenkten Inflationsprognosen gehen die Marktteilnehmer nun von einer ersten Zinssenkung im Juni aus.

Im Gegensatz zur US-Konjunktur wächst die Wirtschaft im Euro-Raum gemessen an ihrem Potential nur langsam. Der relativ geringe Auslastungsgrad in vielen Industrien lässt keinen breiten Preisdruck entstehen, und auch das Lohnwachstum verlangsamte sich zuletzt weiter. Die Lethargie der konjunkturellen Entwicklung war über die letzten Quartale zu beobachten, wo

lediglich ein Wachstum um die Nulllinie erzielt werden konnte. Erste vorsichtige Anzeichen einer Wiederbelebung der Wirtschaftsaktivität konnten zuletzt einige Konjunkturindikatoren signalisieren. Sowohl die von den Finanzmarktexperten durchgeführte Umfrage des ZEW, der ifo-Geschäftsklimaindex und auch die Einkaufsmanager-Indizes von S&P ließen zuletzt erkennen, dass die konjunkturelle Talsohle langsam durchschritten sein könnte. Während dies die Gewinnentwicklung der europäischen Unternehmen und damit auch den Aktienmärkten positiv in die Karten spielen sollte, sollte das Wirtschaftswachstum wiederum nicht stark genug sein, um die Zinssenkungserwartung für Juni im Keim zu ersticken.

Q4-Berichtssaison – Gewinne übertreffen die Erwartungen: Alle Unternehmen aus dem US-amerikanischen Leitindex S&P 500 haben inzwischen ihre Geschäftszahlen zum 4. Quartal 2023 vorgelegt. Die Bilanz fällt in Summe durchweg positiv aus. Insbesondere beim Gewinnwachstum konnten die Unternehmen mit einem Anstieg um 10% (erwartet war im Januar ein Wert von 4,7%) überzeugen. Dabei konnten 76 % der Unternehmen die Gewinnprognosen übertreffen. Die „Glorreichen 7“ waren auch im vierten Quartal die entscheidenden Treiber des Gewinnwachstums: Mit einem Anstieg um ca. 56% übertrugen sie die restlichen 493 Unternehmen im Index. Rechnet man die sieben Schwergewichte aus dem Index heraus, wurde sogar ein Gewinnrückgang von 3,0% verzeichnet. Diese Diskrepanz sollte in den kommenden Quartalen geringer werden. Für den Gesamtmarkt liegen die aktuellen Gewinnerwartungen für Q1 2024 um 5,1% über dem Vorjahreswert. Bereits am 12. April beginnt die Berichtssaison für das erste Quartal, wie gewohnt mit den US-Banken.

Europa konnte einmal mehr nicht mit den USA mithalten. Lediglich 49% der Unternehmen des breiten STOXX600-Index konnten die Konsens-Schätzungen für Q4 2023 übertreffen. Die Gewinne gaben im Vergleich zum Vorjahr um 7,5% nach. Trotz der verhaltenen Entwicklung lag man

damit um 3,6 Prozentpunkte oberhalb der Gewinnschätzungen. Drei der zehn Sektoren im Index verzeichneten eine Verbesserung der Erträge im Vergleich zum Vorjahresquartal. Wieder erwies sich der Energiesektor als der entscheidende Belastungsfaktor beim Gewinnwachstum. Ohne seinen negativen Beitrag in Höhe von -8,4 Prozentpunkten wären die Gewinne sogar minimal gestiegen. Im Blick nach vorne präsentiert sich das Bild für die Eurozone konstruktiv. Zum einen nimmt die Dynamik der Abwärtsrevisionen bei den Gewinnen über die letzten Wochen sukzessive ab, und zum anderen signalisieren diverse Frühindikatoren im Euro-Raum, dass die konjunkturelle Talsohle allmählich durchschritten sein könnte. Auch wenn die Gewinnsituation insgesamt noch den USA in einigem nachsteht, sollten die Investoren nicht vergessen, dass bewertungstechnisch (auf Basis der 2024er-KGVs) der alte Kontinent (STOXX600: 14,0; DAX: 13,1) derzeit deutlich günstiger bewertet ist als der US-Leitindex (S&P500: 23,3).

