

Kapitalmarktbericht USA

Nr. 1: Der Arbeitsmarkt dürfte trotz Abschwung angespannt bleiben



Konjunktur und Geldpolitik: Die US-Konjunktur hat sich trotz des geldpolitischen Gegenwinds in den letzten Monaten robust entwickelt, und auch der Arbeitsmarkt zeigt nur sehr verhaltene Anzeichen einer Abkühlung. Bemerkenswert ist allerdings der deutliche Rückgang der Einkaufsmanagerindizes im Dezember. Die Notenbank erhöhte den Leitzins auf ihrer letzten Sitzung 2022 nur noch um 50 Basispunkte, doch am Markt wird weitgehend ausgeblendet, dass die Mitglieder des Offenmarktausschusses ihre Erwartungen über das angemessene Leitzinsniveau Ende 2023 nochmals nach oben schraubten.

Rentenmarkt: Die rückläufigen Inflationsraten und die zukünftig voraussichtlich weniger umfangreichen Leitzinserhöhungen der Notenbank sorgten in den letzten Wochen für einen Renditerückgang, der angesichts einer immer noch restriktiven Geldpolitik vielleicht etwas überzogen war. Die Zinsstruktur blieb jedoch weiter stark invers.

Aktienmarkt: Auch an den Aktienmärkten stiegen die Kurse zuletzt an, wobei das Risiko einer Rezession in den kommenden Monaten weitgehend ausgeblendet zu werden scheint. Kursrückgänge bei einem „hard landing“ der Wirtschaft würden gute Einstiegsgemeinschaften darstellen.

10. Januar 2023

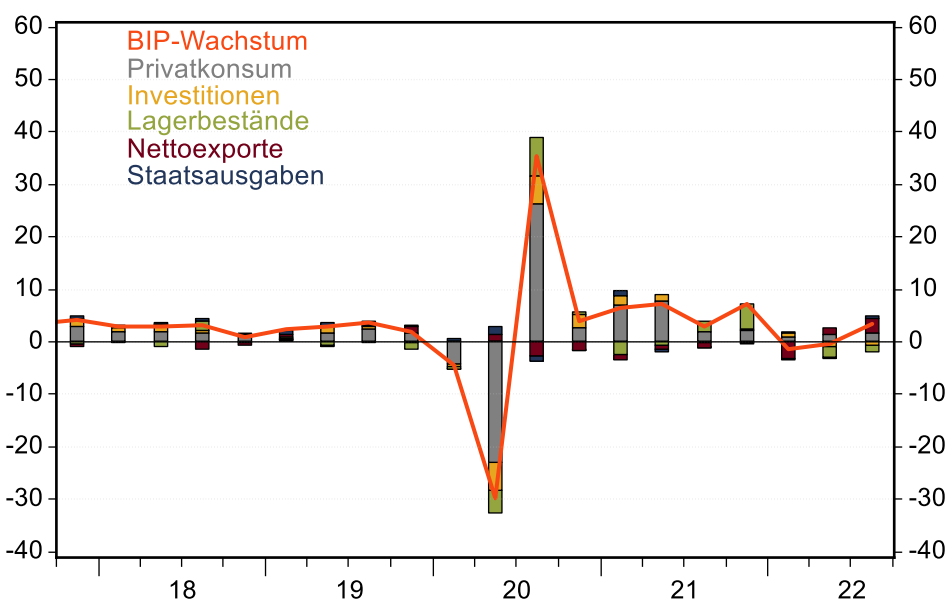
- Dr. Torsten Gruber
- Dr. Thorsten Proettel
- Bernhard Spitz

Konjunktur und Geldpolitik

Die US-Konjunktur lief zuletzt wie ein gut gepflegter Dieselmotor, dem aber demnächst der Treibstoff auszugehen droht. Obwohl der geldpolitische Fuß von Gaspedal auf Bremse wechselte, läuft der Motor rund und wurde zumindest bislang noch nicht abgewürgt. Am augenscheinlichsten ist dies auf dem Arbeitsmarkt und hinsichtlich des allgemeinen Wirtschaftswachstums. So geht die regionale Notenbank von Atlanta in ihrer sogenannten GDPnow-Schätzung von einer Steigerung des realen Bruttoinlandsproduktes (BIP bzw. engl. GDP) im 4. Quartal gegenüber dem 3. Quartal aus und gleichzeitig wurde die Steigerungsrate des BIPs für das 3. Quartal 2022 bei der finalen Erhebung durch das Statistikamt auf annualisiert 3,2 % nach zuvor gemeldeten 2,9 % angehoben. Ursprünglich wurde für jenen Zeitabschnitt am Markt sogar nur ein auf das Jahr hochgerechnetes Wachstum von 2,4 % erwartet. Die von Schätzung zu Schätzung nach oben revidierte Zahl geht zu einem guten Teil auf das Konto des Konsums, der trotz der hohen Inflation nach den offiziellen Zahlen solide wächst und dessen Steigerung deshalb nach oben revidiert werden musste, zuletzt auf eine Jahresrate von 2,3 %.

Die Wirtschaft wuchs im 2. Halbjahr erstaunlich kräftig,...

USA: BIP-Quartalsveränderungsrate Wachstumsbeiträge in Prozentpunkten



Quelle: Bureau of Economic Analysis/Haver Analytics

Wer den Blick gerne auf Details richtet, kann selbstverständlich kritisch hinterfragen, ob die reale Steigerung des Konsums angesichts der gegenwärtigen Hochinflationphase überhaupt zuverlässig kalkuliert wird. Es ist nämlich gut möglich, dass die Inflation zu niedrig geschätzt wird. Dies ist beispielsweise dann der Fall, wenn technologische Qualitätsfortschritte im Bereich der Informations- und Kommunikationsgüter zu hoch angesetzt werden oder wenn die Statistiker eine zu schnelle Ausweichreaktion der Privathaushalte von teurer gewordenen Gütern auf günstig gebliebene Alternativen unterstellen. Die Folge einer zu niedrigen Inflationsschätzung ist dann eine zu geringe Inflationsbereinigung der aufgrund der Teuerung gestiegenen nominellen Konsumausgaben. Das Ergebnis ist letztendlich ein scheinbarer Anstieg des realen Konsums. Und je höher das Inflationsniveau

...wobei der Konsum eine gute Option darstellt, das Haar in der Suppe zu suchen.

liegt, desto größer könnte dieser Messfehler sein. Werden die methodischen Neuerungen der letzten Jahre in der Inflationsberechnung ignoriert und stattdessen beispielsweise das Berechnungsschema des Jahres 1990 verwendet, dann beträgt die Verbraucherpreis-inflation nach Angaben des auf solche Fragen spezialisierten US-Volkswirtes John Williams aktuell rund 11 % und nicht rund 7 % wie offiziell angegeben. Angesichts dieser Verhältnisse kann hinter die Annahme eines steigenden Privatkonsums zumindest ein kleines Fragezeichen gesetzt werden.

