

Börsenmonitor Juli 2024



- **Das erste Halbjahr 2024 lieferte eine starke Aktienmarkt-Performance auf beiden Seiten des Atlantiks. Einmal mehr entpuppten sich die Tech-Werte als der primäre Treiber.**
- **Während die EZB ihre erste Zinssenkung vollzogen hat, lässt die Fed noch auf sich warten. Weitere Rückgänge bei der Inflation lassen eine baldige Zinssenkung jedoch wahrscheinlich werden.**
- **Mit den Neuwahlen in Frankreich und der US-Präsidentschaftsdebatte rückte das politische Risiko in den Fokus. Während die Aktienmärkte tendenziell eher bedingt davon beeinflusst werden, wird die Rückkehr auf Rendite-Tiefs bei den langlaufenden Anleihen erschwert werden.**
- **Das Umfeld für die Aktienmärkte bleibt auch für das zweite Halbjahr 2024 konstruktiv. Aufgrund der bereits starken Kursanstiege sollten die Ertragserwartungen der Investoren nun verhaltener ausfallen.**

Das erste Halbjahr 2024 verlief aus Sicht der Investoren am Aktienmarkt äußerst erfolgreich. In den ersten sechs 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 15,3 % bzw. 9,5 %. Unter den Sektoren stachen erneut die Technologiewerte hervor. Der Subsektor Technologie im STOXX600 legte um 17,8% zu. Daneben überraschte jedoch der Bankensektor, der mit 21,5 % eine mehr als beachtliche Entwicklung hinlegen konnte. Die Kombination aus starken Gewinnen und der Erhöhung der Ausschüttungsquoten beflügelten den Sektor. Wenig überraschend ist es daher, dass unter den besten STOXX600-Werten mit UniCredit (+48 %), Intesa (+37 %), Commerzbank (+35 %) und ING (+24 %) eine Reihe von Kreditinstituten vertreten waren. Der Automobilsektor erlebte dagegen im zweiten Quartal eine deutliche Trendumkehr. Führte der Sektor nach dem ersten Quartal mit 15,4% das Feld im STOXX600 noch an, so schrumpfte der Ertrag zum Halbjahr auf nur noch 4,9% zusammen. Die schleppe Nachfrage nach Elektrofahrzeugen sowie die Einführung eines Importzolls auf

chinesische Elektrofahrzeuge, die eine befürchtete Antwort der chinesischen Seite zur Folge haben dürfte, belasteten die Hersteller zunehmend. Der deutsche Leitindex DAX (+8,9%) und der EuroSTOXX50 (+11,2%) konnten größtenteils trotz kaum vorhandenen Tech-Giganten mehr als solide Erträge aufweisen. Auf der anderen Seite des Atlantiks war die Dominanz der Technologiewerte (NASDAQ100: 17,5%) gravierender. Insbesondere die Unternehmen aus dem Halbleitersektor (+74%) trieben die starke Wertentwicklung im S&P500 an. Einen großen Teil dieser Performance trug erneut der Börsenliebling NVIDIA mit einer Wertentwicklung von knapp 150% bei. Dass die Entwicklung am US-Markt weiterhin sehr stark von den Tech-Unternehmen geprägt ist, zeigt auch der Vergleich zwischen dem S&P500 und dem gleichen Index ohne die sogenannten „Glorreichen 7“. Während der „normale Index“ im zweiten Quartal einen Ertrag von 4,2% erwirtschaften konnte, wies der Index ohne die sieben Tech-Schwergewichte einen Ertragsrückgang um 1% auf. Die fehlende Marktbreite im US-Markt ist weiterhin deutlich erkennbar, dennoch markierten der S&P500 sowie die NASDAQ mit ca. 5.500 Punkten bzw. 20.000 Punkten aktuell neue Allzeithochs. Trotz, dass die Fed hinter dem ursprünglich erwarteten Zeitplan bezüglich der Zinssenkungen zurückbleibt, gibt es aktuell kaum Gründe für eine nachhaltige Trendumkehr an den Aktienmärkten. Jedoch kann es aufgrund des bereits starken Kursanstiegs zum Halbjahr hin die ein oder andere Konsolidierungsphase geben. Dadurch dürfte es insgesamt unwahrscheinlich sein, dass sich die starke Ertragsentwicklung aus dem ersten Halbjahr so einfach wiederholen lässt.