Rentenmärkte – Renditen suchen ihren Trend: Während die Aktienmärkte immer neue Höchststände markierten, machte sich an den Rentenmärkten eher Frustration breit. Seit Jahresbeginn hat der Gesamtindex aller Bundesanleihen etwas mehr als 1 Prozent an Wert verloren. Im vergangenen Jahr marschierten die Anleihen noch im Gleichschritt mit den Aktien nach oben, getrieben von der gemeinsamen Vorfreude auf die anstehenden Zinssenkungen im Jahr 2024. Diese Vorfreude ist in den letzten Wochen in spürbare Ernüchterung umgeschlagen. Die Unsicherheit über den Beginn sowie die Geschwindigkeit der geldpolitischen Lockerung der Fed lastet offenbar stärker auf Renten als auf Dividendenpapieren. Die doch hartnäckigere US-Inflation ließ die Zinssenkungsphantasien mehr und mehr schwinden. Die Rendite der zehnjährigen US-Staatsanleihen entfernte sich von ihrem Dezember-Tief bei knapp 3,8% auf nun aktuell 4,35%. Die laufzeitenäquivalenten Bundesanleihen ließen sich in einem leicht geringeren Ausmaß (von ca. 1,9% auf aktuell 2,35%) mitziehen. Legt man die Rendite-Hochs aus

dem letzten Herbst zu Grunde (10J. Treasury und Bund bei ca. 5% bzw. 3%), bewegen sich die Anleihen aktuell fast in der Mitte der Handelsspanne. Immerhin bekräftigten zuletzt immer mehr Mitglieder des EZB-Rats, dass die Chancen für eine Zinssenkung im Juni hoch seien. Die abnehmende Dynamik bei der Teuerungsrate ist im Euro-Raum deutlich sichtbarer, wodurch sich mit dem nahenden Juni-Termin die Bundesanleihen stärker von den US-Staatsanleihen entkoppeln sollten. Weiterhin bestehen gute Chancen, dass die Renditen Richtung Jahresende unter den aktuellen Niveaus liegen. Der Löwenanteil des Renditerückgangs dürfte sich aber erst in der zweiten Jahreshälfte abspielen.

Fazit – Der einfache Teil der Rallye liegt hinter uns: Obwohl es derzeit kaum Anlass für übermäßigen Pessimismus gibt, sollten Investoren nicht einfach davon ausgehen, dass das Tempo der Aufwärtsbewegung an den Aktienmärkten im ersten Quartal fortgesetzt wird. Positiv ist zu vermerken, dass die Aufwärtsbewegung zuletzt breiter angelegt war und weniger von einigen wenigen starken Werten abhängig war. Dennoch ist in den kommenden Monaten auch mit einigen Verschnaufpausen zu rechnen, da die jüngsten Kursbewegungen von einer Ausweitung der Bewertungen begleitet wurden. Trotzdem ist der europäische Aktienmarkt, insbesondere der DAX, im Vergleich zu den US-Märkten weiterhin attraktiv bewertet. Die geopolitischen Risiken, wie beispielsweise der Nahe Osten, China/Taiwan und Ukraine/Russland, sind bekannt, haben bisher jedoch nur begrenzte Auswirkungen gezeigt. Die Aussicht auf Zinssenkungen dürfte die Abwärtsrisiken an den Rentenmärkten mittelfristig begrenzt halten. Insbesondere könnte der Normalisierungsprozess der Zinskurven die kurzfristigen Laufzeiten im weiteren Verlauf des Jahres unterstützen, während die längerfristigen Laufzeiten bereits den Großteil ihres Renditerückgangs hinter sich haben dürften.

FIDUKA, 5. April 2024