Gemäß früherem Berechnungsschema liegt die Inflation aktuell bei 11 %.

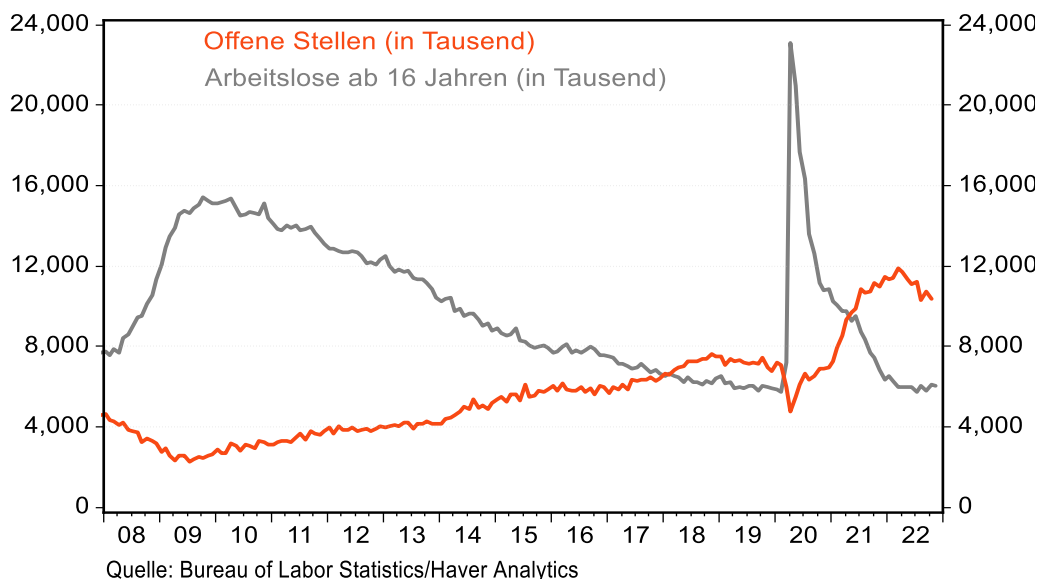
Allerdings sendet wie eingangs anmerkt auch der Arbeitsmarkt bislang immer noch Zeichen einer guten konjunkturellen Verfassung aus. Die wöchentlichen Erstanträge auf Arbeitslosenhilfe bewegten sich in den letzten Wochen in der vergleichsweise niedrigen Größenordnung von 204.000 bis 241.000. Seit Mitte November war die Tendenz dabei sogar wieder nach unten gerichtet.

Sehr niedrige Erstanträge auf Arbeitslosenhilfe...

Mindestens ebenso eindrücklich ist die Zahl der offenen Stellen, die im jüngsten Berichtsmonat November 10,458 Mio. betrug, womit auf jede arbeitslose Person rechnerisch rund 1,7 freie Stellen kamen. Die Zahl ist zwar seit März, als ein historisches Hoch von 11,855 Mio. offenen Stellen gemeldet wurde, fast kontinuierlich rückläufig. Aber dennoch ist das Niveau immer noch weit überdurchschnittlich (siehe Grafik unten). Im letzten vollständigen Vor-Corona-Jahr 2019 betrug die Zahl der offenen Stellen durchschnittlich „nur“ knapp 7,2 Mio.

...und viele freie Stellen...

USA: Arbeitsmarkt



Auch der jüngste Arbeitsmarktbericht für Dezember 2022, der am vergangenen Freitag veröffentlicht wurde, fiel beeindruckend aus. Die Anzahl der neu geschaffenen Stellen war mit 223.000 zwar erneut rückläufig, aber sie lag über den Erwartungen (203.000). Außerdem sank die auf einer Telefonumfrage beruhenden Arbeitslosenquote von nach unten revidierten 3,6 % erneut auf 3,5 % und damit auf das in den letzten Monaten mehrmals erreichte niedrigste Niveau der vergangenen 53 Jahre.

...sowie ein hoher Stellenaufbau zeugen vom robusten Arbeitsmarkt.

Der äußerst stabile Arbeitsmarkt dürfte nicht nur ein Resultat der immer noch verhältnismäßig guten konjunkturellen Lage sein, sondern auch auf strukturelle Verschiebungen zurückgehen. So wurde bereits vor einem Jahr mit einer Rückkehr vieler in der Corona-Krise arbeitslos gewordener Menschen gerechnet, die dann

Viele Arbeitskräfte suchen keinen Job.

doch nicht eintrat. Die gängigen Argumente von offizieller Stelle waren, dass sich manche Arbeitslose aus Furcht vor einer Corona-Infektion noch nicht zurückgemeldet hätten und dass es weiterhin Lücken in der Kinderbetreuung gäbe, die vor allem Frauen von einer Tätigkeit abhalten würden. Hinzu kam der von der US-Regierung beziehungsweise der Notenbank natürlich nicht angesprochene Umstand der übermäßig großzügigen staatlichen Arbeitslosenhilfen aus der Corona-Zeit. Rund zwölf Monate später zeigt sich jedoch, dass alle diese Annahmen zu optimistisch waren, wobei weiterhin nur in Ansätzen klar ist, warum die Erwerbsquote, die zuletzt 62,3 % betrug, einen guten Prozentpunkt unter dem Vor-Corona-Niveau liegt.

Die Erwerbsquote bleibt überraschend niedrig,...

Relativ unstrittig ist die Wirkung der vom ehemaligen US-Präsidenten Trump angeordneten und von seinem Nachfolger Joe Biden beibehaltenen Schließung der Südgrenze der USA. Hierdurch ist der früher stetige Zustrom von Arbeitskräften aus Mittel- und Südamerika nahezu versiegt, der vor allem im Bereich der niedrig qualifizierten Tätigkeiten für ein tiefes Lohnniveau sorgte. Wer sich illegal im Land aufhält und deshalb nur eingeschränkten Zugang zur Armenfürsorge hat, ist in der Regel bereit, für wenig Geld zu arbeiten. Mit dem Rückgang dieser Konkurrenz ist es für Beschäftigte in einfachen Dienstleistungen nun leichter, Lohnaufschläge durchzusetzen. Von verschiedenen Seiten, insbesondere aus der Wirtschaft, wurde vor diesem Hintergrund und zur Inflationsbekämpfung in den letzten Wochen eine Grenzöffnung gefordert. Gemäß dem jüngsten Arbeitsmarktbericht fand allerdings auch ohne diesen Schritt ein Rückgang des Anstiegs der durchschnittlichen Stundenverdienste von revidiert 4,8 % im November auf 4,6 % im Dezember statt.