US-Geldpolitik – Das „zuversichtliche“ Warten der Fed: Auf ihrer Juni-Sitzung beließ die US-Notenbank ihren Leitzins unverändert im Zielbereich zwischen 5,25% und 5,5%. Da die Marktteilnehmer größtenteils mit dieser Entscheidung rechneteten, richtete sich der Fokus auf die Juni-Projektionen der US-Währungshüter. Die Fed rechnet nun mit einem Leitzins von 5,1% im Dezember 2024, was eine Senkung um

0,25 Prozentpunkte gegenüber dem aktuellen Niveau bedeutet. Im März hatte die Fed noch einen Zinssatz von 4,6% erwartet, was drei Zinssenkungen bedeutet hätte. Für 2025 liegt der Mittelwert der Projektion bei 4,125%, was, falls erreicht, zusätzlich zu dem in diesem Jahr erwarteten Zinsschritt eine Lockerung um einen ganzen Prozentpunkt (gleichbedeutend mit vier Zinssenkungen) bedeuten würde. Die zeitliche Verzögerung der Leitzinssenkungen findet ihren Grund in den nach wie vor zu hohen Inflationsraten. Die Projektionen für die Gesamtinflation des von der Fed bevorzugten Inflationsmaßes (PCE) wurden für 2024 um zwei Zehntel und für 2025 um ein Zehntel nach oben korrigiert. Die Kerninflation wurde für 2024 von 2,4% auf 2,8% angehoben. Der Abwärtstrend bei der Inflation bleibt zwar bestehen, entwickelt sich jedoch holpriger und langsamer als die Fed erwartet hat. Nach Aussagen des Fed-Chefs Powell benötigt die US-Notenbank weitere Daten, um mehr Zuversicht in den disinflationären Trend zu bekommen. Diese Zuversicht dürfte in den kommenden Monaten durchaus steigen. So sank der ISM-Index für das verarbeitende Gewerbe im Mai um 0,2 Indexpunkte auf 48,5, und auch der ISM-Dienstleistungsindex fiel im Juni um 5,0 Punkte auf einen kontraktiven Wert von 48,8. Dies ist das zweite Mal in drei Monaten, dass der Service-Index Anzeichen einer Kontraktion zeigt, und zudem der niedrigste Wert seit der Pandemie. Ein abnehmendes Momentum im Service-Sektor käme den Notenbankern gerade recht, da hier die Inflationsraten mit teils bis zu 5 % noch spürbar zu hoch sind. Wir erwarten daher, dass ein weiter abnehmendes Momentum in der US-Wirtschaft zu nachlassenden Preisveränderungsraten führt und damit die Fed in diesem Jahr zumindest einmal zu einer Zinssenkung bewegen sollte. Die Aktienmärkte sollten diese Entwicklung positiv aufnehmen, solange das Szenario eines „Soft-Landing“ der US-Wirtschaft Bestand hält. Lediglich im Falle einer ausgeprägteren Rezession oder ausbleibenden Zinssenkungen dürfte das geldpolitische Pendel zu Ungunsten des Aktienmarktes ausschlagen.

