

Kapitalmarktbericht USA

Nr. 4 Die Notenbank setzt den Blinker, aber sie hält (vorläufig) ihren Kurs.



9. Juli 2021

Konjunktur und Geldpolitik: Die USA befinden sich unverändert auf einem konjunkturellen Erholungskurs, auch wenn sinkende Stimmungsbarometer und eine zuletzt sogar leicht gestiegene Arbeitslosenquote das Gegenteil suggerieren. Allerdings kämpft das verarbeitende Gewerbe mit einem Mangel an Vorprodukten und der Dienstleistungsbereich um Arbeitskräfte, die lieber die großzügig alimentierte Arbeitslosigkeit vorziehen. Der Inflationsschub beruht weitgehend auf Sonderfaktoren und dürfte in den kommenden Monaten wieder etwas nachgeben. Dennoch hat der Druck auf die US-Notenbank zuletzt zugenommen, Handlungsbereitschaft zu zeigen. Nach entsprechenden sanften Äußerungen von Chairman Powell, die sehr weit interpretiert wurden, wird am Markt bereits für das 4. Quartal mit einer Tapering-Ankündigung gerechnet.

Rentenmarkt: Der Trend der rückläufigen Renditen am sogenannten langen Ende der Zinsstrukturkurve hielt auch in den vergangenen beiden Monaten an und beschleunigte sich zuletzt noch, was mit der Sorge vor einer neuen Corona-Welle begründet wurde. Insgesamt ist in den kommenden Monaten angesichts der guten Konjunktorentwicklung jedoch eher mit wieder steigenden Renditen zu rechnen.

Aktienmarkt: Der Mai brachte vor allem für Technologiewerte Kursrücksetzer mit sich, und auch allgemein herrschte in den vergangenen Monaten ein ständiger Favoritenwechsel zwischen Wachstumswerten und Profiteuren einer wirtschaftlichen Normalisierung. Trotz hoher Bewertungen der Aktien bleiben die Aussichten im Großen und Ganzen weiterhin positiv. Neue Corona-Mutationen und insbesondere die bereits weit verbreitete Delta-Variante stellen jedoch ein gewisses Risiko dar.

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

Konjunktur und Geldpolitik

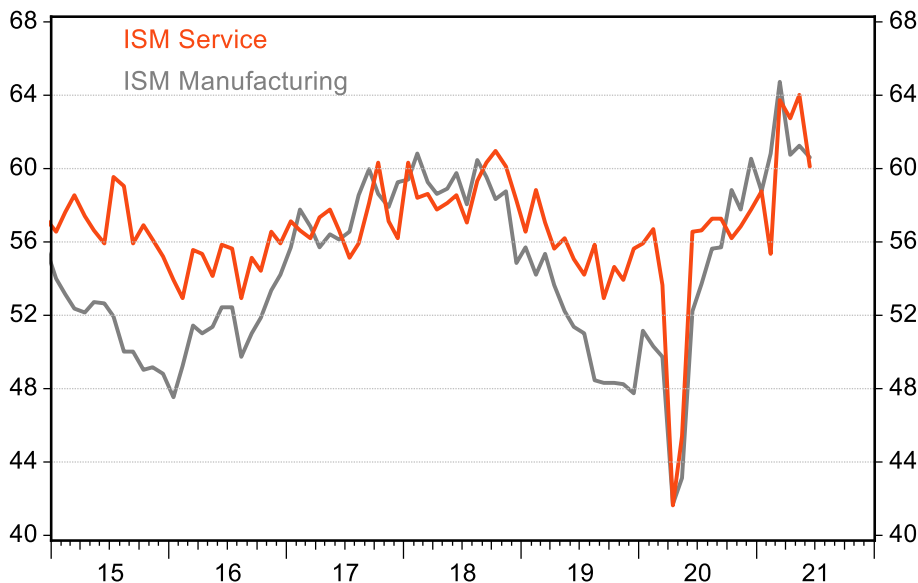
Grob vereinfacht gesprochen befindet sich die US-Wirtschaft derzeit in einer konjunkturellen Erholungsphase nach dem Corona-bedingten Einbruch im Jahr 2020, die bereits deutliche Anzeichen von Überhitzungserscheinungen erkennen lässt. Da auf der anderen Seite die Arbeitslosigkeit noch erhöht ist und sich auch die Geldpolitik weiterhin im Krisenmodus befindet, verbindet die aktuelle Lage gleichzeitig Aspekte einer sich lösenden Krise, eines Aufschwungs und einer Hochkonjunktur.

Verschiedene umfragebasierte Stimmungsindikatoren gaben in den letzten Monaten nach, wie wir dies bereits angenommen hatten. Besonders deutlich war der Rückgang zuletzt im Fall des ISM-Einkaufsmanagerindex für den Dienstleistungsbereich, der von 64,0 Punkten im Mai auf 60,1 Punkte im Juni gefallen war. Der absolut betrachtet weiterhin sehr hohe Stand des Index mit einem überdurchschnittlich hohen Puffer zur sogenannten Expansionsschwelle bei 50 Punkten verdeutlicht, dass die Konjunkturstimung im Einklang mit unserer Prognose ausgezeichnet bleibt. Die rückläufigen Indikatoren deuten keine Verschlechterung an, sondern sie ziehen sich nur von ihren Mehrjahreshöchstständen beziehungsweise Allzeithöchstständen zurück, ein ganz normaler Vorgang, der auch in früheren Aufschwungphasen beobachtbar war.

US-Konjunktur grundsätzlich auf Erholungskurs,...

...auch wenn die Stimmungsindikatoren fallen,...

USA: Stimmung im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungsbereich



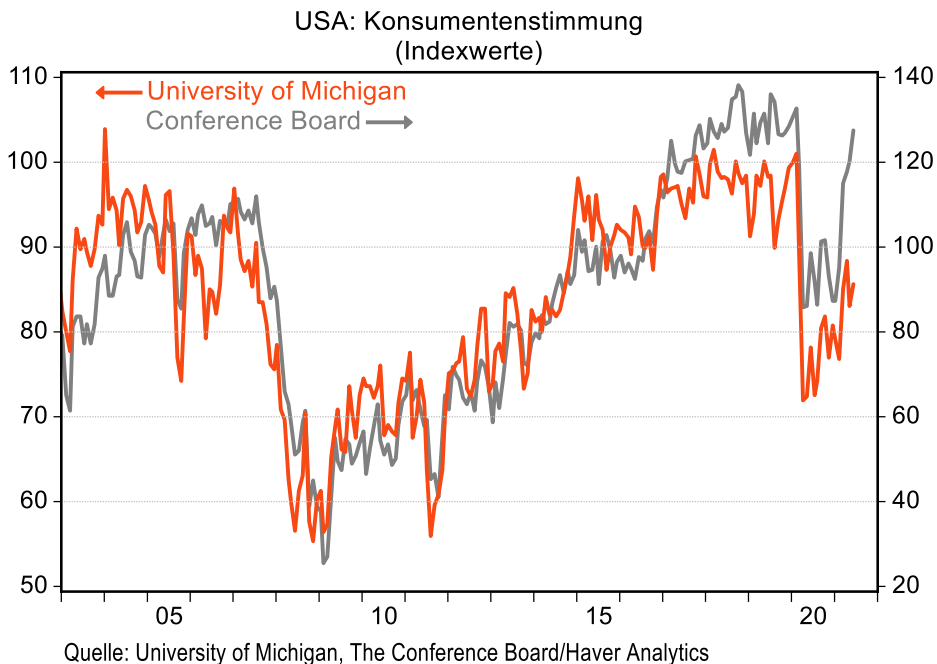
Quelle: Institute for Supply Management/Haver Analytics