...was mit der geringen Einwanderung erklärt werden kann...

Daneben spielen vermutlich zwei weitere strukturelle Aspekte für den Arbeitskräftemangel eine Rolle, über die aufgrund der politischen und sozialen Brisanz höchstens hinter vorgehaltener Hand gesprochen wird. Dies ist erstens die sogenannte Opioidkrise in den USA, die auf die teilweise schlechte Gesundheitsfürsorge für die ärmeren Bevölkerungskreise zurückgeht. Ab den 1990er Jahren entwickelte sich die Einnahme von schmerzstillenden, aber potenzial süchtig machenden Medikamenten anstelle einer Therapie zu einem Massenphänomen. Damit entstand ein Markt für Opiode, der seit der Einschränkung der ärztlichen Verschreibung dieser Mittel seit Anfang der 2010er Jahre auf illegalem Weg bedient wird. Insbesondere die Substanz Fentanyl wird durch mexikanische Drogenkartelle in den USA verbreitet und dort missbräuchlich verwendet. Den Umfang dieses Geschäftes verdeutlicht eine Meldung der letzten Tage. Wie die US-Antidrogenbehörde DEA mitteilte, wurde 2022 Fentanyl in einem Umfang beschlagnahmt, der ausgereicht hätte, um allen Einwohnern der USA eine tödliche Dosis zu verabreichen.

...und vermutlich auch eine Folge von Opioidabhängigkeit ist,...

Der zunehmende Fentanyl-Konsum scheint gemäß den in sozialen Netzwerken verbreiteten Fotos und Videos in jüngster Zeit zu einer beschleunigten Verwahrlosung der Innenbezirke mancher Großstädte geführt zu haben. Die Anzahl der durch eine Überdosis getöteten Menschen kletterte von circa 16.000 im Jahr 2010 auf vermutlich mehr als 110.000 im letzten Jahr. Über die Anzahl der Abhängigen bestehen naturgemäß keine belastbaren Zahlen. Aber bereits 2018 wurde sie auf knapp 2 Mio. geschätzt. Jüngere Schätzungen gehen von rund 1 % der Bevölkerung quer durch nahezu alle Altersgruppen aus, was mehr als 3 Mio. Menschen entsprechen würde.

...die etwa 1 % der Bevölkerung betreffen könnte.

Zweitens dürfte sich die sogenannte Shoplifting-Krise in manchen Gegenden negativ auf das Arbeitskräfteangebot auszuwirken. In dem Bemühen, die ohnehin schon

überfüllten Gefängnisse nicht noch weiter zu belasten und um die Kriminalitätsstatistik zu verbessern, beziehungsweise um benachteiligte Bevölkerungsgruppen vor stigmatisierenden Erfahrungen zu schützen, hat eine ganze Reihe an Staaten, die von der Partei der Demokraten regiert wird, in den letzten Jahren Ladendiebstähle zu Ordnungswidrigkeiten herabgestuft. Hierzu gehören die beiden bevölkerungsreichsten und traditionell politisch links eingestellten Staaten Kalifornien und New York. Dort werden Diebstähle in einem Wert von unter 1.000 US-Dollar nicht mehr zur Anklage gebracht, so dass die Justiz kein Interesse an einer Strafverfolgung hat und die Polizei betroffenen Supermärkten und Ladengeschäften kaum noch zur Seite steht. In der Folge boomt das „Shoplifting“. Die National Retail Federation gab letzte Woche bekannt, dass sich der „Waren Schwund“ bei ihren Mitgliedsunternehmen im Jahr 2022 auf knapp 100 Mrd. US-Dollar summiert hätte. Rein rechnerisch haben damit alle Einwohner in den USA vom Säugling bis zum Präsidenten in den letzten zwölf Monaten durchschnittlich für etwa 300 US-Dollar Waren geklaut. Für manche Menschen scheint es somit einfacher zu sein, sich in den Supermärkten, die häufig mit Selbstbedienungskassen ausgestattet sind, zu nehmen, was sie brauchen, anstatt einer bezahlten Tätigkeit nachzugehen. Gemäß einem jüngst veröffentlichten Bericht der New York Post werden die gestohlenen Waren jedoch vielfach nicht nur für den Eigenbedarf entwendet, sondern auch weiterverkauft. Die finanziellen Belastungen für den Einzelhandel scheinen jedenfalls so groß zu sein, dass alleine im Großraum New York mehrere Tausend Ladengeschäfte vor dem Aus stehen.

Eine gut gemeinte Reform des Strafrechts belastet den Einzelhandel.

Zusammen mit der Verabschiedung der geburtenstarken Babyboomer-Jahrgänge aus dem aktiven Arbeitsleben dürften die beschriebenen Entwicklungen jedenfalls zu einer nicht nur kurzfristigen Schmälerung des Angebots an Arbeitskräften beitragen. Die Folge ist eine Verschiebung des Gefüges am Arbeitsmarkt, wie sie in den letzten Jahren nicht vorkam. Vermutlich wird die Arbeitslosenquote vor diesem Hintergrund auch bei einer konjunkturellen Abschwächung weit unterhalb den in früheren Rezessionen erreichten Niveaus bleiben. Dies bedeutet im Umkehrschluss auch, dass der Notenbank mit ihrer restriktiven Geldpolitik der Rücken freigehalten wird, denn das Anstreben einer „maximalen Beschäftigung“ gehört ebenso wie die Geldwertstabilität zu den gleichberechtigten Zielen der US-Fed.

Auch die Demographie sorgt für weniger Arbeitskräfte.

