

Kapitalmarktbericht USA

Nr. 1: Dissens im Offenmarktausschuss.



9. Januar 2024

Konjunktur und Geldpolitik: Nach einem überraschend gut verlaufenen Jahr 2023 dürfte sich das Wirtschaftswachstum 2024 voraussichtlich etwas abkühlen. Vor diesem Hintergrund und angesichts der zwischenzeitlich gesunkenen Inflationsraten erhöht sich der Spielraum der Geldpolitik, die Leitzinsen etwas abzusenken. Die Erwartungen über bald bevorstehende und im Gesamtjahr 2024 umfangreiche Leitzinssenkungen wurden im Nachgang der letzten Notenbanksitzung auf der Pressekonferenz von Fed-Chairman Powell geschürt. Doch offenbar hat sich Powell nicht mit seinen Kollegen im Offenmarktausschuss abgestimmt, weshalb die Markterwartungen hinsichtlich Beginn und Umfang der Zinssenkungen aktuell noch immer etwas zu aggressiv sind.

Rentenmarkt: Die taubenhaften Äußerungen von Powell sorgten im November und Dezember für einen deutlichen Rückgang der Renditen quer über alle Laufzeiten. Angesichts der von uns erwarteten Konjunkturabkühlung bestehen auf Sicht der kommenden Monate zwar durchaus gute Gründe für weitere moderate Rückgänge, aber kurzfristig erscheint die Entwicklung überzogen.

Aktienmarkt: Angesichts der hohen Kurssteigerungen in den letzten zwei Monaten des vergangenen Jahres und der hohen Bewertungen wandeln die Aktienmärkte derzeit auf einem schmalen Grat. In dem von uns angenommenen Szenario einer leichten Konjunkturabkühlung mit einem „Soft Landing“ besteht jedoch die Chance auf eine moderate Fortsetzung der Aufwärtsbewegung.

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

Konjunktur und Geldpolitik

Im Zuge der Bekanntgabe finaler Daten zum Wirtschaftswachstum im 3. Quartal 2023 wurde die annualisierte Quartalsrate von zuvor gemeldet 5,2 % auf 4,9 % nach unten revidiert, doch diese überschaubare Verschlechterung ändert nichts an dem Befund, dass das letzte Jahr konjunkturell hervorragend verlief. Die positive Entwicklung war gewissermaßen die größte Kapitalmarktüberraschung 2023, da angesichts der gravierenden Leitzinserhöhungen 2022, die bis Juli letzten Jahres mit verringertem Tempo fortgesetzt wurden, eine Konjunkturabkühlung wahrscheinlich war und von uns wie auch vom Marktkonsens erwartet wurde. Stattdessen dürfte sich das reale Wachstum im Gesamtjahr 2023 leicht auf schätzungsweise 2,4 % beschleunigt haben. Die Gründe hierfür, darunter das massive Budgetdefizit der Regierung in Washington sowie der robuste Konsum aufgrund der weiterhin sehr soliden Arbeitsmarktlage, wurden an dieser Stelle in den letzten Ausgaben mehrmals hervorgehoben.

Mit Blick auf 2024 wurden an den Kapitalmärkten im letzten November und Dezember spürbare Leitzinsabsenkungen der US-Notenbank vorweggenommen, worauf später noch im Detail einzugehen ist. Die in diesem Zusammenhang vielleicht etwas übertrieben gesunkenen Renditen bedeuten, dass der Rentenmarkt für 2024 auf eine deutliche Konjunktüreintrübung hoffen muss. Nur dann dürfte der zwischenzeitlich schon wieder etwas abgemilderte Renditerückgang auch nachhaltig gerechtfertigt sein und nur dann bzw. im Zusammenhang mit einer weiterhin sinkenden Inflationsrate erschiene ein noch stärkeres Absinken der Renditen mit spiegelbildlich höheren Anleihekursen plausibel. Für den Aktienmarkt wäre eine solche Konjunkturverschlechterung hingegen Gift, denn die Freude über nachhaltig sinkende Renditen würde in diesem Fall vermutlich durch die nachlassende Risikobereitschaft und die Erosion der Gewinnaussichten überkompensiert werden. Eine Zeit mit rückläufigen Leitzinsen kann zwar für die Aktienbörsen positiv verlaufen, aber die Voraussetzung hierfür ist eine einigermaßen stabile Konjunktur (siehe unseren Sonderbericht „Der Aktienmarkt in Zinssenkungsphasen“ vom 19.12.2023). Insofern müssen Aktienanleger für 2024 andere Konjunkturwünsche hegen als Rentenanleger, was grundsätzlich auch dem Normalfall entspricht. Ob die Wirtschaft ein „Hard Landing“, ein „Soft Landing“ oder vielleicht ein „No Landing“ vollzieht, ist jedenfalls für die Kapitalmärkte die entscheidende Frage 2024, nachdem der Fokus 2023 auf dem Ende des Leitzinserhöhungszyklus lag.

Aus volkswirtschaftlicher Sicht spricht eine ganze Reihe von Argumenten für eine Abkühlung bei gleichzeitiger Vermeidung einer Rezession, also für ein „Soft Landing“ der Konjunktur. Trotz steigender Leit- und Kreditzinsen blieb das Realzinsniveau aufgrund der sehr hohen Inflationsraten in der ersten Jahreshälfte 2023 noch negativ. Erst in den letzten Monaten vollzog sich mit der deutlich gesunkenen Teuerung und zwischenzeitlich auf Mehrjahreshöchststände gestiegenen Kreditzinsen ein Wandel hin zu nachhaltig positiven Realzinsen, die dazu ein im historischen Vergleich üppiges Niveau aufweisen. Bei Gegenüberstellung von Headline-Inflationsrate und der Mitte des Zielbandes für den Geldmarktsatz ergibt sich ein Unterschied von zuletzt knapp 2,3 Prozentpunkten (siehe Grafik nächste Seite). Üblich ist hier eher ein Wert, der um null schwankt oder negativ ausfällt. Die hieraus resultierende Belastung für den

Das Wirtschaftswachstum war 2023 hervorragend,...