Speziell im Dienstleistungssektor kommt noch der Umstand einer nachlassenden Euphorie hinzu, die im Frühjahr durch die sehr großzügigen Stimulus-Schecks der Regierung von Präsident Biden an den größten Teil der Privathaushalte ausgelöst wurde. Beispielsweise gab das Verbrauchervertrauen der Universität Michigan von 88,3 Punkten im April auf 82,9 Punkte im Mai nach, um sich dann nur wieder ein Stück weit auf 85,5 Punkte im Juni zu erholen. Wie zur Bestätigung des Gegenteils setzte das vom Conference Board erhobene Verbrauchervertrauen den Anstieg allerdings fort. Der Index kletterte von 117,5 Punkten im April auf 120,0 Punkte im

...was nachlassender Euphorie geschuldet ist.

Mai und weiter auf 127,3 Punkte im Juni (siehe Chart unten). Eine so deutliche Diskrepanz von zwei nah verwandten Indikatoren ist eher ungewöhnlich, und der Conference Board-Index bleibt insgesamt auch eher ein Ausreißer. Beispielsweise hatte der bedeutende ISM-Index für das verarbeitende Gewerbe bereits im März mit 64,7 Punkten sein Verlaufshoch und dazu noch den höchsten Stand seit Dezember 1983 erreicht. Mit der letzten Veröffentlichung Ende Juni ging es von 61,2 auf 60,6 Zähler nach unten.

Die Industrie hat ihr Stimmungshoch ebenfalls hinter sich gelassen,...



Ein Grund für die weniger euphorische, aber immer noch sehr gute Stimmung im verarbeitenden Gewerbe der USA liegt in den oben bereits angesprochenen und bereits seit einiger Zeit sichtbaren Überhitzungserscheinungen. Die plötzlich einsetzende, hohe Warennachfrage führt in vielen Branchen entlang der gesamten Wertschöpfungskette zu Engpässen wie einem Mangel an Vorprodukten und höheren Lieferzeiten, die sich unter anderem in steigenden Preisen bemerkbar machen. Fast schon notorisch zu nennen ist der Mangel an Computerchips, aber auch die Preiskapriolen am Markt für Bauholz fanden in den Medien diesseits des Atlantiks verstärkt Beachtung. Für die arbeitsintensiven Dienstleistungsbranchen kommt noch ein Mangel an Arbeitskräften hinzu, da die von der Biden-Administration großzügig aufgestockten Lohnersatzleistungen oftmals eine demotivierende Hürde zur Suche eines neuen Jobs darstellen.

...was mit gestörten Lieferketten zusammenhängt.

Mehrere Bundesstaaten, darunter zunächst Alaska, Iowa, Missouri und Mississippi beendeten bereits Mitte Juni den Bezug der zusätzlichen Arbeitslosenhilfe in Höhe von 300 US-Dollar pro Woche. Zwischenzeitlich summierte sich die Anzahl auf 26 Staaten. Allerdings wurden entsprechende Entscheidungen zuletzt erfolgreich vor den zuständigen Gerichten angefochten, beispielsweise in Maryland und Indiana, dort jedoch nur für zehn zusätzliche Tage. Entsprechende Gerichtsentscheidungen in Texas und Ohio stehen zum gegenwärtigen Zeitpunkt aus, und die Lage erscheint insgesamt etwas unübersichtlich. Generell sollen die bundesstaatlichen Extrazahlungen aber am 6. September auslaufen, dem US-amerikanischen Tag der Arbeit.

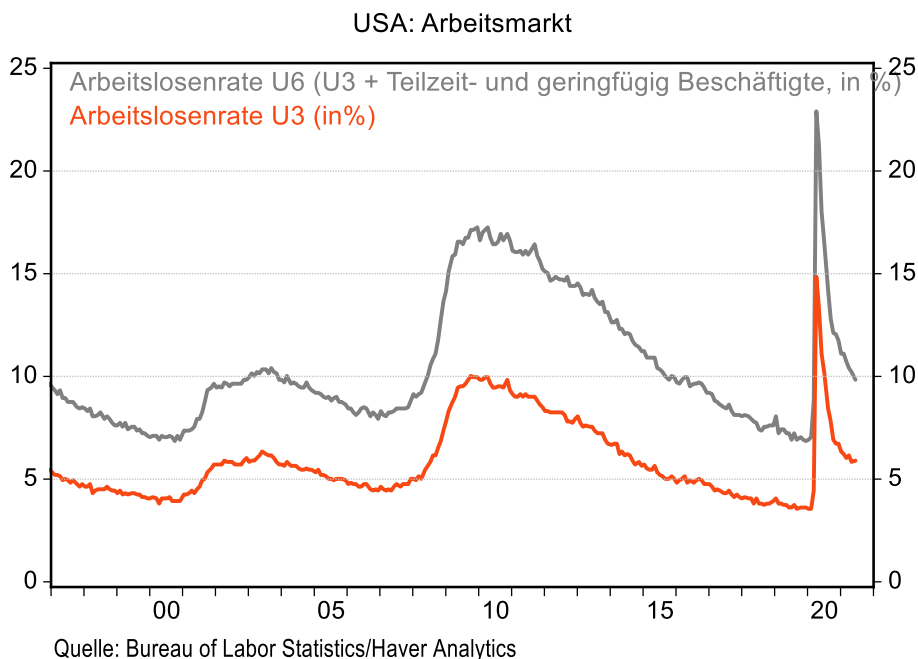
Viele Bundesstaaten rücken Bidens Politik gerade.