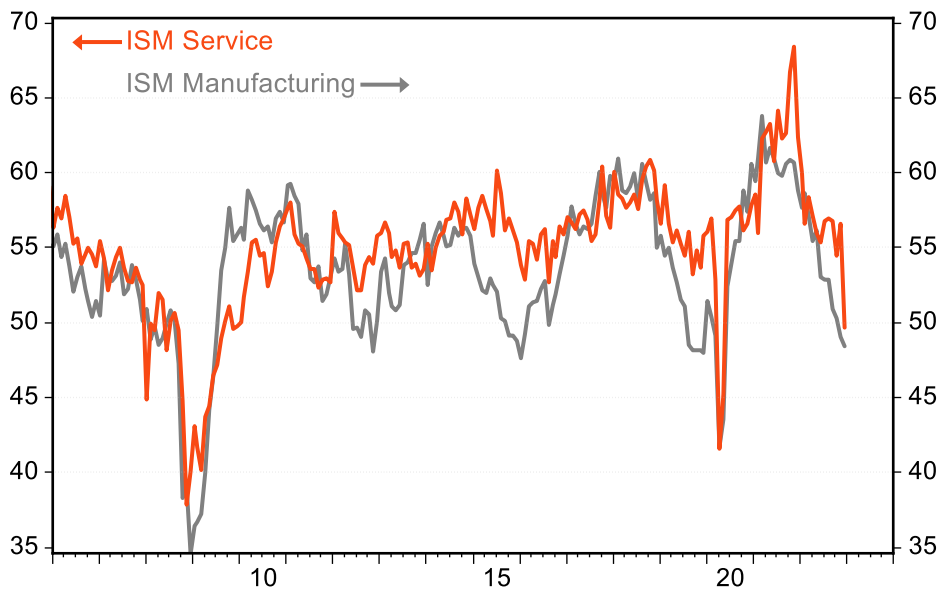
Die Entlassung von vielen zehntausend Menschen in der IT-Industrie und darunter bei namhaften großen Unternehmen in den letzten Wochen hat sich dagegen bislang noch nicht nachhaltig in den Arbeitsmarktdaten niedergeschlagen. Nachdem in den vergangenen drei Jahrzehnten vor allem Arbeitsplätze für manuelle Tätigkeiten verloren gingen, scheint es aktuell zum ersten Mal seit der Dotcom-Krise vor mehr als 20 Jahren wieder Softwareingenieure und Programmierer und damit tendenziell besser verdienende Berufe zu treffen.

Zuletzt wurden in der IT-Branche viele Beschäftigte entlassen.

Die Gründe für den starken Rückgang des ISM-Einkaufsmanagerindex von 56,5 Punkten im November auf 49,6 Punkte im Dezember sind jedoch eher an anderen Stellen als am Konsumschwund ehemaliger IT-Experten zu suchen. Einerseits macht sich das geldpolitische Bremsmanöver der US-Notenbank vermutlich allmählich doch stärker bemerkbar. Auch der Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe befindet sich unterhalb der Expansionsschwelle von 50 Punkten. Er sank von 49,0 auf 48,4 Punkte. Andererseits könnte der jüngste Stimmungseinbruch im Dienstleistungssektor auch punktuell durch den verheerenden Wintersturm „Elliot“ beeinflusst gewesen sein. Die bereits Ende nächster Woche anstehenden vorläufigen Indexstände für Januar werden nähere Aufschlüsse ermöglichen.

Die ISM-Einkaufsmanagerindizes befinden sich im kontraktiven Bereich.

USA: Stimmung im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungsbereich



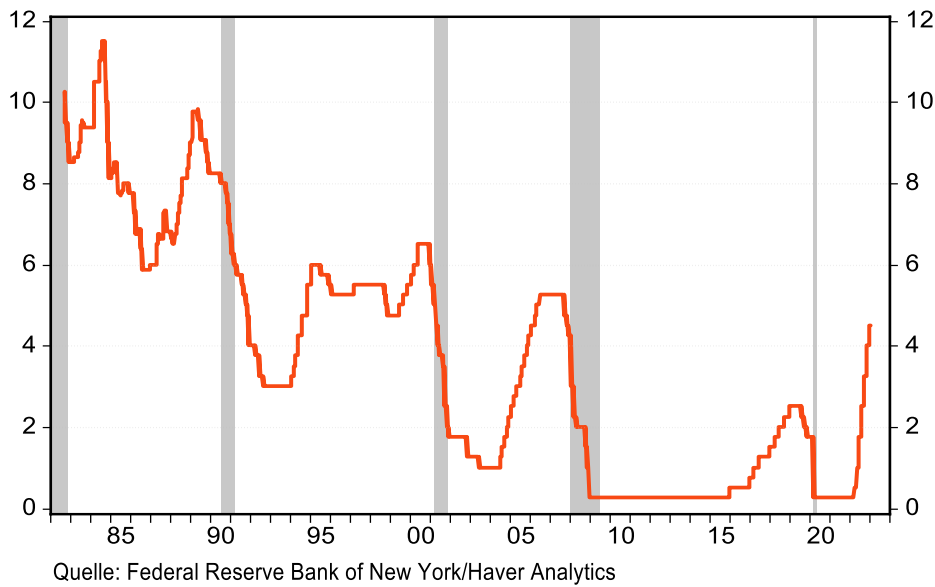
Quelle: Institute for Supply Management/Haver Analytics

Eine restriktive Geldpolitik der US-Notenbank wirkt typischerweise immer mit Zeitverzögerung, so dass die zuletzt noch relativ gute Wirtschaftsentwicklung per se keine Überraschung darstellt. Mit Blick auf die kommenden Monate ist aber eine Eintrübung sehr wahrscheinlich, worauf auch der anhaltende Rückgang der Einkaufsmanagerindizes hindeutet. Die zinnsensible Baubranche bekommt dies wie in der letzten Ausgabe des Kapitalmarktberichtes USA beschrieben weiterhin zu spüren. Baugenehmigungen und Baubeginne waren zuletzt weiter rückläufig. Der Arbeitsmarkt dürfte aufgrund der oben angerissenen Sonderfaktoren vermutlich weiterhin angespannt bleiben, so dass im Gegensatz zu früheren Zyklen eine Rezession mit vergleichsweise niedriger Arbeitslosigkeit bevorsteht.

Im Zuge der jüngsten Sitzung des Offenmarktausschusses Mitte Dezember erhöhte die US-Notenbank den Leitzins zum siebten und letzten Mal 2022. Wie von den Märkten erwartet worden war, entschieden sich die Währungshüter nach vier Zinsschritten um jeweils 75 Basispunkte nun für eine Anhebung um 50 Basispunkte. Das Leitzinszielband steht damit bei 4,25 % bis 4,50 %. Der Verzicht auf einen erneuten Jumbozinsschritt ist Teil der bereits am Ende des Sommers vorgestellten kurzfristigen Notenbank-Taktik, zunächst die Wirkungen der bisherigen Zinsschritte auf die Inflation und die Konjunktur abwarten und in den nächsten Monaten nur noch eine Feinsteuerung betreiben zu wollen. Demnach ist bereits auf einer der nächsten Sitzungen mit einem Rückgang des dann vollzogenen Erhöhungsschrittes auf 25 Basispunkte und im weiteren Verlauf mit einer Beibehaltung des dann erreichten Niveaus zu rechnen.