Euro-Raum – Die EZB bewegt sich vor der Fed: Der EZB-Rat hat auf seiner Sitzung am 6. Juni den Einlagensatz um 0,25 Prozentpunkte abgesenkt. Auf Grundlage einer aktualisierten Beurteilung der Inflationsaussichten ist es nun angemessen, den Grad der geldpolitischen Straffung zu reduzieren, nachdem die Leitzinsen neun Monate lang unverändert geblieben waren. Seit der Sitzung des EZB-Rats im September 2023 ist die Inflation um mehr als 2,5 Prozentpunkte zurückgegangen, und die Inflationsaussichten haben sich seitdem deutlich verbessert. Die Juni-Projektionen der Notenbanken zeigen einen Inflationspfad auf, der langfristig das Inflationsziel erreicht. Es wird nun eine Gesamtinflation von durchschnittlich 2,5% für 2024, 2,2% für 2025 und 1,9% für 2026 erwartet. Auch wenn Lagarde nach der Bekanntgabe der ersten Zinssenkung klarstellte, dass die EZB in diesem Zyklus nicht auf einen geldpolitischen Autopiloten umstellen wird, sondern weiterhin datenabhängig agieren würde, so haben sich bis zum Jahresende die Zinssenkungserwartungen an den Finanzmärkten gefestigt. Aktuell zeigen die Zins-Futures zwei weitere Zinssenkungen zum Jahresende mit 74 % Wahrscheinlichkeit an. Wir rechnen ebenfalls mindestens mit einem Zinsschritt nach unten. Wachstumsseitig kam mit den letzten Frühindikatoren, in Form der europäischen Einkaufsmanager-Indizes (Rückgang im Juni von 52,2 auf 50,9) und des ifo-Geschäftsklimaindex, der europäische Wirtschaftsmotor erneut ins Stocken. Das Ergebnis der Europawahlen (insbesondere das Ausrufen von Neuwahlen in Frankreich) sowie die Einführung von Zöllen auf chinesische Elektro-PKWs dürften einen bedeutenden Anteil an der Stimmungseintrübung beigetragen haben. Diese politischen Themen können kurzfristig die eigentlich günstige Ausgangssituation am europäischen Aktien- und Rentenmarkt vor dem Hintergrund der Geldpolitik überlagern. Jedoch erwarten wir ganz nach dem Sprichwort „Politische Börsen haben kurze Beine“ mittelfristig eine Refokussierung auf die sich weiter stabilisierende Konjunktur im Euro-Raum erfolgt.

Q2-Berichtssaison – Ohne Tech geht es nicht: Mit dem Start ins dritte Quartal 2024 rückt die Berichtssaison für das zweite Quartal in den Fokus der Investoren. Die Messlatte für die Berichtsperiode liegt hoch. Die Schätzungen für das Gewinnwachstum des S&P500 für Q2 betragen aktuell 10,6% und sind damit so hoch wie seit Q1 2022 nicht mehr. Insgesamt bleibt der US-Markt ein Markt der zwei Geschwindigkeiten. Trotz Abwärtsrevisionen des Gesamtindex seit Jahresbeginn verbesserten die Sektoren Communication Services (von 16,5% auf 21,7%) und Technologie (von 15,0% auf 16,9%) ihre Gewinnaussichten gegenüber dem Vorjahresquartal. Gemäß Analystenschätzungen sollen Amazon, Apple, Alphabet, Meta, Microsoft und Nvidia den bereinigten Gewinn pro Aktie im zweiten Quartal um 30% gesteigert haben. Die 494 anderen S&P500-Werte sollen hingegen lediglich ein durchschnittliches Gewinnwachstum von 5,4% verzeichnet haben. Die Gewinnprognose im Euro-Raum für das zweite Quartal liegt mit +1,6% deutlich niedriger. Sieben der zehn STOXX600-Sektoren rechnen mit einem positiven Gewinnwachstum. Stützpfeiler für den europäischen Markt sind die Sektoren Versorger (+17,6%) und Energie (+13,1%). Auch wenn die Gewinnsituation insgesamt noch hinter der der USA zurückbleibt, sollten Investoren jedoch nicht außer Acht lassen, dass Europa bewertungstechnisch (auf Basis der 2025er-KGVs) derzeit deutlich günstiger ist als der US-Leitindex (STOXX600: 12,9; DAX: 11,3 gegenüber S&P500: 19,4). Die Bewertungsschere bleibt auch im historischen Kontext relativ (der zehnjährige Durchschnitt bei der KGV-Differenz zwischen S&P500 und STOXX600 liegt bei 5,3) groß.

