

Börsenmonitor September 2024



- Nach einem verlustreichen Monatsstart endet der August doch noch positiv, mit Rekordkursen im DAX (Hoch bei 18.936 Punkten), Dow Jones (41.335 Punkte) und STOXX600 (über 526 Punkte), dem Gradmesser für alle europäischen Aktien. Auch der Oktober und der Rest der Vorwahlphase in den USA könnte, wie häufig in Wahljahren, holprig werden.
- In Europa und China hat sich die Wirtschaft weiter eingetrübt, die USA verzeichnen noch stabiles Wachstum. Aber der Arbeitsmarkt hat sich abgeschwächt, so dass die Notenbanker der Federal Reserve ihr Hauptaugenmerk jetzt auf die Beschäftigung richten und nicht mehr auf die bereits deutlich reduzierte Inflation.
- Das hat zurecht die Zinssenkungserwartungen am Kapitalmarkt noch einmal beflügelt, zumal die Inflation zuletzt gleichfalls nachgegeben hat. Eine US-Zinssenkung im September scheint jetzt so gut wie sicher, eine weitere in der Eurozone wahrscheinlich.

Schneller Anstieg auf neue Kurshochs: Die Börsen bügeln den kurzzeitigen Blitz-Crash von Anfang August unerwartet schnell wieder komplett aus. Den Schlussakkord zum Monatsende lieferte das traditionelle Treffen der Notenbanker in Jackson Hole in Wyoming, auf dem unter Teilnahme der maßgeblichen Geldpolitiker der amerikanischen Fed (Federal Reserve)-Chef Jay Powell sehr klar machte, dass in Kürze Zinssenkungen bevorstehen. Eine klare Abkehr von der bisher vorsichtig abwartenden Haltung der US-Geldhüter, die im Gegensatz zur Europäischen Zentralbank (EZB), der Bank of England und Schweizer Notenbank bisher noch keine Zinswende vollzogen haben.

Weil die amerikanische Fed aber ein „Duales Mandat“ hat, das heißt gleichermaßen für Preisstabilität und Vollbeschäftigung am Arbeitsmarkt sorgen soll, ist die Aussage von Powell, dass eine weitere Schwächung des Arbeitsmarkts nicht hingenommen werden kann und das Vollbeschäftigungsziel jetzt vor der weiteren Bekämpfung der Teuerung Priorität hat, von ganz erheblichem Gewicht für die Zinspolitik. Damit hat er die entscheidende Begründung für eine Zinswende im September schon mal vorab geliefert. Die Arbeitslosenquote ist von 3,4% im April 2023 stetig bis auf 4,3% im Juli 2024 angestiegen, die Zahl der

offenen Stellen von 10,3 Mio. im Frühjahr 2023 auf 8,2 Mio. zurückgegangen.

Die Inflation nähert sich immer mehr dem Zwei-Prozent-Ziel der Zentralbanken an:

Auf der anderen Seite ist die Inflation weiter auf dem Rückzug. Zwar nicht mehr so schnell wie zwischen dem Hochpunkt im Oktober 2022 (10,6% in der Eurozone) und Frühjahr 2024, aber mit verlangsamtem Abwärtstrend. Das liegt an der stärkeren Teuerung in den lohnintensiven Dienstleistungssektoren, die schwerer in Schach zu halten ist und sich nur sehr langsam zurückbildet. In den zwölf Monaten zwischen Juni 2023 und Juni 2024 fiel die Jahresteuern in den USA vom Spitzenwert 9,1% bis auf 3,2%. Jetzt lag sie im Juli mit 2,9% erstmals wieder unter der Drei-Prozentmarke, was zuletzt im März 2021 der Fall war. Die Kernrate ermäßigte sich im Juli auf 3,0%.