Die US-Fed begann mit der Entschleunigung der Leitzins-erhöhungen.

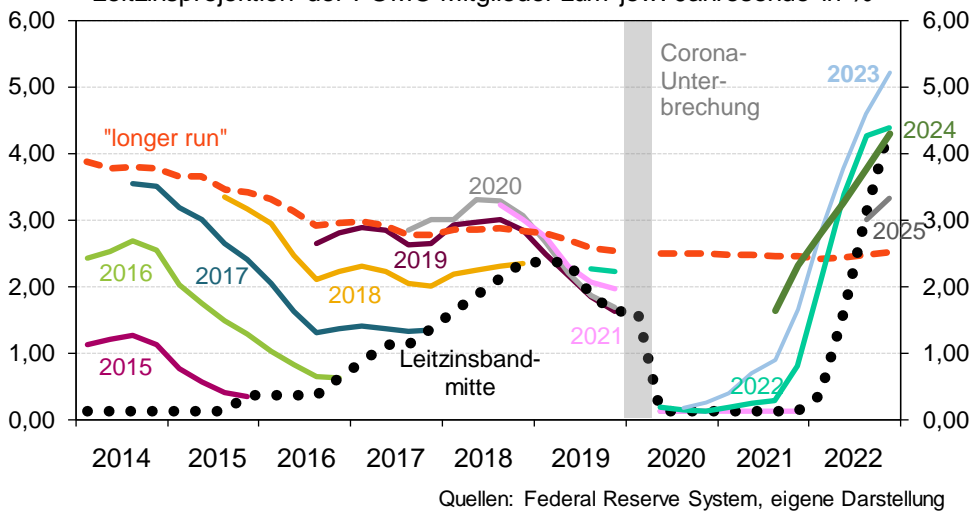
USA: Fed-Leitzinsen (Upper Limit) und Rezessionen



Am Markt wird derzeit mehrheitlich von einem Anstieg um nur noch 25 Basispunkte auf der nächsten Zinssitzung am 1. Februar ausgegangen. Ob dies so kommen wird, war nach Aussagen von Fed-Chef Powell bei der jüngsten Sitzung Mitte Dezember noch offen. Es ist deshalb sehr gut möglich, dass die Notenbank wie bereits in der Vergangenheit ihre Entscheidung für einen großen oder einen kleinen Zinsschritt ein paar Tage vor der Sitzung an die Presse durchsticht. Generell gehen die meisten Marktteilnehmer derzeit von nur noch moderaten Leitzinserhöhungen um insgesamt etwa 50 bis 75 Basispunkten im ersten Halbjahr 2023 aus. Aus den Terminmarktsätzen für den US-Geldmarkt lässt sich zudem weiterhin die Erwartung von Zinssenkungen im zweiten Halbjahr herauslesen, die mit der Reaktion der Notenbank auf eine Rezession begründet werden.

Der Markt rechnet mit Leitzinssenkungen im 2. Halbjahr 2023,...

Leitzinsprojektion der FOMC-Mitglieder zum jew. Jahresende in %



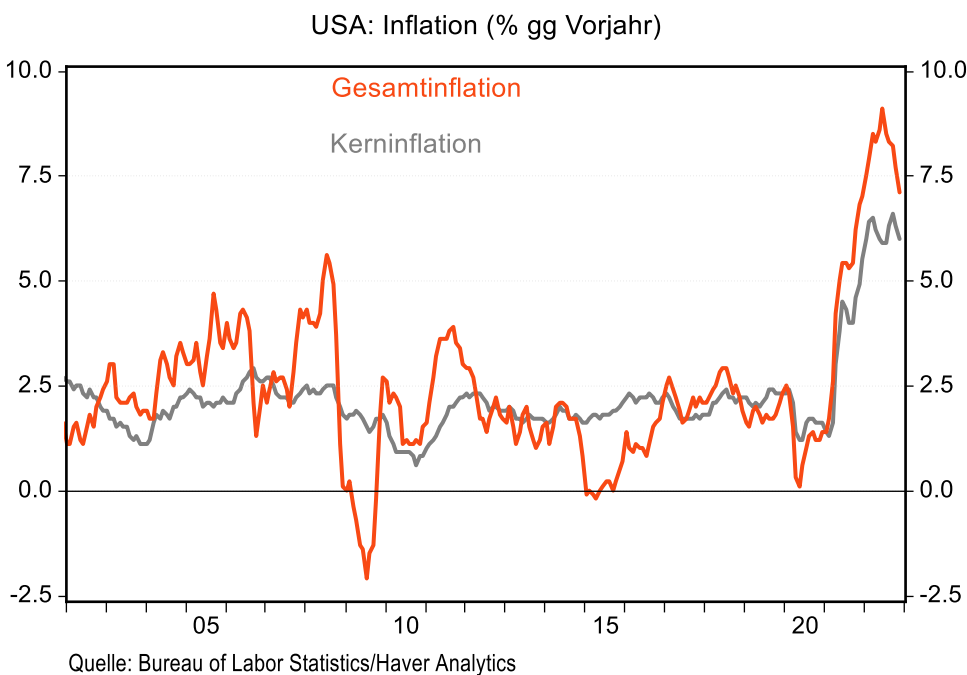
Tatsache ist jedoch, dass die Märkte bereits in den letzten Monaten wiederholt den Willen der Notenbank zu Leitzinserhöhungen unterschätzt haben, und das geschilderte Verlaufsszenario im Widerspruch zu den Ankündigungen der Notenbank steht. Das geldpolitische Jahr 2022 war geprägt von einer immer restriktiver

...doch die Notenbank signalisiert das Gegenteil.

werdenden US-Notenbank, und die letzte Sitzung Mitte Dezember machte hierbei keine Ausnahme. Im Rahmen der sogenannten Dot Plot-Projektionen erhöhten die Mitglieder des Offenmarktausschusses ihre Erwartungen für das Leitzinsniveau Ende 2023 von bislang 4,59 % im September kräftig auf nun 5,22 % (siehe Grafik vorherige Seite). Die Projektionen entsprechen dabei vollständig den verbalen Aussagen von der Fed-Spitze, wonach die Leitzinsen weiter angehoben werden müssen und dann längere Zeit auf dem erhöhten Niveau bleiben sollen.