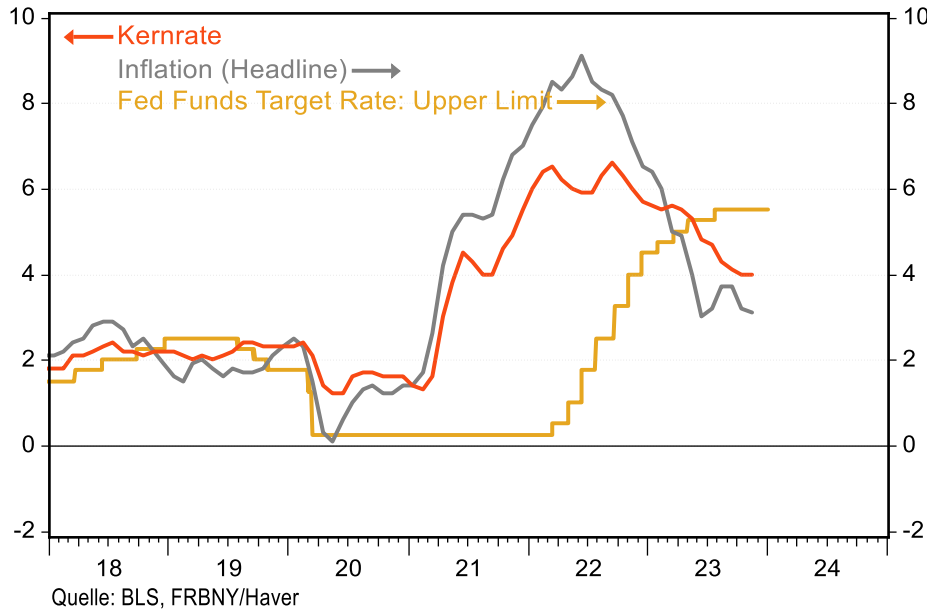
...aber für 2024 setzen die Rentenmärkte implizit auf eine Abschwächung,...

...die an den Aktienmärkten eher unerwünscht wäre.

Wir gehen aktuell von einem „Soft Landing“ der Konjunktur aus.

kreditfinanzierten Konsum und die Investitionen dürfte sich in den kommenden Monaten stärker als bislang bemerkbar machen.

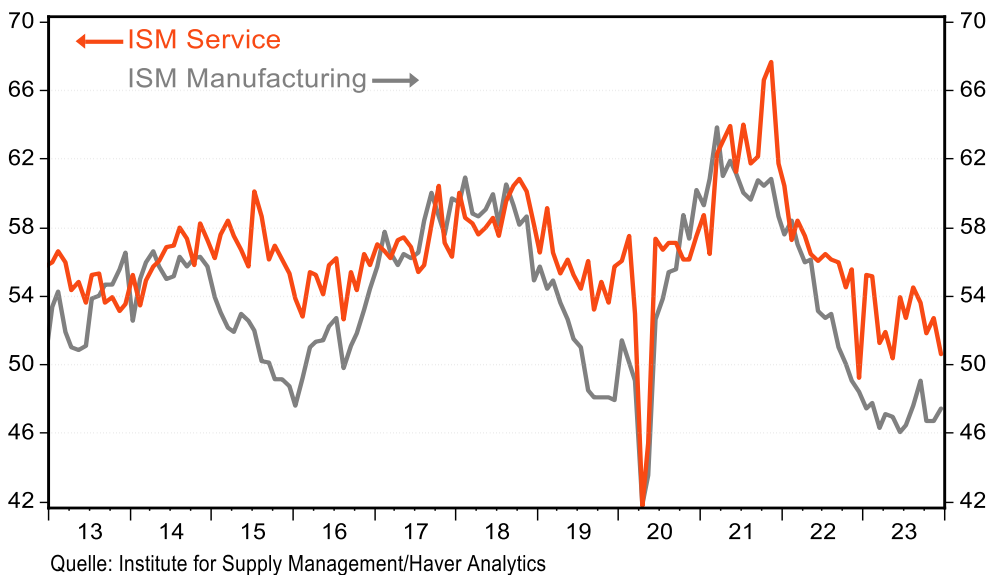
USA: Inflation und Leitzins in %



Zweitens befinden sich die Einkaufsmanagerindizes auf vergleichsweise niedrigen Niveaus. Dies gilt insbesondere für den ISM-Index für das verarbeitende Gewerbe, der sich mit 47,4 Punkten im Dezember zwar ein kleines bisschen gegenüber November verbesserte, der sich aber dennoch in solch tiefen Gefilden bewegt, die als Indikator für eine Rezession gelten. Der ISM-Einkaufsmanagerindex für den Dienstleistungsbereich liegt zwar mit 50,6 Punkten im Dezember immer noch oberhalb der als Expansionsschwelle geltenden Marke von 50 Punkten. Aber auch ein solch niedriger Wert ist historisch betrachtet mit einem eher schleppenden Geschäftsverlauf verbunden und seit dem Sommer war die Indexentwicklung fast ununterbrochen rückläufig (siehe Grafik unten).

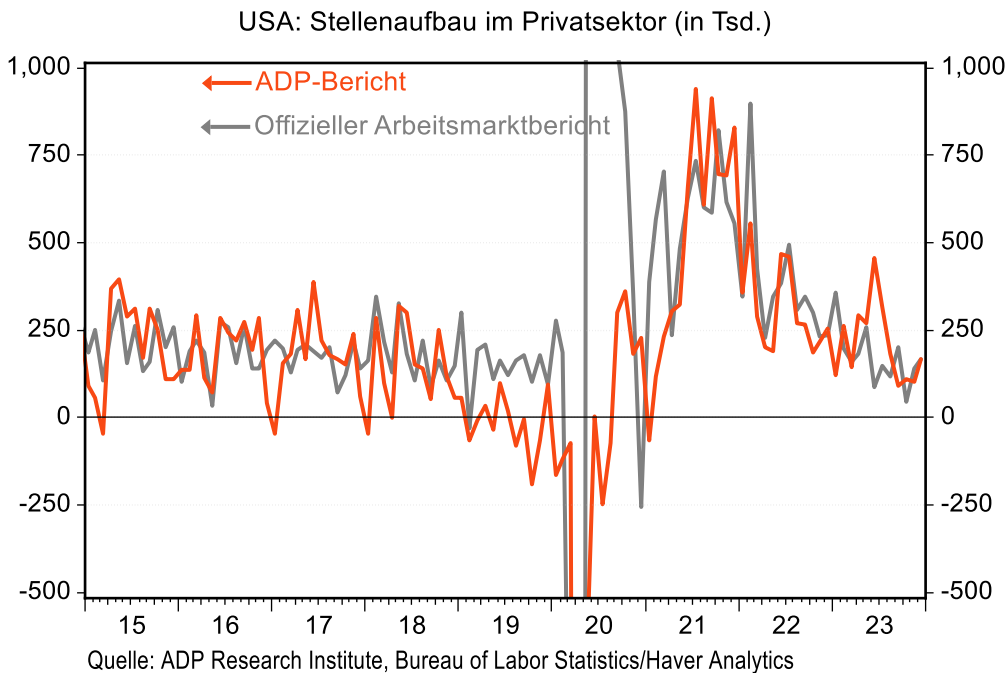
Die Einkaufsmanagerindizes sind weiterhin sehr schwach,...