In der Eurozone zeigt sich der Preisanstieg noch stärker abgebremst bei 2,2% im August (in Deutschland nur noch 1,9%). Der Service-sektor war mit 3,9% höheren Preisen der einzige Treiber. Die Güterpreise blieben dagegen unverändert auf Vorjahresniveau, die Energiekosten sind um 5,1% gesunken. Deutlich mehr Spielraum also für die EZB, den Leitzins von 4,25% (Hauptrefinanzierungsrate) im September zum zweiten Mal abzusenken.

Zurück zu allgemeiner Sorglosigkeit und die Beste aller Welten in nur einer Woche:

Vom August-Rückschlag und grassierender Rezessionsfurcht wieder zurück zur Beste aller Welten („Goldilocks“) reichten den Anlegern wenige Tage mit etwas besseren US-Konjunkturdaten. Dazu kamen die Aussagen von Jay Powell in Jackson Hole und positive Inflationszahlen mit entsprechender Zinssenkungsphantasie. Die Konjunkturbefürchtungen sind aber nicht komplett vom Tisch, Umfrageergebnisse bei den Unternehmen deuten auf eine Wirtschaftsverlangsamung in den USA hin. Europa und auch China fallen als Wachstumslokomotiven ebenfalls aus.

Aktien aus defensiven Sektoren treiben im August die Börsen an: Die Erholung auf neue Börsenhochs wurde von defensiven (wenig konjunkturzyklischen) Werten getragen, insofern gab es im August-Aufschwung einen Favoritenwechsel. Die wachstumsstarken,

aber hoch bewerteten Technologie-Titel, die bis zur Korrektur einen Großteil der Aufwärtsdynamik getragen hatten, fielen dagegen in der Erholungsphase zurück. Und die besonders konjunkturrempfindlichen Rohstoff- und Energiewerte lagen ganz am Ende der August-Performanceskala. Die Ölbranche verlor in den USA knapp 3% an Wert (Chevron -7,8%) und in Europa über 2% (Shell, BP). Rohstoffwerten erging es nicht besser (Glencore -5,5%, Rio Tinto -2,3%). Mithin litten die Basisindustrien besonders unter den reduzierten Wachstumsprognosen für ihren Hauptabnehmer China.

Die besten Renditen erzielten Anleger mit den defensiven Titeln aus dem Pharma- und Gesundheitssektor (USA +4,6%, Europa +4,3%) wie Eli Lilly (Abnehmpille) und Europas Glaxo-Smithkline, Sanofi und AstraZeneca. Daneben standen in den USA die Einzelhandelswerte WalMart, Target, TJ Max (gute Halbjahreszahlen) und Starbucks (Vorstandswechsel) obenan, in Europa noch Telekom-Werte (Deutsche Telekom) und besonders Versicherungen (Allianz, AXA, MunichRe). In beiden Regionen profitierten Immobiliengesellschaften vom Ausblick niedrigerer Zinsen. Insgesamt legte der STOXX600-Index im August einschließlich Dividenden um 1,6% zu und sein US-Pendant, der S&P500 um 2,0% in US-Dollar.

Gehörig unter Druck bei den großen Dow-Jones-Titeln befanden sich zum wiederholten Mal der mit anhaltenden Qualitätsproblemen kämpfende Flugzeughersteller Boeing (-8,7%) und der frühere Champion der Halbleiterindustrie, Intel (-28,3%). Auch der Elektroauto-Pionier Tesla büßte angesichts der schwachen Marktnachfrage und eigener Anteilsverluste fast 10% an Wert ein.

Erwartungen für die Unternehmensgewinne sind stabil geblieben:

Die Ertragslage der Firmen ist bisher erstaunlich stabil, könnte aber bei weiterer Wirtschaftsabschwächung unter Druck geraten. Momentan werden für die 600 größten europäischen Unternehmen aus dem STOXX600 ein Gewinnanstieg von knapp 4% für dieses Jahr und weiter gut 10% Gewinnplus 2025 prognostiziert. Für die 500 US-Konzerne aus dem S&P500 werden knapp 10% Gewinnzuwachs 2024 und abermals stolze 15% für kommendes Jahr erwar-

tet. Das kann nur gelingen, wenn die Wirtschaft weiter wächst, wie in den USA zuletzt mit plus 3,0%.