Sehr wichtig ist in diesem Zusammenhang natürlich die weitere Entwicklung der Inflationsrate. Im Dezember sank die Jahresrate der Teuerung stärker als erwartet von 7,7 % auf 7,1 %. Gemäß Marktkonsens wird für die am Donnerstag dieser Woche zur Veröffentlichung anstehende Rate für Dezember mit einem weiteren Rückgang auf 6,5 % gerechnet, und wir gehen für das Gesamtjahr 2023 sogar von einem Absinken auf durchschnittlich 4,5 % aus. Hierfür sprechen neben der von uns erwarteten Konjunkturabschwächung auch statistische Basiseffekte, insbesondere bei den Energiepreisen. Die Kernrate der Inflation ohne Energie und Lebensmittel, die zuletzt bei 6,0 % stand, dürfte deshalb in den kommenden Monaten weniger stark fallen und voraussichtlich sogar höher als die Gesamtinflation ausfallen. Da aus Sicht der Notenbank die Kernrate die eigentlich wichtige Messgröße ist, da die Energierohstoffe kaum beeinflusst werden können, dürfte sich deshalb eine Verschiebung der Wahrnehmung des Marktes von der Gesamtinflation zur Kerninflation ergeben. Dies setzt natürlich voraus, dass die US-Fed konsequent bleibt und nicht nur selektiv die Kernrate hervorhebt, wenn diese niedrig ist.

Bald könnte die Kernrate im Mittelpunkt der Inflationsbetrachtung stehen.



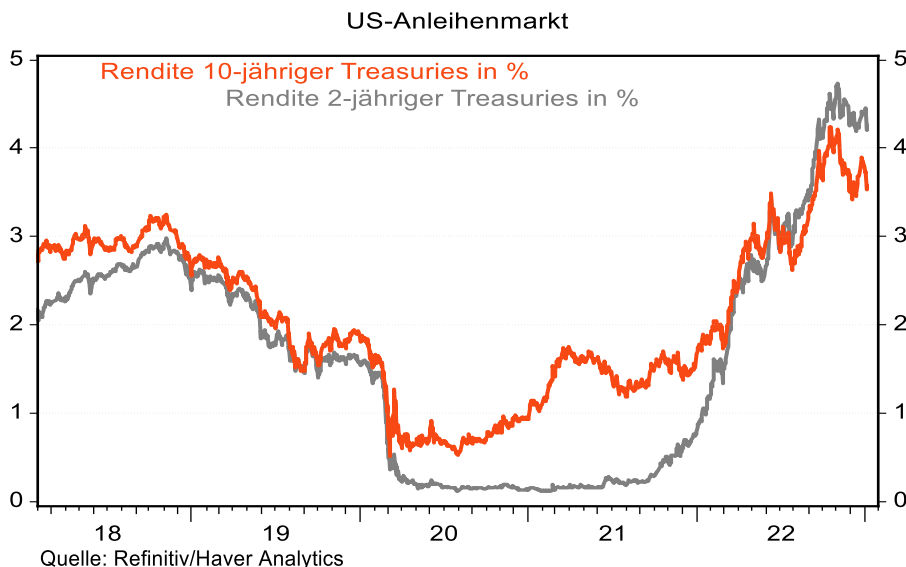
Die US-Notenbank kündigte an, den Leitzins zunächst weiter zu erhöhen, wobei das Erhöhungstempo in den kommenden Monaten planmäßig nachlassen soll. Außerdem möchte das Währungsinstitut anschließend das erhöhte Zinsniveau beibehalten, um die Inflation und insbesondere die Kerninflation nachhaltig zu bekämpfen. Der Markt spielt derweil ein anderes Szenario mit nur noch geringen Zinserhöhungen im ersten Halbjahr und einem zügigen Richtungswechsel nach Eintritt einer Rezession. Die vielleicht wichtigste Frage für das Konjunktur- und Kapitalmarktjahr 2023 lautet des-

halb, ob die Fed zur Freude des Marktes umfällt, oder ob sie sich selbst treu bleibt. Wie oben ausgeführt dürfte die Lage auf dem Arbeitsmarkt der Notenbank jedoch größere Freiheiten geben, weshalb aus fundamentaler Sicht wenig gegen eine restriktivere Gangart spricht.

Rentenmarkt

An den Rentenmärkten ermäßigten sich die Renditen von sicheren Staatsanleihen in den letzten zwei Monaten per Saldo deutlich. Während Treasuries mit 10-jähriger Restlaufzeit Anfang November noch fast 4,2 % einbrachten, sind es aktuell nur noch 3,54 %. Zwar war kurz vor dem Jahreswechsel 2022/23 ein Anstieg zu beobachten, doch dieser war nur vorübergehend. Selbst kurzlaufende Papiere erfuhren seit Anfang November Kurssteigerungen beziehungsweise spiegelbildlich Renditerückgänge, auch wenn die Bewegungen hier etwas geringer ausfielen. Die Rendite von Titeln mit 2-jähriger Restlaufzeit gaben von rund 4,6 % auf aktuell 4,23 % nach.

Zuletzt waren die Renditen rückläufig,...



Zu den Gründen für diese Entwicklung dürfte einerseits die rückläufige Inflationsrate in den USA gehört haben und andererseits die an den Kapitalmärkten gerne gehörten Ausführungen der Notenbank über zukünftig niedrigere Leitzins-erhöhungen. Dies zeigt sich insbesondere im Vergleich zu Europa und beispielsweise deutschen Staatsanleihen, wo der Renditerückgang in den letzten Wochen aufgrund eines restriktiveren Tons der EZB-Präsidentin weniger umfangreich ausfiel.

...was mit rückläufiger Inflation und Leitzins-erhöhungen erklärt werden kann,...

Darüber hinaus ließe sich in die Bewegung am US-Rentenmarkt mit etwas Phantasie auch die zunehmende Sorge vor einem „hard landing“, also einer Rezession als Ergebnis der konjunkturellen Abschwächung hineininterpretieren. Die Marktteilnehmer nehmen dabei die in der Krise typischerweise wieder sinkenden Renditen bereits heute vorweg. Diese Erklärung würde jedenfalls gut zu dem häufig bemühten Bonmot von den intelligenteren Rentenmärkten im Vergleich zu den Aktienmärkten passen, da professioneller und vorausschauender agiert werde. Ob diese Mutmaßung zutrifft oder nicht, kann jedoch nicht belegt werden. Wie immer gilt auch hier die Einsicht, dass die Marktteilnehmer an der Börse nur ihre Käufe

...und vielleicht nimmt der Rentenmarkt eine Rezession bereits vorweg.

und Verkäufe platzieren, aus denen sich Kurse ergeben, aber bei der Ordererteilung nicht ihre persönlichen Motive angeben.