USA: Stimmung im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungsbereich



Der Makel an der Betrachtung der Einkaufsmanagerindizes liegt in dem Umstand, dass sie sich bereits vor einem Jahr auf den gegenwärtigen Niveaus befanden und sich im Gegensatz zu den Erwartungen wie geschildert 2023 keine wirtschaftliche Abkühlung einstellte. Deshalb sind die Indizes wahrscheinlich auch für 2024 keine Vorboten einer unvermeidlichen Rezession, zumal sich der Arbeitsmarkt zwar abkühlt, aber weiterhin relativ robust präsentiert. So nimmt die Anzahl der neugeschaffenen Stellen seit Monaten unter Schwankungen tendenziell ab, aber die Arbeitslosenquote verharrte im Dezember bei 3,7 %, nachdem von August bis Oktober 3,8 % ausgewiesen wurden.

...aber das waren sie schon vor einem Jahr.



Hinsichtlich des hohen Budgetdefizits von voraussichtlich 8,2 % im Jahr 2023 ist für die Zukunft nur von einem geringfügigen Rückgang und somit auch nur von einem leicht nachlassenden konjunkturellen Impuls auszugehen. Der Internationale Währungsfonds erwartet für 2024 und 2025 Defizite von jeweils rund 7,4 %.

Die Budgetdefizit dürfte nur minimal abnehmen,...

Hinzu kommt die anstehende Präsidentschaftswahl in den USA am 5. November. Der voraussichtlich zu einer Wiederwahl antretende Joe Biden dürfte vor dem Termin kaum zu Sparmaßnahmen bereit sein, und auch bei einem Amtswechsel dürfte sich vermutlich nicht viel ändern. Die aktuelle Vizepräsidentin Kamala Harris ist zwar nicht nur wirtschaftspolitisch blas geblieben. Sie dürfte aber im Fall einer Übernahme der Amtsgeschäfte ähnlich wie Biden unter dem Einfluss des estatistisch angehauchten linken Flügels der demokratischen Partei und ihren Apologeten der Modern Monetary Policy stehen. Damit verbunden ist grob vereinfacht gesprochen die Betrachtung von üppigen Staatsausgaben als Allheilmittel. Und sollte der frühere Präsident Donald Trump die Wahl im November gewinnen, dann ist zwar spätestens kurz nach Beginn der Amtseinführung im Januar 2025 mit einem politischen Streit um die Anhebung der bis dahin ausgesetzten Schuldenbremse zu rechnen, aber auch Trump steht nicht für eine solide Haushaltsführung.

...was auch an der bevorstehenden Präsidentschaftswahl liegen dürfte.

Gemäß den jüngsten bundesweiten Umfragen von Ende Dezember würde Trump eine direkte Wahl gegen Amtsinhaber Biden jedenfalls mit einem Vorsprung von gut 1 bis 2 Prozentpunkten gewinnen und gegen Kamala Harris als Kandidatin

Trump führt in den Umfragen vor Präsident Biden...

sogar haushoch mit einem Vorsprung von rund 5 bis 8 Prozentpunkten. Zur Einordnung dieses Resultats sei angemerkt, dass sich manche gut informierte US-Amerikaner den mangelhaften Führungsqualitäten und der fehlenden persönlichen Integrität von Trump durchaus bewusst sind, aber dass er für sie im direkten Vergleich zu Biden oder zu Harris trotzdem als das kleinere Übel gilt. Hierbei spielt unter anderem die erodierende Sicherheitslage in vielen Gebieten der USA eine Rolle. Sie ist das Ergebnis der von der demokratischen Partei herbeigeführten Schleifung des Sicherheitsapparates unter dem Schlagwort „defund the police“, um unterstellten strukturellem Rassismus vorzubeugen, sowie der Herabstufung von Diebstahl unter 1.000 US-Dollar Gegenwert zu nicht verfolgten Bagatelldelikten. Als Folge nehmen Ladendiebstahl bis hin zu regelrechten Plünderungen stark zu, was den Niedergang des stationären Einzelhandels beschleunigt. Die verödeten öffentlichen Räume und Innenbereiche mancher Städte werden wiederum von Fentanyl-Abhängigen dominiert. Diese Problemlage geht auch auf lokale und einzelstaatliche Fehlentscheidungen von Politikern der demokratischen Partei zurück, beispielsweise ganz besonders im größten Bundesstaat Kalifornien, aber sie belastet letztlich Joe Biden als vermutlich bekanntestes Aushängeschild der Demokraten.

*...und seiner
Vizepräsidentin Harris.*

Würde der republikanische Gouverneur von Florida, Ron DeSantis als Herausforderer aufgestellt werden, dann bestehen gemäß den Umfragen die besten Chancen für eine Wiederwahl von Joe Biden. Die Umfragen fallen nämlich gemischt aus. DeSantis ist zwar im Süden populär, aber insgesamt zu konservativ, um auch Wähler in der politischen Mitte anzusprechen.