Rentenmärkte – Politische Belastungsfaktoren: Während die Aktienmärkte teils neue Höchststände markierten, machte sich an den Rentenmärkten eher Frustration breit. Seit Jahresbeginn hat der Gesamtindex aller Bundesanleihen (REX-P) ca. 1 Prozent an Wert verloren. Die Aussicht auf weitere Zinssenkungen seitens der EZB und evtl. der Fed sollten die Rentenmärkte auf beiden Seiten des

Atlantiks stützen und zumindest für positive Erträge im zweiten Halbjahr sorgen. Waren bei den Rentenmarkt-Akteuren die noch erhöhten Inflationsdaten der Risikofaktor schlechthin, gesellen sich seit den Europa-Wahlen neue hinzu. So ist mit den Neuwahlen in Frankreich ein neuer Unsicherheitsfaktor in den Fokus gerückt. Die Befürchtung vor einer neuen (eventuell rechtsgerichteten) französischen Regierung, die in einem möglichen Regierungsprogramm eine expansive Fiskalpolitik verfolgt und die Bonität des Landes weiter verschlechtert, ist deutlich spürbar. Dies wurde auch in steigenden Renditeaufschlägen zehnjähriger französischen Staatsanleihen zu Bundesanleihen deutlich. Mit rund 0,8 Prozentpunkten wurde das höchste Niveau seit 2017 erreicht. Zur angespannten politischen Situation kommt hinzu, dass die Europäische Kommission Mitte Juni gegen Frankreich ein Strafverfahren wegen zu hoher Neuverschuldung und überhöhtem Defizit eingeleitet hat. Die während der Pandemie ausgesetzten Defizitverfahren müssten von dem jeweiligen betroffenen Land mit einem Sanierungsprogramm bis zum 20. September beantwortet werden. Einer neuen französischen Regierung wären somit für die Umsetzung ihres Wahlprogramms vorerst enge Grenzen gesetzt. Auch in den USA ging es politisch turbulent zu. Der skurrile Auftritt des US-Präsidenten Biden beim ersten TV-Präsidentschaftsduell ließ die medialen Hoffnungen auf einen Sieg gegen seinen republikanischen Herausforderer Trump deutlich sinken. Während sich die Aktienmärkte mit einem Wahlsieger Trump relativ gut arrangieren könnten, dürften die Kernpunkte seines Programms (Steuersenkungen plus Anhebung von Zöllen) am Rentenmarkt eher negativ aufgenommen werden. Die Umsetzung dieser Pläne könnte nicht nur die US-Schuldendebatte verschärfen, sondern auch langfristig inflationsfördernd wirken. Während langlaufende US-Treasuries vorerst nicht nachhaltig in Richtung 4% tendieren sollten, könnten Bundesanleihen kurzfristig weiterhin durch die politische Lage im Nachbarland belastet bleiben und auf den aktuellen Niveaus (2,5%-2,6%) verharren.

Fazit – Der größte Teil der Jahresperformance dürfte bereits angefallen sein:

Im zweiten Halbjahr 2024 erwarten wir eine positive Entwicklung an den Aktienmärkten, vorausgesetzt, dass das Szenario eines „Soft Landings“ der US-Wirtschaft Bestand hat. Die Fed bleibt hinter ihrem ursprünglich erwarteten Zeitplan für Zinssenkungen zurück, was jedoch kaum Anlass für eine nachhaltige Trendumkehr an den Aktienmärkten bietet. Politische Risiken, wie die Unsicherheiten durch Neuwahlen in Frankreich, die Kandidatenfrage in den USA oder Zölle auf chinesische Elektrofahrzeuge, könnten kurzfristig für Turbulenzen sorgen. Dennoch zeigt die Vergangenheit, dass solche politischen Risiken oft nur von kurzer Dauer sind. Das Sprichwort „politische Börsen haben kurze Beine“ verdeutlicht, dass langfristig stabilisierende Faktoren wie die sich langsam verbessernde Konjunktur im Euro-Raum und positive Unternehmensgewinne die Märkte stützen werden. Wichtig dabei dürfte sein, dass in den USA die Unternehmensgewinne außerhalb des US-Technologie-Sektor die Gewinnerwartungen ansatzweise erreichen sollten. Insgesamt bleibt die Aussicht für die zweite Jahreshälfte 2024 positiv, auch wenn gelegentliche Konsolidierungsphasen nach dem starken ersten Halbjahr zu erwarten sind. Investoren sollten daher insgesamt optimistisch aber mit deutlich vorsichtigeren Erwartungen bzgl. der Ertragsentwicklung ins zweite Halbjahr gehen.

FIDUKA, 5. Juli 2024