Der Stellenaufbau war in den vergangenen beiden Monaten weiterhin positiv, wenn auch nicht so ausgeprägt wie vielerorts erwartet und zudem möglicherweise durch die statistische Saisonbereinigung verzerrt. Auch die Entwicklung des Lohnwachstums, welches im Juni beeindruckende 3,6 % in der Jahresrate erreichte, ist aufgrund der wieder stärkeren Einstellungen im eher niedrig bezahlten Dienstleistungsbereich bei teilweise notwendig gewordener Antrittszahlungen kaum aussagekräftig. Es ist gut möglich, dass solche vorübergehend geleisteten Prämien und das sich verschiebende Verhältnis der Arbeitskräfte entlang der Gehaltsskala den eigentlichen Trend überblendet.

Die Daten sind zwar statistisch verzerrt,...

Die Arbeitslosenquote stieg mit dem jüngsten Bericht für Juni überraschenderweise von 5,8 % auf 5,9 % bei unveränderter Partizipationsrate in Höhe von 61,6 %, was auch in diesem Fall mehr Fragen aufwirft als beantwortet werden. Aber unabhängig von solchen Details scheint sich die Entwicklung auf dem US-Arbeitsmarkt graduell aufzuhellen. Der größte Teil des Schocks vom Frühjahr 2020 ist bereits verdaut (siehe Grafik unten). Und hinzukommt, dass der Trend der wöchentlich veröffentlichten Erstanträge auf Arbeitslosenhilfe weiterhin nach unten gerichtet ist. Mit zuletzt rund 370.000 Anträgen ist zwar noch nicht das niedrigere Vorkrisenniveau erreicht, welches bei rund 220.000 Anträgen pro Woche lag. Aber die USA nähern sich stetig diesem Niveau an.

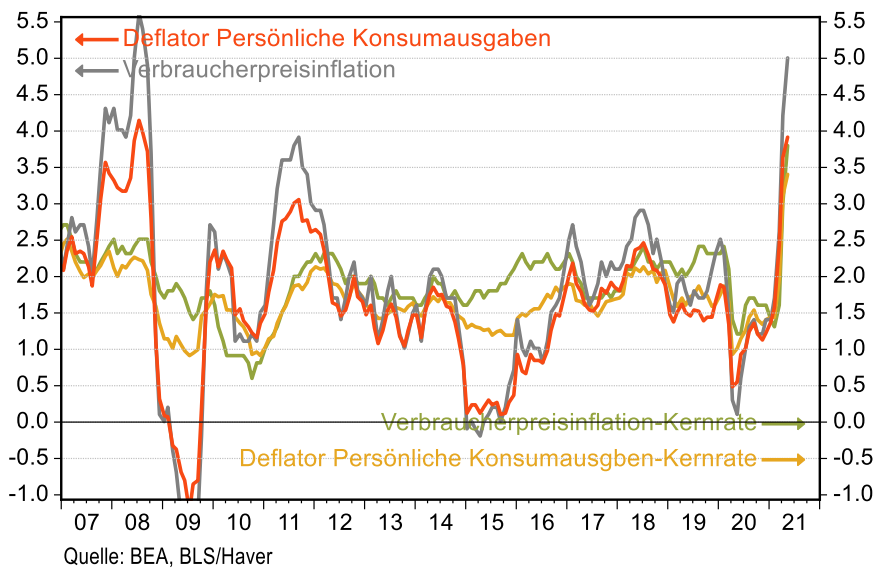
...aber der Arbeitsmarkt ist grundsätzlich auf einem guten Weg.



Ein großes Thema an den Märkten war in den vergangenen Wochen bekanntlich die Inflationsentwicklung. Die allgemeine Geldentwertung kletterte von 2,6 % in der Jahresrate im März auf 4,2 % im April und 5,0 % im Mai und damit auf den höchsten Stand seit 2008 (siehe Grafik unten). Die Kernrate des Deflators der persönlichen Ausgaben ohne die volatilen Preise für Energie und Lebensmittel und damit dasjenige Maß, welches gemeinhin am niedrigsten ausfällt, erreicht zuletzt immerhin 3,4 %.

Die Inflation bleibt weiterhin ein wichtiges Thema.

USA: Inflationsmaße (in % ggü. Vorjahr)



Die Gründe für die Reflationierung wurden bereits in aller Ausführlichkeit in der Presseberichterstattung und auch im letzten US-Kapitalmarktbericht behandelt, weshalb an dieser Stelle die Stichworte „statistischer Basiseffekt“ und „Sondereffekte (Flugtickets, Mietwagen, Gebrauchtwagen)“ ausreichen dürften. Viel interessanter ist ohnehin die schon aufgeworfene Frage, ob der Inflationsimpuls dauerhaft ausfällt. Der politische Wille in einem Teil der Bundesstaaten, die großzügigen Sonderzahlungen an Arbeitslose früher als geplant zu beenden, dürfte verhindern, dass die sich bislang allenfalls zaghaft bemerkbar machende Lohn-Preis-Spirale an Schwung gewinnt. Und mit einer Steigerung der Produktion der Vorprodukte dürfte in den kommenden Monaten auch ein Teil dieser Inflationsquelle wieder versiegen. Insgesamt stehen die Zeichen damit unverändert auf eine wieder nachlassende Inflationsrate in den kommenden Monaten. Ein dauerhafter Teuerungsschub ist erst ab der Mitte des Jahrzehnts angesichts des absehbar rückläufigen globalen Arbeitskräfteangebots wahrscheinlich.

Die US-Wirtschaft kämpft weiterhin mit den Folgen der Pandemie und gleichzeitig mit Überhitzungserscheinungen. Aber grosso modo ist die konjunkturelle Erholung intakt. Zu den etwaigen Risikofaktoren der kommenden Monate gehören ein denkbare Aufflammen der Neuinfektionen, beispielsweise mit einer neuen, gefährlicheren Virus-Mutation und eine neue Runde in den (Handels-)politischen Auseinandersetzungen mit China.

Würde sich die US-Notenbank in ihren geldpolitischen Entscheidungen an traditionellem Lehrbuchwissen orientieren, dann stünde eine alsbaldige und umfassende Korrektur ihres bisherigen Kurses unmittelbar bevor, sofern diese nicht bereits umgesetzt worden wäre. Es erscheint jedenfalls grundsätzlich fragwürdig, warum sich das während der ersten Corona-Welle im Frühjahr 2020 blitzartig um 150 Basispunkte abgesenkte Leitzinszielband angesichts der höchsten Inflation seit 13 Jahren immer noch bei nur 0,00 % bis 0,25 % befindet. Und dies gilt noch viel mehr für die Käufe von Staatsanleihen und Hypothekendarlehen im Volumen von 80 Mrd. US-Dollar beziehungsweise 40 Mrd. US-Dollar pro Monat, die eigentlich ein unkonventionelles Mittel aus dem Instrumentenkasten der Notenbank darstellen.

Dämpfende Effekte dürften sich in den kommenden Monaten bemerkbar machen.

Die Geldpolitik müsste eigentlich restriktiver sein,...