*Ron DeSantis hat
gemäß Umfragen nur
mäßige Chancen,...*

Die größten Wahlchancen unter allen prominenten republikanischen Kandidaten gegen Biden hat vermutlich die frühere Gouverneurin von South Carolina und führe US-Botschafterin bei den Vereinten Nationen in New York, Nikki Haley. Die 51-jährige führt im direkten Vergleich mit dem jetzigen Präsidenten mit einem Vorsprung von 3 bis 4 Prozentpunkten. Haley bekennt sich zwar zu ihrem einstigen Mentor Trump, aber sie tritt moderater auf und versucht, sich als Generationenwechsel zu verkaufen. Ob sie Chancen hat, hängt zunächst von den parteiinternen Vorwahlen ab, die am 23. Januar in New Hampshire beginnen. Entscheidend dürfte danach der „Super Tuesday“ am 5. März mit „Primaries“ in neun Bundesstaaten werden. Gelänge der bisherigen Außenseiterin ein Überraschungserfolg, dann werden möglicherweise verschiedene Weichen anders gestellt. Haley möchte die militärisch-finanzielle Unterstützung für die Ukraine zur Abschreckung Chinas vor einer Invasion Taiwans unbedingt fortsetzen. Aus wirtschaftspolitischer Sicht interessant ist, dass sie Trump vorwirft, den Berg der öffentlichen Schulden erhöht zu haben. Dies spricht für eine Neigung zu einer grundsätzlich solideren Haushaltspolitik sowie einer Rückführung der Budgetdefizite. Wieviel hiervon bei einem Wahlsieg auch wirklich umgesetzt werden würde, steht natürlich auf einem anderen Blatt.

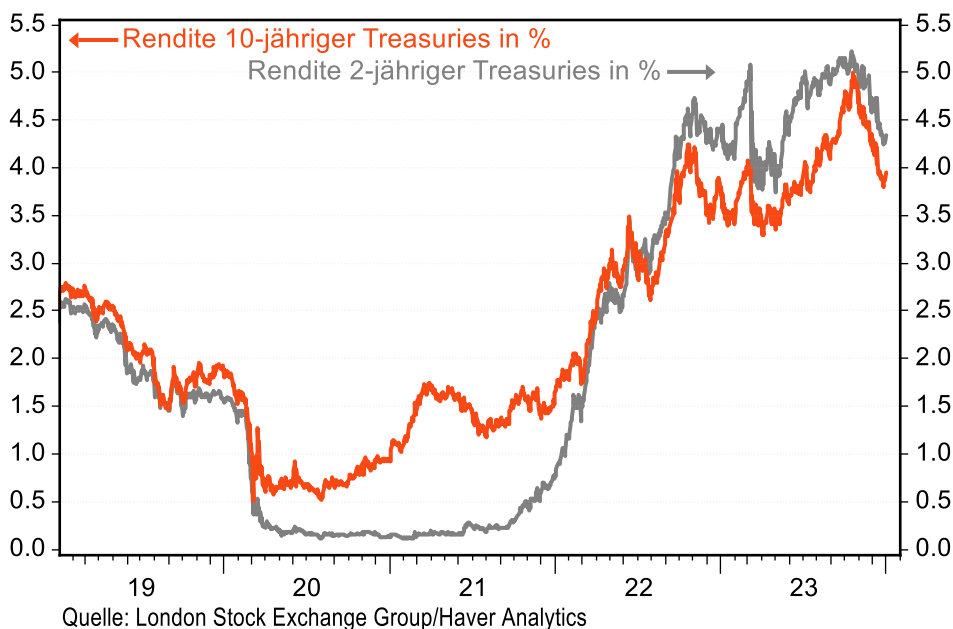
*...weshalb die
Republikaner Nikki
Haley ins Rennen
schicken könnten.*

Zum gegenwärtigen Zeitpunkt ist ein konjunktureller Dynamikverlust ohne Rezession, also ein „Soft landing“, das plausibelste Szenario für die US-Konjunktur 2024. Voraussichtlich wird der Zinsanstieg auf der Wirtschaft lasten, weshalb ein „No landing“ unwahrscheinlich ist, aber der gute Arbeitsmarkt verhindert bis jetzt auch einen tiefen Einschnitt, der sich von sinkenden Konsumausgaben ausgelöst in allen Bereichen der Wirtschaft bemerkbar macht. Grundsätzlich gilt jedoch, dass unvorhergesehene Ereignisse das Potenzial haben, der US-Konjunktur in ihrer gegenwärtig angespannten Lage besonders zügig Schaden hinzuzufügen.

Die konjunkturelle Entwicklung der letzten Wochen trägt aktuell ausnahmsweise weniger dazu bei, den Stand der Geldpolitik zu erfassen als das Geschehen auf den Rentenmärkten. Deshalb lohnt hier als Vorgriff auf das nächste Kapitel eine kurze Zusammenfassung der Renditeentwicklung. Wie bereits vor zwei Monaten im Kapitalmarktbericht USA geschildert, vollzog sich bis Mitte/Ende Oktober 2023 in den USA eine rasante Aufwärtsbewegung der Renditen, die wir als ein „letztes Hurra“ des Marktes bezeichneten. Hierzu trug unter anderem vermutlich die Auspreisung von Leitzinssenkungserwartungen bei, nachdem das zinspolitische Motto „higher for longer“ auch außerhalb von Notenbankkreisen stärker beachtet wurde. Der Trendwechsel zu sinkenden Renditen seit Ende Oktober wurde dann im Zuge der vorletzten Notenbanksitzung vom 1. November verstärkt. Chairman Powell ließ damals zwar die Tür für eine weitere Leitzinserhöhung offen, aber der Markt konzentrierte sich lieber auf die taubenhaften Aspekte der Pressekonferenz in Washington und erfreute sich an dem Umstand, dass für die folgende Sitzung Mitte Dezember zumindest keine weitere Zinserhöhung angekündigt wurde. Mehrere Mitglieder des Offenmarktausschusses der Fed leisteten zwar im Nachgang dem Eindruck einer zukünftig lockeren Geldpolitik Widerstand, aber am Markt verselbständigte sich der Gedanke, dass voraussichtlich keine weiteren Zinserhöhungen anstehen, zu der Sichtweise, dass der Leitzinshöhepunkt erreicht wurde und folglich nur noch Zinssenkungen möglich seien. Das Ergebnis war ein Rückgang der Rendite von US-Staatsanleihen mit 10-jähriger Restlaufzeit auf 4,20 % und mit 2-jähriger Restlaufzeit auf 4,73 % am Vorabend der jüngsten Notenbanksitzung vom 13. Dezember.