Trotz der umfassenden Vorausschau an den Rentenmärkten ist es nicht völlig abwegig, dass in der vor uns liegenden Zeit angesichts der zu erwartenden Leitzins-erhöhungen, die vom Markt derzeit ausgeblendet zu werden seinen, zunächst noch ein kleiner Wiederanstieg der Rendite bevorsteht. Angesichts des von uns prognostizierten Inflationsrückgangs und der sich eintrübenden Konjunktur dürfte im weiteren Verlauf jedoch tatsächlich etwas Druck auf die Renditen ausgeübt werden. Das Potenzial für deutliche Kursgewinne dürfte allerdings begrenzt bleiben, da die Kernrate der Inflation wie geschildert nicht so schnell sinken dürfte und die Notenbank die Leitzinsen wahrscheinlich längere Zeit auf dem erhöhten Niveau belassen wird als vom Markt erwartet.

Erwähnenswert ist die weiterhin extrem starke Inversität der Zinsstrukturkurve. Anfang November rentierten US-Staatsanleihen mit 2-jähriger Laufzeit 50 Basispunkte höher als solche mit 10-jähriger Restlaufzeit. Bis Anfang Dezember weitete sich die Differenz sogar auf rund 85 Basispunkte aus, bevor der Renditeanstieg zum Jahresende das Pendel in die Gegenrichtung ausschlagen ließ. Mit dem Renditerückgang in den ersten Tagen des neuen Jahres stieg jedoch auch wieder das Ausmaß der Inversität an. Der Renditeunterschied beträgt gemessen an den hier betrachteten Laufzeiten aktuell 68 Basispunkten. In den letzten Jahrzehnten folgte auf eine inverse Zinsstruktur mit etwas zeitlichem Abstand stets eine Rezession.

Der Renditerückgang am langen Ende der Zinsstruktur über die vergangenen zwei Monate war angesichts der weiterhin restriktiven Notenbankpolitik vielleicht etwas übertrieben. Wie oben ausgeführt, hat der Offenmarktausschuss der Fed erst kürzlich seine Projektion über das Leitzinsniveau für Ende 2023 erneut nach oben revidiert und das kürzlich veröffentlichte Protokoll der jüngsten Notenbanksitzung offenbart, dass den Währungshütern die durch die Marktbewegung hervorgerufene Verbesserung der Finanzkonditionen für Kreditnehmer ein Dorn im Auge ist. Vor diesem Hintergrund könnten auf den kommenden Sitzungen falkenhafte Töne anstehen, die für einen Renditeanstieg sorgen. Insgesamt bleibt das Potenzial für deutliche Kursrückgänge angesichts der Aussicht auf eine Rezession jedoch begrenzt.

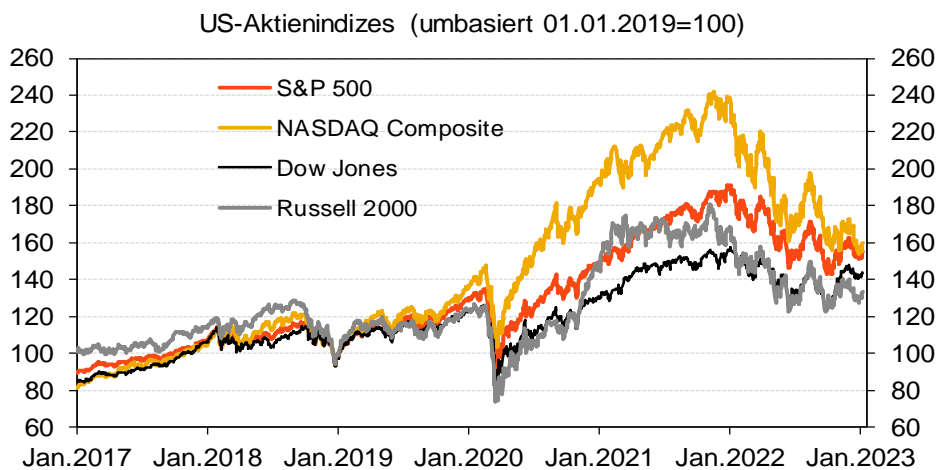
Aktienmarkt

In den vergangenen Wochen ging es an den Aktienmärkten per Saldo moderat aufwärts. Die Gemengelage aus einer grundsätzlich weiterhin intakten konjunkturellen Entwicklung und der mit Wohlwollen quittierten Ankündigung auf ein Ende der Leitzinserhöhungen in den USA wog schwerer als die Aussicht auf eine mögliche Rezession. So verbesserte sich der S&P 500 als der vielleicht wichtigste Index der Wall Street in den letzten zwei Monaten um 3,8 %. In einer ähnlichen Größenordnung stieg der Nebenwerteindex Russell 3.000, während der Dow Jones und der Tech-Index NASDAQ Composite mit Zuwächsen von 3,1 % beziehungsweise 2,7 % etwas hinterherhinken.

Falkenhafte Töne der Fed könnten Renditeanstieg provozieren.

Die Zinsstruktur ist weiterhin stark invers.

Die Aktienmärkte legten zu,...



Quelle: Haver Analytics, eigene Darstellung

Grundsätzlich befinden sich viele Aktien nach den starken Kursrückgängen des letzten Jahres auf einem Niveau, welches nach Maßgabe simpler fundamentaler Daten wie dem Kurs/Gewinn-Verhältnis als attraktiv erscheint. Dies mag das Kaufinteresse zusätzlich befeuert haben. Außerdem nähren die rückläufige Inflationsrate und das zuletzt auch schwindende Lohnwachstum die Vorstellung einer Besserung hinsichtlich dieser aktuell wichtigsten volkswirtschaftlichen Problemfelder, beziehungsweise sie unterstreichen die Glaubwürdigkeit des weit verbreiteten Narrativs von Leitzinssenkungen im 2. Halbjahr 2023. Grundsätzlich sind auch die großen US-Investmentbanken für das Aktienjahr 2023 positiv gestimmt. Die Mehrheit erwartet einen höheren Stand der Indizes in zwölf Monaten.

...wobei auch hier die sinkende Inflation eine Rolle spielte.