Die Diskrepanz zwischen Wirtschaftsboom auf der einen Seite und einer Geldpolitik wie für eine Dauerrezession auf der anderen förderte in den letzten beiden Monaten jedenfalls die Erwartung an die US-Notenbank, zumindest eine Kurskorrektur in Aussicht zu stellen. Denn selbst Vertreter einer konservativen Geldpolitik würden einen allmählichen Wandel gegenüber zu starken Umbrüchen bevorzugen. Ein solcher hätte nämlich angesichts der dann zu erwartenden heftigen Kursausschläge am Markt das Potenzial, die wirtschaftliche Erholung zu beeinträchtigen.

...doch strikte Kurswechsel sind zu vermeiden,...

Als warnendes Beispiel hierfür gilt die recht unverblümete Ankündigung des damaligen Fed-Chefs Ben Bernanke im Mai 2013, demnächst ein Tapering umzusetzen, also eine schrittweise Reduzierung der Anleihekäufe. Die Folge war eine Panik an den Märkten und ein deutlicher Anstieg der Renditen 10-jähriger Staatsanleihen um rund 100 Basispunkte bis auf 3,0 % in der Spitze. Die Aktienmärkte unterbrachen ihre Aufwärtsbewegung. Der S&P 500 verlor damals rund 7 %. Noch viel drastischer waren die Konsequenzen für einige Schwellenländer, die bis dahin von einem Zustrom US-amerikanischen Kapitals profitierten, welches nun zurückgezogen wurde. Ihre Währungen gaben teilweise deutlich nach. Indien stand kurz vor einer Finanzkrise.

...wie das Beispiel Ben Bernanke verdeutlicht.

Vor dem Hintergrund dieser Erfahrungen herrscht Konsens darüber, dass die US-Notenbank in der aktuell laufenden konjunkturellen Erholung nur ganz allmählich ihren Kurs ändern wird. Ein erster Schritt wären demnach sehr dezente und damit marktschonende Hinweise über eine leicht geänderte Sichtweise, der später die Tapering-Ankündigung folgt, die wie schon 2013 erst mit Zeitabstand umgesetzt werden wird. Und erst nach der Beendigung der Staatsanleihekäufe würde demnach an der Zinsschraube gedreht werden. Im vergangenen Aufschwung fand das Tapering nach der ersten Ankündigung im Mai 2013 letztlich von Januar bis Oktober 2014 statt, und erst im Dezember 2015 folgte der Beginn des Zinserhöhungszyklus.

Acht Monate Vorankündigungszeit waren es 2013/14.

Zwei Ereignisse im Zusammenhang mit der jüngsten Sitzung des Offenmarktausschusses der Fed am 15. und 16. Juni wurden am Markt als erste Ankündigung eines Kurswechsels interpretiert. Zum einen sagte Powell auf der anschließenden Pressekonferenz, die bis dahin von ihm genutzte Formulierung, wonach das Leitungsgremium der Notenbank noch nicht einmal darüber nachdenkt, darüber nachzudenken, wann mit einem Tapering begonnen werde, hätte ihren Zweck erfüllt und werde nicht mehr gebraucht. Stattdessen könne man die jüngste Sitzung als diejenige ansehen, auf der darüber „geredet wurde, darüber zu reden“.

Möchte die Fed das Ruder herumreißen?

Zweitens wurden bereits vor der Pressekonferenz die neuesten Projektionen der Notenbank für das Wirtschaftswachstum und die Inflation bekanntgegeben, die den sogenannten Dot-Plot-Chart mit den persönlichen Einschätzungen der Mitglieder des Offenmarktausschusses über das geeignete Leitzinsniveau am Ende der kommenden Jahre enthalten. Zur Überraschung der Märkte verschob sich die Punktwolke für das Jahresende 2023 so weit nach oben, dass sich im Durchschnitt ein neuer Wert für diesen Zeitpunkt von 0,69 % ergab. Zum Zeitpunkt der letzten Veröffentlichung im März ergab sich noch ein Wert von 0,40 %. Da die Mitte des Leitzinszielbandes derzeit nur 0,125 % beträgt, bedeutet die Verschiebung nach oben zumindest theoretisch, dass der Offenmarktausschuss bis Ende 2023 neuerdings von zwei Leitzinserhöhungen um 25 Basispunkte anstelle von nur einer ausgeht.

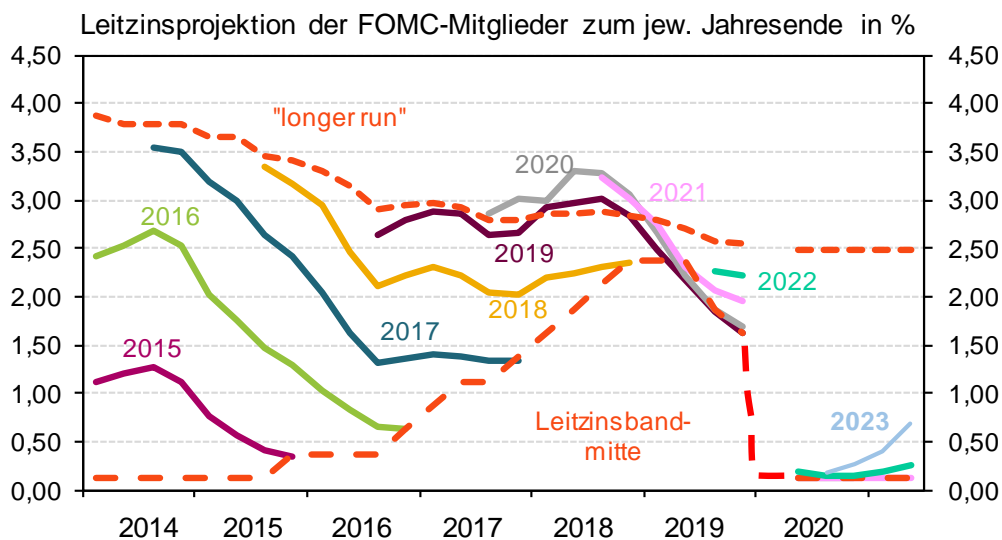
Dot-Plot gibt zwei Leitzinserhöhungen vor.

Beide Ereignisse, also der neue Dot-Plot-Chart und Powells Bemerkungen, passen in das Narrativ, wonach die Notenbank angesichts der gestiegenen Inflationsrate allmählich kalte Füße bekommen und nun Handlungsbereitschaft zeigen würde. Dabei wird jedoch gerne übersehen, dass das Ende der durch die Krise bedingten besonders lockeren Geldpolitik von vornherein absehbar war, zumal es sich nicht um eine langanhaltende Rezession handelte, sondern nur um eine mehr oder minder punktuelle Unterbrechung des gewohnten Wirtschaftslebens.