Volatile Leitzinserwartungen sorgten im 4. Quartal für ein Auf und Ab der Renditen.

US-Anleihenmarkt



Da Fed-Chef Powell im November betonte, dass der damalige Renditeanstieg der Notenbank einen Teil ihrer Arbeit abgenommen habe, war davon auszugehen, dass ihm der bis Dezember folgende Renditerückgang eigentlich nicht willkommen sei. Vor diesem Hintergrund schienen sehr falkenhafte Äußerungen auf der Pressekonferenz am 13. Dezember wahrscheinlich. Stattdessen goss Powell Öl ins Feuer, als er den anwesenden Pressevertretern und der Weltöffentlichkeit mitteilte, dass der Offenmarktausschuss über den Zeitablauf von zukünftigen Leitzinssenkungen diskutiert habe. Eine nochmalige Erhöhung des Zielbandes für

Überraschenderweise sprach der Fed-Chef von Leitzinssenkungsdiskussionen,...

den Geldmarktsatz sei zwar nicht vom Tisch, aber hierbei handle es sich nicht mehr um das Hauptszenario wie noch vor 60 oder 90 Tagen. Es gäbe nämlich ein Risiko, die Zinsen zu lange zu hoch zu belassen („risk of too high for too long“). Außerdem sollen zukünftige Leitzinssenkungen nicht als Zeichen einer schwächeren Konjunktur, sondern als Zeichen einer Normalisierung gedeutet werden.

Was zunächst wie eine Bestätigung des am Markt bereits vollzogenen Richtungsschwenks der Renditeentwicklung aussah, entpuppte sich kurze Zeit später als ein offensichtlicher Dissens innerhalb des zinsentscheidenden Offenmarktausschusses. In den nachfolgenden Tagen gab eine Reihe von Mitgliedern zu verstehen, dass nicht über Zinssenkungen diskutiert worden sei und diese auf absehbare Zeit auch kein Thema wären.

Entscheidend an dieser Konstellation ist grundsätzlich nicht das widersprüchliche Bild zwischen der Pressekonferenz des Fed-Vorsitzenden und den individuellen Stellungnahmen der anderen Notenbankgouverneure in den Tagen danach. Es kommt häufig vor, dass Zentralbankchefs nicht exakt denjenigen Ton treffen, der notwendig wäre, um den Markt in die gewünschte Richtung zu lenken. Dies liegt sicherlich an dem Umstand, dass jede Wortnuance der Währungshüter von Volkswirten und Marktakteuren mit der Goldwaage gewogen wird und vielleicht auch daran, dass in den Treffen der Notenbankleitung mit den regionalen Notenbankchefs Themen vorherrschend sind, die vielleicht vom Markt nicht einmal zur Kenntnis genommen werden und folglich auch keine Rolle spielen. Zu denken ist beispielsweise an die regionale Konjunkturentwicklung. Ähnliches vollzieht sich offenbar regelmäßig auf den Zinssitzungen der EZB. Die Stellungnahmen der Chefs der regionalen US-Notenbankdistrikte bieten deshalb die Chance, gegebenenfalls falsch verstandene Äußerungen des Chairmans nach Beobachtung der ersten Marktpulse zurechtzurücken.

Im Fall der jüngsten Sitzung vom 13. Dezember kann allerdings nicht wirklich von einer fehlerhaften Wahrnehmung und ihrer Korrektur gesprochen werden. Der deutliche Renditerückgang bis dahin war erstens nicht im Einklang mit den bisher und auch seither kommunizierten Vorstellungen der Notenbank über die mittelfristige Zinsentwicklung. Powell hätte demnach eine deutlich falckenhafte Position beziehen müssen. Zweitens handelte es sich bei den entscheidenden Passagen der Pressekonferenz nicht um missverstandene Aussagen, sondern um deutliche und bewusste Stellungnahmen. Als Ergebnis lässt sich festhalten, dass Powell offenbar nur seine eigene Meinung vortrug, für die es im Offenmarktausschuss vermutlich keine Mehrheit gibt.

Was Powell zu diesem Verhalten bewegte, darüber lässt sich nur spekulieren. Ihm eine Hybris zu unterstellen, sich im Besitz einer höheren Wahrheit zu befinden, würde nicht zu seinen allgemein eher zurückhaltenden Auftritten passen. Als Auslöser eher denkbar ist der Ehrgeiz, nicht nur dafür in die Geschichtsbücher eingehen zu wollen, als Notenbankchef die größte Inflation seit 40 Jahren passabel bekämpft zu haben, sondern auch dafür, im Anschluss eine Rezession vermeiden zu können. Es ist nämlich nicht zu bestreiten, dass Powell ein durchaus ernstes Problem anspricht: Um die große Inflationswelle zu brechen, war ein kräftiger Leitzinsanstieg sicherlich sinnvoll. Nachdem sich die Inflationsrate aber auf Werte zwischen 3 % und 4 % eingependelt hat, erscheint das Leitzinszielband mit 5,25 % bis 5,50 % beachtlich hoch, vielleicht sogar zu hoch angesichts der sich allmählich eintrübenden Konjunktur (siehe Grafik Seite 3).

...was von seinen Kollegen heftig dementiert wurde.