Entscheidend dürfte jedoch sein, was in der Zwischenzeit passieren wird. Der Rückgang der Aktienkurse im vergangenen Jahr war hauptsächlich dem steigenden Zinsniveau geschuldet, welches sich über die Verschlechterung der Bewertungsrelationen, wieder attraktiv erscheinende Anlagealternativen auf dem Rentenmarkt sowie über das höhere Gewicht von Schulden in den Gewinn- und Verlustrechnungen der Unternehmen negativ bemerkbar machte. Die konjunkturelle Abkühlung, die von der Notenbank als Mittel zum Zweck der Inflationsbekämpfung beabsichtigt wird, spielte für die Kursverläufe eine weit weniger wichtige Rolle. Zwar meldeten hie und da verschiedene Unternehmen rückläufige Aufträge und Umsätze, worauf an den Börsen mit Verkäufen reagiert wurde. Hierbei handelt es sich aber noch nicht um die Einpreisung eines Rezessionsszenarios. An den Märkten wird weiterhin auf ein sogenanntes „soft landing“ gehofft, doch eine harte Landung der Wirtschaft mit einer Rezession ist sogar nach Einschätzung der US-Notenbank das wahrscheinlichere Szenario.

Eine Rezession ist am Markt noch nicht eingreist.

Das freundliche Aktienumfeld der jüngeren Vergangenheit könnte noch bis zu der in wenigen Tagen beginnenden Berichtssaison für das 4. Quartal 2022 anhalten, welches für viele Unternehmen aufgrund der robusten Konjunktur einigermaßen erfreulich verlaufen dürfte. Die von uns erwarteten falkehafteren Töne der US-Notenbank könnten das Blatt bald danach aber wieder wenden. Da außerdem eine Rezession droht, erscheint es gut möglich, dass im 1. Halbjahr 2023 die Kurstiefstände des Jahres 2022 nochmals getestet werden. Dies würde eine sehr attraktive Einstiegsgelegenheit darstellen.

Prognoseübersicht

G3 (+UK) Konjunkturindikatoren und Wechselkurse

	Reales BIP Wachstum (%)					Inflation (CPI) ¹					Arbeitslosenquote (%) ¹				
	2019	2020	2021	2022e	2023e	2019	2020	2021	2022e	2023e	2019	2020	2021	2022e	2023e
EWU	1,4	-6,5	5,3	3,3	0,0	1,2	0,3	2,6	8,4	6,0	7,6	8,0	7,7	6,7	7,0
- DE	1,1	-4,1	2,6	1,8	-0,5	1,4	0,5	3,1	7,9	7,0	5,0	5,9	5,7	5,3	5,7
UK	1,4	-9,7	7,4	4,1	-1,0	1,8	0,9	2,6	9,1	7,5	3,8	4,5	4,6	3,7	4,5
USA	2,3	-3,4	5,7	2,5	0,3	1,8	1,2	4,7	8,0	4,5	3,7	8,1	5,4	3,8	4,3
Japan	0,0	-4,7	1,7	1,3	1,0	0,5	0,0	-0,2	2,5	1,7	2,4	2,8	2,8	2,6	2,8

	Leistungsbilanz (% des BIP)					Budgetsaldo (% des BIP)					Wechselkurs (US\$) ²				
	2019	2020	2021	2022e	2023e	2019	2020	2021	2022e	2023e	2019	2020	2021	2022	2023e
EWU	2,3	1,9	2,5	1,0	1,4	-0,6	-7,2	-7,7	-3,4	-2,4	1,12	1,22	1,14	1,07	1,13
- DE	7,6	7,0	7,4	4,2	5,2	1,5	-4,3	-6,8	-1,8	-0,4	-	-	-	-	-
UK	-2,7	-2,5	-2,6	-4,8	-4,3	-2,3	-12,5	-11,9	-5,6	-3,6	1,30	1,37	1,35	1,21	1,28
USA	-2,1	-3,0	-3,7	-3,7	-3,1	-5,7	-14,9	-10,8	-6,9	-5,7	-	-	-	-	-
Japan	3,4	2,9	2,9	1,4	2,2	-3,1	-10,3	-9,0	-3,9	-2,1	110	103	115	131	126

¹ Jahresdurchschnitt

² US\$ gg. Währung, Japan: JP¥ gegen US\$, jeweils zum Jahresende

Quelle: Daten für Leistungsbilanz und Budgetsaldo vom IWF (einschließlich der Prognosewerte), bezogen über Haver. Sonstige Prognosen von W&W Asset Management GmbH, historische Daten werden über Haver bezogen.

G3 (+UK) Zinsen

	Leitzinsen ¹					10 Y (Government)				
	2019	2020	2021	2022	2023e	2019	2020	2021	2022	2023e
EWU	0,0	0,0	0,0	2,5	4,0	-0,19	-0,26	-0,18	3,2	2,15
UK	0,75	0,1	0,25	3,5	4,0	0,82	0,20	0,97	3,67	3,0
USA	1,5-1,75	0,0-0,25	0,0-0,25	4,25-4,5	5,25-5,5	1,92	0,91	1,51	3,87	3,5
Japan	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,04	0,07	0,422	0,25

Angaben jeweils zum Jahresende

¹ EWU: Hauptrefinanzierungssatz; UK: Official Bank Rate; USA: Fed Funds Target Rate; Japan: Policy Rate.

Quelle: Für historische Daten Haver und Bloomberg. Prognosen von W&W Asset Management GmbH.

Rohstoffe

	Q2 20	Q3 20	Q4 20	Q1 21	Q2 21	Q3 21	Q4 21	Q1 22	Q2 22	Q3 22	Q4 22
CRB-Index**	138,0	148,5	167,8	185,0	213,4	228,9	232,4	295,2	291,1	268,3	277,7
Ölpreis (Brent)*	41,2	41,0	51,8	63,5	75,1	78,5	77,8	107,9	114,8	88,0	85,9

Angaben jeweils zum Periodenende

¹ Oil Brent Physical Del, US\$/Barrel

** Excess Return

Quelle: Bloomberg, Haver

Diese Publikation dient ausschließlich Ihrer Information und stellt keine Anlageempfehlung dar. Sie soll Ihnen lediglich Ihre selbstständige Anlageentscheidung erleichtern. Auch kann sie ein individuelles Beratungsgespräch nicht ersetzen. Die in dieser Veröffentlichung enthaltenen Informationen beruhen auf öffentlich zugänglichen Quellen, die der Herausgeber für vertrauenswürdig erachtet. Die hierin enthaltenen Einschätzungen entsprechen der bestmöglichen Beurteilung zum jeweiligen Zeitpunkt. Auch können sie sich – ohne Mitteilung hierüber – ändern. Für die Richtigkeit, Aktualität und Vollständigkeit der zur Verfügung gestellten Daten/Informationen übernehmen wir keine Haftung oder Garantie. Die W&W Asset Management behält sich auch das Recht vor, Änderungen oder Ergänzungen der bereitgestellten Informationen vorzunehmen.