Am Markt hat sich jedenfalls die Ansicht weit verbreitet, wonach das Tapering nicht erst 2022, sondern bereits im 4. Quartal dieses Jahres verkündet werden wird. Ob dies wirklich so kommt, kann allerdings aus verschiedenen Gründen bezweifelt werden. Erstens ist die Arbeitslosigkeit wie oben gezeigt noch deutlich erhöht, und die Fed hob in letzter Zeit ihr Ziel der „maximalen Beschäftigung“ besonders hervor. Zweitens bietet ihre Bedingung für einen Kurswechsel von einer Reihe substanziiell guter volkswirtschaftlicher Datenveröffentlichungen viel Spielraum für Interpretationen. Der Dot-Plot-Chart hat nur eine sehr begrenzte Prognosequalität, wie die Entwicklung für die vergangenen Jahre zeigt (siehe Grafik unten). Und außerdem ist die Regierung, die 2022 den Vertrag von Powell verlängern oder einen neuen Notenbankchef bestellen wird, an niedrigen Zinssätzen interessiert.

Die Neuigkeiten aus der Fed werden als Umschwung interpretiert,...

...und die Erwartungen für ein Tapering am Markt vorgezogen.

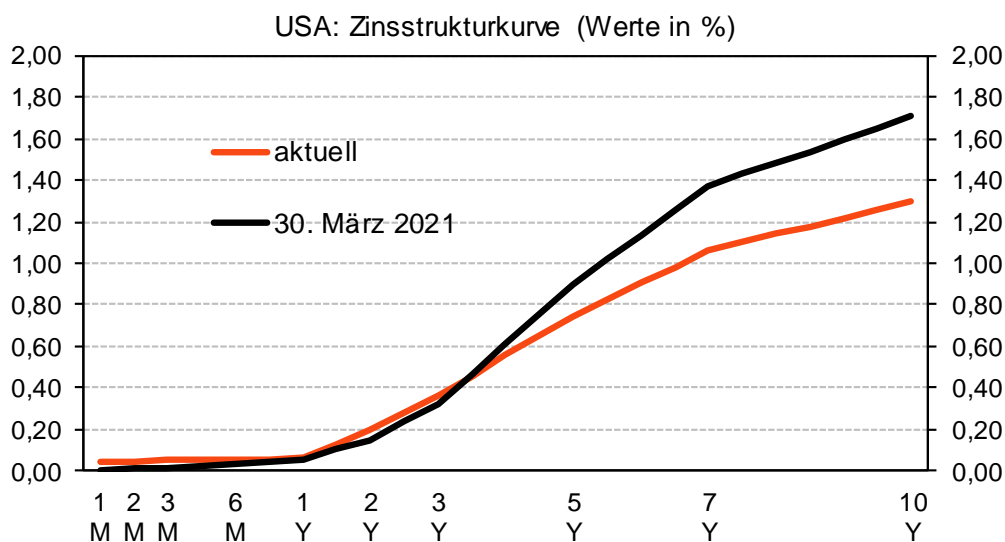


Die Fed signalisierte zuletzt Handlungsbereitschaft, die am Markt eine gewisse Erwartungshaltung an eine frühere Straffung der Geldpolitik als bislang gedacht schürte. Denkbar ist aber auch, dass die Andeutungen nur zur Beruhigung des Marktes gedacht waren, um den Druck abzumildern, und dass die Notenbank ihren Kurs noch längere Zeit beibehalten möchte. Jerome Powell mag dabei zwar nicht die volle Rückendeckung des gesamten Offenmarktausschusses haben, doch als Chairman der Fed hält er die Zügel in der Hand. Möglicherweise zukünftig etwas zunehmende Unsicherheiten wegen der Verbreitung der Delta-Variante des Corona-Virus werden ihm dabei in die Hände spielen. Aber selbst wenn die Fed das Tapering tatsächlich schon Anfang 2022 beginnen sollte, bleibt die Geldpolitik weiterhin extrem locker.

Rentenmarkt

In den vergangenen beiden Monaten setzte sich der Renditerückgang der vielbeachteten Papiere mit 10-jähriger Restlaufzeit weiter fort. Im Zuge von um sich greifenden Sorgen über eine Verbreitung der Delta-Variante fiel die Rendite zuletzt sogar auf knapp 1,25 %, erholte sich jüngst aber wieder auf 1,34 %. Der Rückgang im Vergleich zu Ende März 2021, als in der Spitze gut 1,77 % erreicht wurden, ist dennoch üppig, zumal sich die konjunkturelle Erholung seither verstetigt hat. Insgesamt fand seit dem Ende des 1. Quartals eine Verflachung der Zinsstrukturkurve statt, indem das „lange Ende“ zurückging. Am „kurzen Ende“ fand dagegen kaum Bewegung statt, und auch der Laufzeitbereich von 2 Jahren und 3 Jahren war trotz der Dot-Plot-Hysterie an den Märkten kaum in Bewegung (siehe Grafik unten).

Renditerückgang beschleunigte sich zuletzt,...



Quellen: Haver Analytics, eigene Darstellung

Die Schwäche der Renditen am langen Ende bleibt rätselhaft, und so ist es vielleicht kein Wunder, wenn die Spekulationen über ihre Ursachen in den letzten Wochen ins Kraut schossen. Dass die Abwärtsbewegung der letzten Tage mit der Ausbreitung der Delta-Variante zusammenhängt ist möglich. Demnach könnten manche Akteure aus Angst vor neuen wirtschaftlichen Verwerfungen den sicheren Hafen der US-Staatsanleihen angesteuert haben. Aber möglicherweise machen hier eher die Kurse die Nachrichten und nicht umgekehrt. Diese und andere Erklärungen können zudem nicht begründen, warum die Renditen bereits seit April nachgaben.

...aber er bleibt rätselhaft.

Zum gegenwärtigen Zeitpunkt erscheinen vor allem zwei Aspekte plausibel zu sein. Einerseits dürfte es sich bei der Renditeschwäche immer noch um eine technische Konsolidierungsphase nach dem starken Anstieg im 1. Quartal handeln. Und zum zweiten wäre es denkbar, dass die US-Notenbank mit ihren Anleihekäufen aktuell ausnahmsweise das Angebot an Neuemissionen fast vollständig absorbiert. Möglich ist dies trotz der momentan hohen Ausgabenpakete der Regierung von Joe Biden durch besondere Umstände: Das US-Schatzamt hatte in den letzten Monaten derart hohe Summen am Markt aufgenommen, dass die großen Ausgaben zumindest teilweise und vorübergehend durch ein Abschmelzen der üppigen Guthaben bei der Notenbank bestritten werden können. Auf Sicht der kommenden

Das Schatzamt sitzt auf großen Liquiditätspuffern.