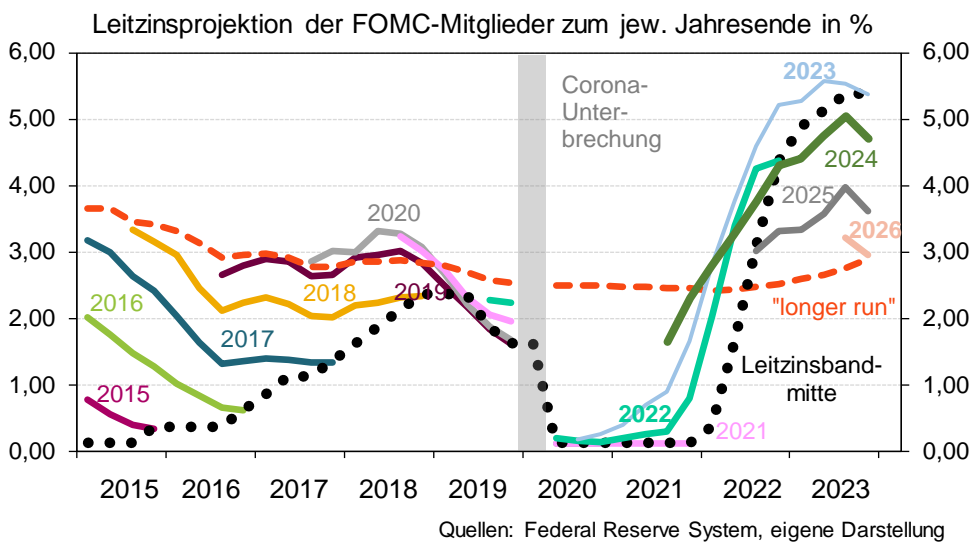
Die Einordnung von missverstandenen Äußerungen ist normal,...

...aber die jüngsten Geschehnisse offenbaren einen Dissens.

Der hohe Realzins könnte zu einem Problem werden,...

Wie sehen die anderen Mitglieder des Offenmarktausschusses die aktuelle Lage? Gemäß den Äußerungen nach der jüngsten Notenbanksitzung halten sie tendenziell eher an der Losung „higher for longer“ fest. Dies bedeutet, dass zumindest im laufenden 1. Quartal Zinssenkungen unwahrscheinlich sind und vielleicht auch nicht im 2. Quartal. Auf der anderen Seite geht eine Mehrheit im Offenmarktausschuss eindeutig von Leitzinssenkungen aus, wie der Mitte Dezember veröffentlichte jüngste Dot Plot-Chart belegt. Demnach wird für Ende Dezember 2024 ein Zinsniveau von 4,70 % als fair erachtet. Gegenüber der vorletzten Veröffentlichung des Charts ist dies ein Rückgang um 35 Basispunkte, und auch für 2025 und 2026 haben sich die Leitzinserwartungen nach unten entwickelt, wobei sie ohnehin auf noch niedrigeren Niveaus rangieren (siehe die von uns zusammengestellte Grafik unten). Für das Jahresende 2024 ließe sich ein Rückgang des Geldmarktsatzes auf rund 4,70 % angesichts des aktuellen Zielbandes von 5,25 % bis 5,50 % jedenfalls mit gut zweieinhalb Leitzinssenkungen um jeweils 25 Basispunkte übersetzen.

...und eine Mehrheit im Offenmarktausschuss denkt an Zinssenkungen.



Fed-Chef Powell scheint ähnlich wie in der Zeit bis 2021 an den taubenhaften Rand der Mitglieder des Offenmarktausschusses gerückt zu sein und nach der letzten Notenbanksitzung hat er aus unserer Sicht ein Stück weit an kommunikativer Glaubwürdigkeit eingebüßt. Sämtliche Aussagen von ihm sollten bis auf weiteres jedenfalls unter dem Vorbehalt aufgenommen werden, dass es sich möglicherweise nur um persönliche Ansichten oder Wunschdenken handelt, für das im Zinssetzungsgremium keine Mehrheit herrscht. Dort möchte man die Leitzinsen offenbar nicht bald absenken, sondern noch etwas länger auf dem erhöhten Niveau belassen. Unverändert gilt jedoch, dass die Fed ein „Soft Landing“ anstelle eines konjunkturellen Absturzes bevorzugt und hierfür vermutlich auch bereit sein dürfte, eine längere Zeit mit einer Inflationsrate leicht oberhalb ihres Zielniveaus von 2 % hinzunehmen. Ebenso unverändert besteht die Problematik der zeitlichen Wirkungsverzögerung der Geldpolitik im Allgemeinen und der erst seit einigen Monaten deutlich positiven Realrenditen im Besonderen. Vor diesem Hintergrund wären moderate Leitzinssenkungen ab diesem Sommer eine vertretbare Politik, und auch der oben beschriebene Dot Plot-Chart deutet in jene Richtung. Wir gehen aktuell von vier Senkungen um jeweils 25 Basispunkte im Gesamtjahr 2024 aus und vertreten damit eine etwas

aggressivere Prognose als der Offenmarktausschuss, sind aber defensiver als der Terminmarkt, der in den letzten Tagen bereits bis zu sieben Leitzinssenkungen einpreiste.

Rentenmarkt

Die wichtigsten Bewegungen der zurückliegenden zwei Monate wurden bereits im obigen Abschnitt über die Geldpolitik erläutert. Deshalb ist an dieser Stelle zu ergänzen, dass die taubenhaften Äußerungen von Fed-Chairman Powell nach der jüngsten Notenbanksitzung Mitte Dezember einen regelrechten Einbruch der Renditen auslösten. Bei Staatsanleihen mit 2-jähriger Restlaufzeit ging sie an jenem 13. Dezember um 30 Basispunkte nach unten. Im 10-jährigen Laufzeitbereich betrug der Renditerückgang in der Spitze noch immerhin 20 Basispunkte.

Trotz der Dementis der regionalen Notenbankchefs in den Folgetagen setzte sich das Absinken der Renditen bis kurz vor dem Jahreswechsel fort. Die 10-jährigen Papiere erreichten einen Tiefstand von 3,78 % und die 2-jährigen eine Rendite von 4,23 %. Zu den Gründen hierfür dürfte der an den Märkten häufig zu beobachtende Umstand gehören, dass wenn der Geist erst aus der Flasche gelassen wurde, er kaum wieder dort hineinzubringen ist. Die Börse nimmt zukünftige Entwicklungen regelmäßig vorweg, und wenn ein Ereignis zukünftig plausibel eintreten dürfte, dann ist es üblicherweise wenig relevant, wenn der Eintritt etwas später erfolgt als zunächst erwartet. Eine Rolle für den fortgesetzten Renditerückgang mag auch der etwas dünnere Handel kurz vor und nach Weihnachten gespielt haben.