Aktien sind in Europa günstig bewertet, in den USA eher am oberen Anschlag: Die Gewinnbewertung KGV (Kurs/Gewinnverhältnis) liegt in Europa (STOXX600) bei 13,1 für 2025, ein Abschlag von etwa 36% zur Bewertung des S&P500. Das DAX-KGV liegt sogar nur bei 11,6%. Allerdings haben daran die extrem niedrig bewerteten Autotitel ein großes Gewicht, und deren Perspektiven werden, wie der außergewöhnlich massive Kostensenkungsbedarf im Haus VW belegt, mittel- bis langfristig skeptisch gesehen.

Eine andere Bewertungskennziffer, die Dividendenrendite, kommt mit 3,3% in Europa heute kaum noch über die Anleiherenditen hinaus, wie es noch in Zeiten der Niedrigzinsphase vor ein paar Jahren gang und gäbe war. Anleihen liegen für zehnjährige Staatspapiere in Frankreich bei 3,1% und in Italien bei 3,7%. US-Aktien haben mit mauen 1,3%, wie fast immer bei der Dividendenrendite, einen kräftigen Abschlag zu Europas Titeln. Allerdings bevorzugen US-Konzerne wie auch amerikanische Anleger Aktienrückkäufe gegenüber höheren Dividendenausschüttungen. Und erstere gibt es in den USA reichlich.

Ein besseres Vergleichskriterium: Die Aktienrisikoprämie (Equity Risk Premium oder ERP) ist ein aussagekräftigeres Vergleichskriterium von Aktien gegenüber festverzinslichen Anlagen. Und die hat sich in den vergangenen Monaten mit dem Zinsabstieg an den Anleihemärkten deutlich ausgeweitet, hat also einen höheren Risikopuffer. Sie bemisst die Gewinnrendite eines Unternehmens oder Aktienindex, von der die Dividende nur einen Teilbetrag darstellt, relativ zum Marktzins. Sie gibt de facto die Mehrrendite an, die ein Aktienanleger gegenüber einem festverzinslichen Papier für sein höheres Risiko abverlangt.

Bei einem Aktien-KGV von 13,1 (STOXX600-Index) erwirtschaften die Indexunternehmen im Durchschnitt eine Gewinnrendite von 7,6% (100/KGV), der sich zum Beispiel mit den 3,7% Verzinsung italienischer Anleihen vergleichen lässt. Das ERP, der Aktien-Risikoabschlag liegt in diesem Fall bei 3,9%-Punkten,

ein im historischen Kontext zwar eher hoher, aufgrund der erhöhten geopolitischen Risikolage aber vertretbarer Wert. Im Vergleich zu Bundesanleihen (zehnjährige bei 2,3%) läge die Risikoprämie bei 5,3%-Punkten. Ein recht hoher Wert, der bei einem Vergleich mit kürzeren Anleihelaufzeiten und möglichen Zinssenkungen der Notenbanken noch größer würde. Je höher die Aktien-Risikoprämie, desto mehr Puffer gegenüber Anleihen und Kurspotential.

Die Bewertungskriterien sprechen also für weitere Investments in Aktien, vor allem europäische Papiere. Die kurzfristigen Perspektiven werden angesichts der bevorstehenden US-Wahl und wahrscheinlich zunehmender Marktvolatilität eher in eine Seitwärtstendenz münden. Für eine Verschnaufpause spricht auch der vorangegangene, extrem schnelle (vielleicht auch zu schnelle) Aufwärtsschub, der die bestehenden weltwirtschaftlichen Wachstumsrisiken zunächst einmal komplett ausblendet hat.

FIDUKA, 3. September 2024