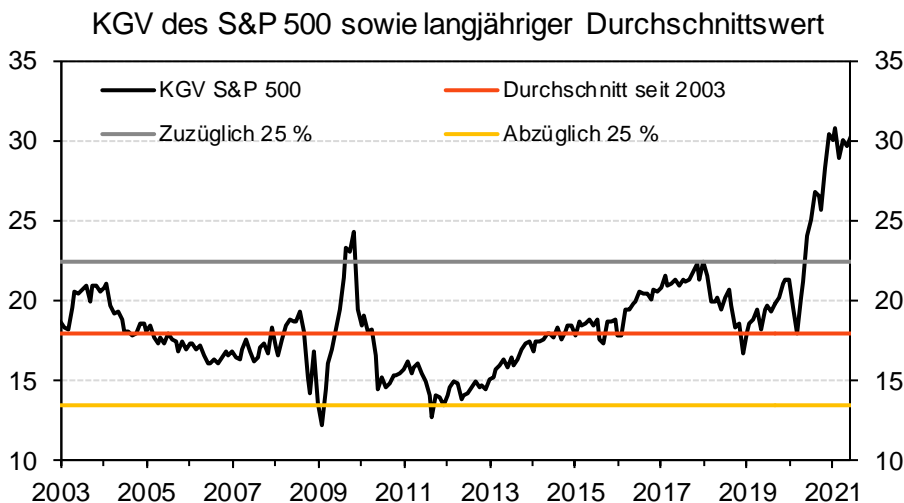
Monate dürfte dieser Effekt jedoch nachlassen, so dass ein weiterer Rückgang der Renditen unwahrscheinlich ist.

Der Anleihemarkt befindet sich weiterhin in einer Konsolidierungsphase nach dem steilen Anstieg der Renditen am langen Ende der Zinsstrukturkurve im 1. Quartal. Da sich die US-Konjunktur gut entwickelt, ist mittel- bis langfristig jedoch mit einer Wiederaufnahme des ansteigenden Trends der Renditen zu rechnen.

Aktienmarkt

Am Jahresende 2020 trauten nicht wenige Marktteilnehmer den Aktienkursen für 2021 wenig Potenzial zu. Immerhin fand in den Monaten zuvor eine beeindruckende Erholungsrallye statt, mit der eine konjunkturelle Erholung bereits vorweggenommen wurde. Diese setzte dann aufgrund einer starken Corona-Neuinfektionswelle in den USA im Winter 2020/2021 auch noch später ein als ursprünglich erhofft. Und darüber hinaus waren und sind die Bewertungsrelationen am US-Aktienmarkt wie das typischerweise herangezogene Kurs/Gewinn-Verhältnis (KGV) ausgesprochen hoch, was zumindest theoretisch nur wenig Raum für weitere Kursgewinne übrig lassen sollte. Je nach Berechnungsmethode lässt sich selbst nach den zwischenzeitlich in den Zahlenwerken berücksichtigten Gewinnsteigerungen der Unternehmen im laufenden Jahr immer noch ein KGV für den Leitindex S&P 500 von bis zu 30 ermitteln (siehe Grafik unten). Dieser Wert liegt weit oberhalb der sonst üblichen Schwankungsbreite.

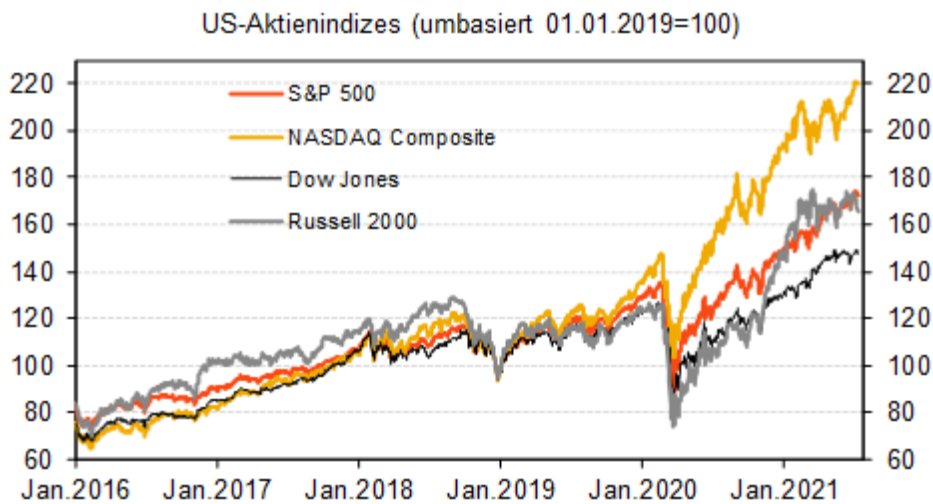
Die Prognosen für 2021 waren verhalten,...



Quelle: Haver Analytics, eigene Darstellung

Trotz dieser nachvollziehbaren Argumente gegen eine Fortsetzung der Aufwärtsbewegung am Aktienmarkt kann sich rund ein halbes Jahr später die aktuelle Zwischenbilanz für 2021 sehen lassen: Die großen Indizes in den USA stehen derzeit zwischen 12 % (Dow Jones) und 15 % (S&P 500) höher als am Jahresende 2020 (siehe Chart unten). Damit wurde nach etwa sechs Monaten bereits eine überdurchschnittliche Wertentwicklung erreicht. In den vergangenen 20 Jahren betrug die durchschnittliche Performance pro Kalenderjahr für die beiden genannten Indizes nur knapp 7 %, für den Nebenwerteindex Russell 2000 gut 9 % und für den NASDAQ Composite-Index 11,5 %.

...doch das Jahr war bis jetzt hervorragend.



Quelle: Haver Analytics, eigene Darstellung

Der Zwischenstand mit den aktuell nur zufällig recht ähnlichen prozentualen Entwicklungen der großen Indizes seit Jahresanfang verdeckt jedoch etwas die unterschiedlichen zwischenzeitlichen Schwankungen und die jüngsten Bewegungen. Im 1. Quartal hatten vor allem die „Erholungsgewinner“ die Nase vorn, also Unternehmen aus traditionellen Branchen, die unter den Lockdown-Maßnahmen besonders litten, und denen nun eine Revitalisierung zugetraut wurde. Der Russell 2000 hatte bis Mitte März um immerhin mehr als 19 % zugelegt, während der Technologieindex NASDAQ Composite nur ein Plus von gut 4 % verbuchen konnte. Zu diesem Ergebnis trug auch der oben angesprochene Anstieg der Renditen am Rentenmarkt bei, unter dem vor allem die hochbewerteten Technologieaktien litten. Die Konsolidierung der Renditen trug dann bis zur zweiten Aprilhälfte zu einem Schließen der Schere zwischen den genannten Indizes bei. Die NASDAQ-Aktien erholten sich wieder, während die Titel der Old Economy nachgaben.