Da Leitzinssenkungserwartungen in diesem Jahr nahezu unumstößlich am Markt angenommen werden, rückte in den letzten Wochen vielmehr die Frage in den Vordergrund, wann der erste Zinsschritt erfolgen wird und mit etwas Abstand vielleicht noch die Anzahl möglicher Absenkungen. Aus den Terminalsätzen für den Geldmarkt ließ sich Ende Dezember herauslesen, dass ein Leitzinsrückgang für die übernächste Fed-Sitzung am 20. März bereits sicher eingepreist war und insgesamt rund sechseinhalb Senkungen kommen. Mittlerweile wackelt die Vorstellung von einer Änderung des Zielbandes für den Geldmarktsatz noch im 1. Quartal, und für das Gesamtjahr 2024 wird „nur“ noch von etwas mehr als fünf Absenkungen ausgegangen, was mit wieder leicht gestiegenen Renditen in den ersten Januartagen korrespondiert.

Unabhängig von solchen Details sprechen der von uns erwartete allgemeine Konjunkturrückgang sowie die Erwartung moderater Leitzinssenkungen durchaus für niedrigere Renditen. Allerdings verlief die Entwicklung in den letzten Wochen zu rasant. Sowohl der Renditeanstieg bis Mitte/Ende Oktober wie auch der Einbruch bis Ende Dezember waren Übertreibungen, welche über die fundamentale Lage weit hinausgingen. Es würde nicht überraschen, wenn in den nächsten Monaten eine realistischere Sicht auf die Lage einkehren würde, womit die Volatilität am Rentenmarkt wieder abnähme. In der weiteren Entwicklung wäre dann mit tatsächlich vorgenommenen Leitzinssenkungen ein sanfter Renditerückgang gerechtfertigt, wobei das Ausmaß der konjunkturellen Abkühlung als weiterer wichtiger Einflussfaktor vermutlich erst in ein paar Monaten klarer hervortreten wird. Kurzfristig dürfte die Pressekonferenz im Anschluss an die kommende Notenbanksitzung am 31. Januar ein wichtiges Ereignis werden, auf der Chairman

Die Powell-Aussagen ließen die Renditen einbrechen,...

...während die Dementis kaum etwas ausrichteten.

Eine Zinssenkung bereits im März erscheint verfrüht,...

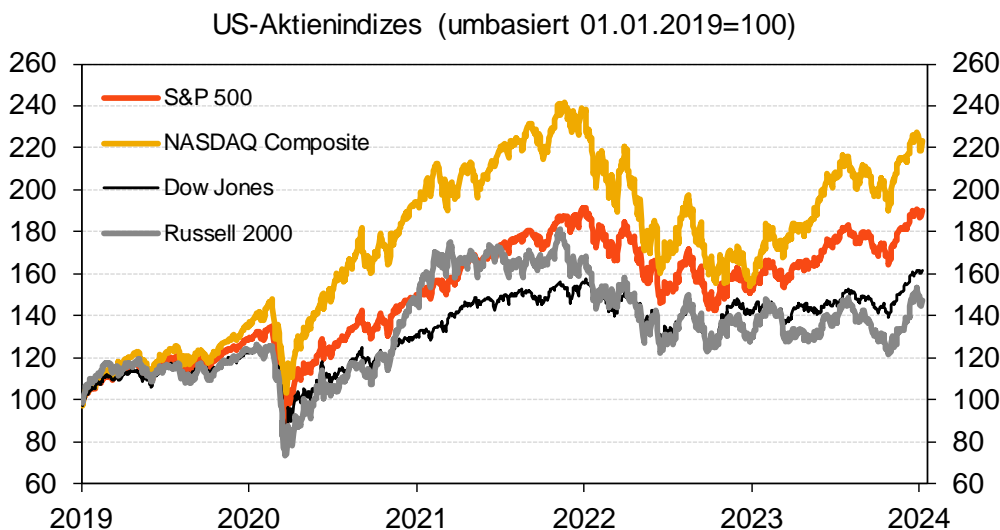
...aber die Absenkungen könnten schon etwas später beginnen.

Powell voraussichtlich die kommunikativen Kabbeleien im Offenmarktausschuss aufklären muss.

Aktienmarkt

Das Aktienjahr 2023 ging mit beeindruckenden Zahlen zu Ende: Der NASDAQ Composite-Index gewann 43 % hinzu und damit so viel wie 2020 und 2009. Lediglich die Jahre 2003 (+50 %) und 1999 (+85 %) brachten in den letzten drei Jahrzehnten größere Gewinne. Der zuletzt etwas technologielastrig gewordene S&P 500 legte im letzten Jahr 24,2 % zu, der Russell 2000 immerhin 15,1 % und der Dow Jones 13,7 %. Ein Großteil dieser Entwicklung ging vor allem bei den beiden letztgenannten Indizes auf die Monate November und Dezember zurück. Seit Abfassung des letzten Kapitalmarktberichtes USA Anfang November gewann der Dow Jones 11,2 % hinzu, der S&P 500 9,6 %, der NASDAQ Composite 9,8 % und der Russell 2000 befreite sich mit einem Plus von 17,9 % in dieser Zeit erst aus der Verlustzone.

2023 war ein fantastisches Aktienjahr.



Quelle: Haver Analytics, eigene Darstellung

Ursächlich für diese Entwicklung war das bereits oben beschriebene Zusammenspiel von förmlich explodierenden Leitzinssenkungserwartungen und sinkenden Renditen. Insofern haben sich in den letzten beiden Monaten vor allem die Bewertungen der Aktien erhöht, wohingegen die Gewinnerwartungen der Unternehmen als alternativer möglicher Treiber der Kurse weitgehend unverändert blieben.

Die Jahresendrallye wurde durch die Zinssenkungshoffnungen angefeuert,...

Die am Ende dieser Woche beginnende Berichtssaison der Unternehmen zum 4. Quartal 2023 und damit vielfach auch für das Gesamtjahr wird nähere Aufschlüsse darüber geben, inwieweit die Unternehmensausblicke für 2024 angehoben werden können und insofern höhere Bewertungen rechtfertigen. Angesichts des schwieriger werdenden konjunkturellen Umfelds dürften hierfür im Großen und Ganzen aber nur eingeschränkte Spielräume bestehen, abgesehen vielleicht von Technologiewerten aus dem Spektrum „Künstliche Intelligenz“, die aktuell eine Art Sonderkonjunktur erleben. Da die Indizes wie beschrieben in den letzten Monaten einen Höhenflug vollzogen, ist eine vom Markt mit Skepsis betrachtete

...aber die Gewinnaussichten haben sich vermutlich nicht nachhaltig verbessert.

Berichtssaison zu befürchten. Nach diesem Muster erfordern weitere Kurssteigerungen außerordentlich gut ausgefallene Quartalszahlen und Ausblicke, wohingegen selbst kleine Enttäuschungen an den Börsen mit heftigen Kursabschlägen bestraft werden. Die in den ersten Januartagen im Zuge der leicht wieder ansteigenden Anleiherenditen rückläufige Tendenz an den Aktienmärkten dürfte die Nervosität zusätzlich erhöhen.

Für die mittelfristigen Perspektiven des Aktienmarktes im Jahr 2024 ist vor allem die Konjunktorentwicklung entscheidend. Wie zu Beginn des vorliegenden Berichts angemerkt, müssen Aktienanleger auf einigermaßen freundliche Perspektiven hoffen. Entwickelt sich die Konjunktur wider Erwarten zu gut, dann könnte der Jobmarkt relativ schnell wieder in einen überhitzten Zustand geraten und die Inflationsraten könnten wieder anziehen. Die Hoffnungen auf Leitzinssenkungen dürften sich in einem solchen „No Landing-Szenario“ zügig verflüchtigen, was den Aktienkursen schlecht bekäme. Kommt es dagegen zu einem „Hard Landing“, also einem Konjunkturreinbruch mit rezessiven Tendenzen, dann dürften die Bewertungen wie auch die Gewinnerwartungen im Gleichschritt zurückgehen. In diesem Fall böten sich immerhin deutliche Zukäufe an, denn in einer Rezession wäre die Inflationsrate vermutlich rückläufig, und die Notenbank könnte und müsste die Zinsen spürbar senken, was wiederum den Grundstein für einen erneuten Anstieg der Aktienkurse legen würde. Allein in unserem Hauptszenario einer Konjunkturabkühlung mit einem „Soft Landing“ liegt demnach aktuell die goldene Mitte.

An der Konjunktorentwicklung hängt alles!

Nach den deutlichen Kurssteigerungen zum Jahresende 2023 rechnen wir für 2024 mit moderaten Kursgewinnen. Da die Markterwartungen hinsichtlich Leitzinssenkungen immer noch etwas zu aggressiv sind, besteht kurzfristig auch in unserem Hauptszenario etwas Enttäuschungspotenzial. Darüber hinaus ist die Fallhöhe bei einer alternativen konjunkturellen Entwicklung aufgrund der zuletzt ausgeweiteten Bewertungen nicht zu unterschätzen. Grundsätzlich gilt aber, dass die USA einer der am stärksten wachsenden Wirtschaftsräume weltweit bleiben und deshalb auch in naher Zukunft eine erste Adresse für Aktieninvestments sind. Daher gilt unverändert das Börsenmotto „Buy every dip“.

Prognoseübersicht

G3 (+UK) Konjunkturindikatoren und Wechselkurse

	Reales BIP Wachstum (%)					Inflation (CPI) ¹					Arbeitslosenquote (%) ¹				
	2020	2021	2022	2023e	2024e	2020	2021	2022	2023e	2024e	2020	2021	2022	2023e	2024e
EWU	-6,5	5,3	3,5	0,4	0,4	0,3	2,6	8,4	5,5	2,7	8,0	7,7	6,7	6,5	6,7
- DE	-4,1	2,6	1,9	-0,2	0,0	0,5	3,1	6,9	5,9	2,8	5,9	5,7	5,3	5,7	6,1
UK	-9,7	7,4	4,1	0,5	0,2	0,9	2,6	9,0	7,5	3,0	4,5	4,6	3,7	4,0	4,3
USA	-3,4	5,7	2,1	2,4	1,4	1,2	4,7	8,0	4,1	2,8	8,1	5,4	3,6	3,6	4,1
Japan	-4,7	1,7	1,0	2,0	1,0	0,0	-0,2	2,5	3,3	2,5	2,8	2,8	2,6	2,8	2,6

	Leistungsbilanz (% des BIP)					Budgetsaldo (% des BIP)					Wechselkurs (US\$) ²				
	2020	2021	2022	2023e	2024e	2020	2021	2022	2023e	2024e	2020	2021	2022	2023	2024e
EWU	1,8	2,8	-0,7	1,2	1,4	-7,1	-5,3	-3,6	-3,5	-2,7	1,22	1,14	1,07	1,10	1,13
- DE	7,1	7,7	4,2	6,0	6,6	-4,3	-3,6	-2,5	-2,9	-1,7	-	-	-	-	-
UK	-3,2	-1,5	-3,8	-3,7	-3,7	-13,0	-8,3	-5,5	-4,5	-3,9	1,37	1,35	1,21	1,27	1,26
USA	-2,8	-3,6	-3,8	-3,0	-2,8	-14,0	-11,6	-3,7	-8,2	-7,4	-	-	-	-	-
Japan	3,0	3,9	2,1	3,3	3,7	-9,1	-6,2	-6,9	-5,6	-3,7	103	115	131	141	135

¹ Jahresdurchschnitt

² US\$ gg. Währung, Japan: JPY 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)				
	2020	2021	2022	2023	2024e	2020	2021	2022	2023	2024e
EWU	0,0	0,0	2,5	4,5	4,0	-0,26	-0,18	3,2	2,02	2,25
UK	0,1	0,25	3,5	5,25	4,5	0,20	0,97	3,67	3,54	3,2
USA	0,0-0,25	0,0-0,25	4,25-4,5	5,25-5,5	4,25-4,5	0,91	1,51	3,87	3,88	3,5
Japan	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,04	0,07	0,422	0,61	0,95

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 21	Q3 21	Q4 21	Q1 22	Q2 22	Q3 22	Q4 22	Q1 23	Q2 23	Q3 23	Q4 23
CRB-Index**	213,4	228,9	232,4	295,2	291,1	268,3	277,7	267,7	262,0	284,5	263,8
Ölpreis (Brent)*	75,1	78,5	77,8	107,9	114,8	88,0	85,9	79,8	74,9	95,3	77,0

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.