Im ersten Halbjahr waren mehrere Branchenrotationen beobachtbar.

Eine erneute Branchenrotation ergab sich bis Mitte Mai, als vor allem die Technologiewerte nachgaben. Der NASDAQ Composite-Index hatte innerhalb kurzer Zeit rund 8 % verloren und stand nur noch knapp über dem Stand von Beginn des Jahres. Im Juni fand dann abermals eine Erholung statt, die in den letzten Tagen abrupt beendet wurde durch die aufkommende Sorgen vor einer stärkeren Verbreitung der erstmals in Indien nachgewiesenen Delta-Variante des ursprünglich aus China kommenden Corona-Virus.

Zuletzt gab es neue Corona-Sorgen,...

Diese Beschreibung der Geschehnisse in der jüngsten Vergangenheit verdeutlicht, dass die Aufwärtsbewegung der Aktienkurse keineswegs eine Einbahnstraße gewesen ist und je nach Marktsegment von verschiedenen Faktoren beeinflusst wurde. Dies dürfte für das nun angebrochene zweite Halbjahr 2021 kaum anders werden. Es ist zwar festzuhalten, dass insbesondere der marktweite S&P 500-Index jene Schwankungen zu einem guten Teil ausgleichen konnte, da er sowohl wachstumsstarke Unternehmen aus modernen Branchen wie auch konstant profitable Unternehmen mit althergebrachtem Geschäftsmodell enthält. Aber ein erneutes Aufflammen der Corona-Problematik, wie es in den letzten Tagen erstmals am Aktienmarkt gespielt wurde, hätte durchaus das Potenzial auch den breiten Markt nach unten zu ziehen. Wie hoch ist die Wahrscheinlichkeit für dieses Szenario?

...die auch dem breiten Markt schaden könnten.

Die Corona-Neuinfektionen liegen mit aktuell knapp 50 pro 1 Mio. Einwohner im 7-Tage-Durchschnitt weiterhin auf einem vergleichsweise niedrigen Niveau. Allerdings ist die grundsätzlich ansteckendere Delta-Variante bereits jetzt in verschiedenen Bundesstaaten für mehr als die Hälfte der Neuinfektionen verantwortlich. Eine Eindämmung der Ausbreitung dieses Typs ist vor diesem Hintergrund nicht mehr möglich, und Delta dürfte sich in den kommenden Wochen bundesweit zur dominierenden Variante entwickeln. Die Erfahrung des Sommers 2020 zeigt zudem, dass mit den höheren Temperaturen vor allem im Süden der USA eine größere Kontakthäufigkeit einherging, beispielsweise im Zuge von diversen Freizeitaktivitäten, die eine Zunahme der Ansteckungen zur Folge hatte („Sun-Belt-Welle“).

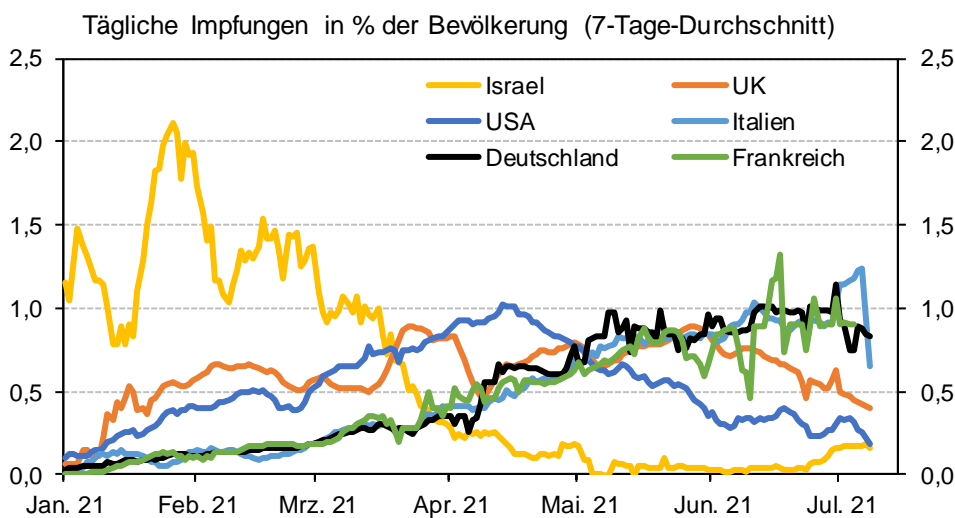
Momentan ist das Infektionsgeschehen niedrig,....

Damals stand jedoch noch kein Impfstoff zur Verfügung, und auch wenn die bisher gebräuchlichen Vakzine gemäß den jüngsten Studien einen etwas geringeren Schutz gegen Delta bieten als gegen die ursprüngliche chinesische Variante, die übrigens von der WHO keinen griechischen Namen erhielt, dann ist dennoch von einer gewissen Wirkung auszugehen. Immerhin haben in den USA bereits 47 % der Gesamtbevölkerung den vollen Impfschutz erhalten und bei 7 % hat der Impfprozess mit der Erstimpfung begonnen.

...und viele Menschen wurden bereits geimpft,...

Problematisch ist jedoch, dass die USA damit noch weit von der sogenannten Herdenimmunität entfernt sind. Präsident Biden hat sein selbstgestecktes Ziel verfehlt, bis zum Unabhängigkeitstag am 4. Juli mindestens 70 % der erwachsenen Bevölkerung mindestens eine Erstimpfung zu ermöglichen. Stattdessen wurden auf diesen Teil der Bevölkerung gerechnet nur 67 % der Menschen erreicht. Der Grund hierfür liegt übrigens nicht mehr in einem Mangel an Impfstoffen, sondern an der nachlassenden Impfbereitschaft. Die USA verschenkten in den letzten Wochen Millionen Impfdosen an das Ausland, da sie im Inland keine Abnehmer fanden. Das Impftempo sank von einem Spitzenwert in Höhe von 1,0 % der Bevölkerung pro Tag Mitte April auf zuletzt nur noch 0,2 % der Bevölkerung pro Tag (Grafik unten, dunkelblaue Linie).

...doch Biden hat sein Ziel verfehlt,...



Quelle: Johns Hopkins University, eigene Berechnung und Darstellung

Anders ausgedrückt lässt sich feststellen, dass der Großteil der Impfwilligen in der Bevölkerung bereits geschützt ist, aber der große Rest zu einem überwiegenden Teil kein Interesse hat. Die Neigungen sind in den einzelnen Bundesstaaten zudem

unterschiedlich ausgeprägt, und sie folgen den politischen Präferenzen. So wurde das Ziel von Biden von mindestens einer Erstimpfung bei mindestens 70 % der erwachsenen Bevölkerung im Nordosten der USA und in Kalifornien bereits erreicht. Dort wählt der überwiegende Teil der Bevölkerung üblicherweise die demokratische Partei des amtierenden Präsidenten. Im Süden und im Mittleren Westen der USA, wo die republikanische Partei ihre Hochburgen hat, fällt die Impfquote dagegen niedriger aus. Beispielsweise kamen Texas und Florida zuletzt nur auf Werte von 61 % beziehungsweise 65 %.

...und insbesondere im Süden sind die Impfwilligen weniger stark vertreten.

Alles in allem besteht damit insbesondere im südlichen „Sun-Belt“ auch in diesem Sommer ein erhöhtes Risiko für eine Zunahme der Neuinfektionen. Und mit Eintritt der kälteren Jahreszeit könnte das Infektionsgeschehen auch allgemein zunehmen, da der Impfschutz offenbar im Zeitablauf abnimmt.

Das Risiko ist im Sun Belt am größten,...

Damit ist jedoch noch nicht gesagt, dass auch neue Lockdowns oder andere Maßnahmen ergriffen werden, welche die Wirtschaft einschränken. Im Gegensatz zum Winterhalbjahr 2020/21 könnte sich die Politik beispielsweise auf die Vorgehensweise einigen, alle Dienstleistungen grundsätzlich geöffnet zu halten, aber Impfnachweise oder Testergebnisse als Voraussetzung einzufordern, da diese aktuell für alle Interessierten offenstehen. Der Druck aus der Wirtschaft, die konjunkturelle Erholung nicht zu gefährden, macht dieses Szenario zusätzlich wahrscheinlich. Und zweitens stellt sich die Frage, ob die Börsen überhaupt auf neue Corona-Maßnahmen reagieren würden, selbst wenn diese strikter als erwartet ausfallen. Immerhin ging die zweite Corona-Welle in den USA im Sommer 2020 an den Börsen weitgehend spurlos vorüber. Ein Anstieg der Neuinfektionen könnte zudem die Notenbank dazu veranlassen, ihre ultralockere Geldpolitik noch länger fortzusetzen als dies momentan erwartet wird. Dies würde die Aktienkurse wiederum stützen.

...doch für die Märkte muss dies nicht zwingend Gegenwind bedeuten.

Der Anstieg der Aktienkurse im ersten Halbjahr war keine Einbahnstraße, und angesichts der hohen Bewertungen, der möglicherweise wieder etwas steigenden Renditen und der Unsicherheiten hinsichtlich der Corona-Pandemie dürfte sich hieran im zweiten Halbjahr nichts ändern. Das wahrscheinlichste Szenario für die kommenden Wochen und Monate ist eine moderat nach oben gerichtete Bewegung mit zwischenzeitlichen Einbrüchen, wie es in den letzten Tagen zu beobachten war. Die lockere Geldpolitik dürfte trotz des restriktiveren Untertons seit der letzten Sitzung des Offenmarktausschusses die Neigung stützen, Kursrückgänge für Zukäufe zu nutzen. Mit einer allmählichen Ausbreitung der Delta-Variante, die dann im Herbst aufgrund der kühlen Witterung einen wieder stärkeren Anstieg der Neuinfektionen verursachen könnte, käme durchaus etwas mehr Sand in das Getriebe des Aktienmarktes. Die Aussicht auf erneute Restriktionen hätte vermutlich das Potenzial, zumindest temporär für Kursrückgänge zu sorgen. Zunächst dürfte aber die anstehende Berichtssaison zum 2. Quartal für positive Nachrichten vor allem aus dem Dienstleistungsgewerbe sorgen. Und angesichts der konjunkturellen Erholung bleiben die Rahmenbedingungen für den Aktienmarkt weiterhin günstig.

Prognoseübersicht

G3 (+UK) Konjunkturindikatoren und Wechselkurse

	Reales BIP Wachstum (%)					Inflation (CPI) ¹					Arbeitslosenquote (%) ¹				
	2017	2018	2019	2020	2021e	2017	2018	2019	2020	2021e	2017	2018	2019	2020	2021e
EWU	2,7	1,9	1,3	-6,7	4,5	1,5	1,8	1,2	0,3	1,7	9,1	8,2	7,6	8,0	8,7
- Deutschland	2,9	1,3	0,6	-5,1	3,5	1,5	1,7	1,4	0,5	2,2	5,7	5,2	5,0	5,9	6,5
UK	1,7	1,3	1,3	-9,8	4,5	2,7	2,5	1,8	0,9	1,8	4,4	4,1	3,8	4,5	5,5
USA	2,3	3,0	2,1	-3,5	6,5	2,1	2,4	1,8	1,2	2,7	4,4	3,9	3,7	8,1	6,5
Japan	1,7	0,6	0,3	-4,7	2,5	0,5	1,0	0,5	0,0	0,0	2,8	2,4	2,4	2,8	3,0

	Leistungsbilanz (% des BIP)					Budgetsaldo (% des BIP)					Wechselkurs (US\$) ²				
	2017	2018	2019	2020	2021e	2017	2018	2019	2020	2021e	2017	2018	2019	2020	2021e
EWU	3,1	3,1	2,7	2,3	2,8	-1,0	-0,5	-0,6	-7,6	-6,7	1,20	1,15	1,12	1,22	1,23
- Deutschland	7,8	7,4	7,1	7,1	7,6	1,2	1,8	1,5	-4,2	-5,5	-	-	-	-	-
UK	-3,5	-3,9	-4,0	-3,9	-3,9	-1,8	-2,3	-2,2	-13,4	-11,8	1,35	1,28	1,30	1,37	1,28
USA	-2,3	-2,2	-2,2	-3,1	-3,9	-4,5	-5,8	-6,3	-15,8	-15,0	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Japan	4,2	3,6	3,6	3,3	3,6	-3,2	-2,5	-3,3	-12,6	-9,4	113	110	110	103	102

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)				
	2017	2018	2019	2020	2021e	2017	2018	2019	2020	2021e
EWU	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	0,4	0,24	-0,19	-0,26	-0,30
UK	0,5	0,75	0,75	0,1	0,1	1,2	1,28	0,82	0,20	0,60
USA	1,25-1,5	2,25-2,5	1,5-1,75	0,0-0,25	0,0-0,25	2,4	2,68	1,92	0,91	1,90
Japan	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0	0,03	0,0	0,04	0,0

Angaben jeweils zum Jahresende

¹ EWU: Deposit Rate; 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

	Q1 19	Q2 19	Q3 19	Q4 19	Q1 20	Q2 20	Q3 20	Q4 20	Q1 21	Q2 21	09.07.
CRB-Index**	183,8	181,0	173,9	185,8	121,8	138,0	148,5	167,8	185,0	213,4	211,4
Ölpreis (Brent)*	68,4	66,6	60,8	66,0	22,8	41,2	41,0	51,8	63,5	75,1	75,3

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.