

Kapitalmarktbericht USA

Nr. 4: Deutliche Konjunkturabkühlung scheint unvermeidbar.



Konjunktur und Geldpolitik: Die Inflationsrate hält sich hartnäckig hoch, während der Arbeitsmarkt angespannt bleibt. Die US-Notenbank hat demnach weiterhin alle Argumente für eine Straffung ihrer Geldpolitik in der Hand, und am Markt wird für die nächste Sitzung am 27. Juli mit einem erneuten Zinsschritt um 75 Basispunkte gerechnet. Aktuell deuten die umfragebasierten Indikatoren vor diesem Hintergrund auf eine Abkühlung der Konjunktur hin. Eine Rezession im kommenden Jahr wird zudem immer wahrscheinlicher.

8. Juli 2022

Rentenmarkt: Die kräftigen Leitzinserhöhungen sorgten für einen starken Renditeanstieg bei kurzen Laufzeiten, während im Bereich von Staatsanleihen mit 10-jähriger Restlaufzeit die Aufwärtsdynamik in den letzten Wochen trotz großer Volatilität nachließ. Möglicherweise wurde am langen Ende der Zinsstrukturkurve das Zyklushoch bereits erreicht, und in den kommenden Monaten dürfte die Suche nach „sicheren Häfen“ wie Anleihen zunehmen, doch dem steht der Bilanzabbau der Fed entgegen.

Aktienmarkt: Die Bilanz des ersten Halbjahres 2022 ist äußerst miserabel, doch bislang haben sich „nur“ die Bewertungen der Aktien reduziert, während am Markt weiterhin von Gewinnsteigerungen der Unternehmen ausgegangen wird. Diese Annahme könnte sich in den nächsten Monaten als Illusion entpuppen und weiteren Kursdruck auslösen, sobald die Konjunkturabkühlung zu Revisionen der Gewinnschätzungen führt.

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

Konjunktur und Geldpolitik

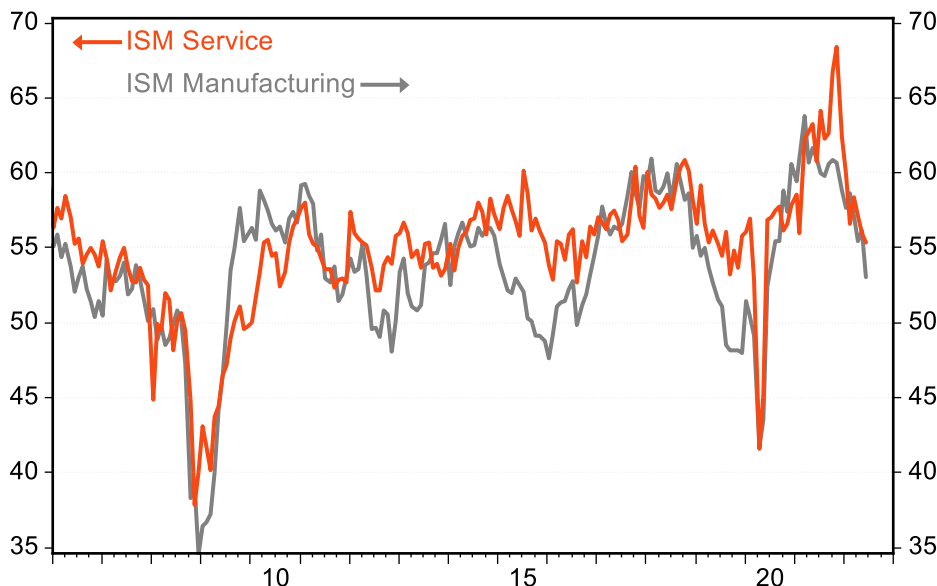
Nach einem wenig zufriedenstellenden 1. Quartal 2022 mit einem Negativwachstum von annualisiert 1,6 % gemäß finaler Schätzung dürfte sich die Wirtschaft im soeben zu Ende gegangenen 2. Quartal zumindest wieder etwas erholt haben. Verschiedene Indikatoren deuten eine leicht positive Entwicklung an, und gemessen am Stand zur Jahresmitte kann mit Blick auf die bisherigen Datenveröffentlichungen noch von einer robusten Konjunktur gesprochen werden, die in Teilen sogar Überhitzungserscheinungen trägt. Hierzu gehört die sich mit zuletzt 3,6 % nahe an einem Rekordtief bewegende Arbeitslosenquote sowie natürlich die hohe Verbraucherpreisinflation, die im Mai mit 8,6 % einen neuen Höchststand seit den frühen 1980er Jahren erklomm.

An den Kapitalmärkten richtet sich die Aufmerksamkeit allerdings naturgemäß auf die Zukunft, und vor dem Hintergrund der geldpolitischen Straffung der Notenbank zur Inflationsbekämpfung ist für das kommende Winterhalbjahr mindestens mit einer Konjunkturabkühlung zu rechnen. Dies deuten insbesondere die umfragebasierten Indikatoren an. Beispielsweise ging der ISM-Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe von einem Stand bei rund 58 Punkten am Jahresanfang auf 56,1 Punkte im Mai zurück, und er fiel im Juni auf 53,0 Punkte. Dieser Stand deutet zwar immer noch auf eine leichte Expansion der Wirtschaft hin, doch hält der Abwärtstrend im gleichen Umfang an, dann ist die als Schwellenwert für Wachstum angesehene 50-Punkte-Marke bereits in einem Monat erreicht.

Die Inflation bleibt hoch und die Arbeitslosenquote niedrig,...

...während sich die Stimmungsindikatoren bereits abkühlen.

USA: Stimmung im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungsbereich



Quelle: Institute for Supply Management/Haver Analytics

Der Index für den Dienstleistungssektor hielt sich im Juni mit 55,3 Punkten dagegen noch relativ gut. Dies lässt sich mit der etwas zweideutigen Lage jenes Sektors erklären: Auf der einen Seite profitieren vor allem die Branchen Gastronomie, Hotellerie und Freizeit von dem während der Corona-Zeit aufgestauten Bedürfnissen der Bevölkerung, die jetzt nachgeholt werden. Dies stellt eine Stütze

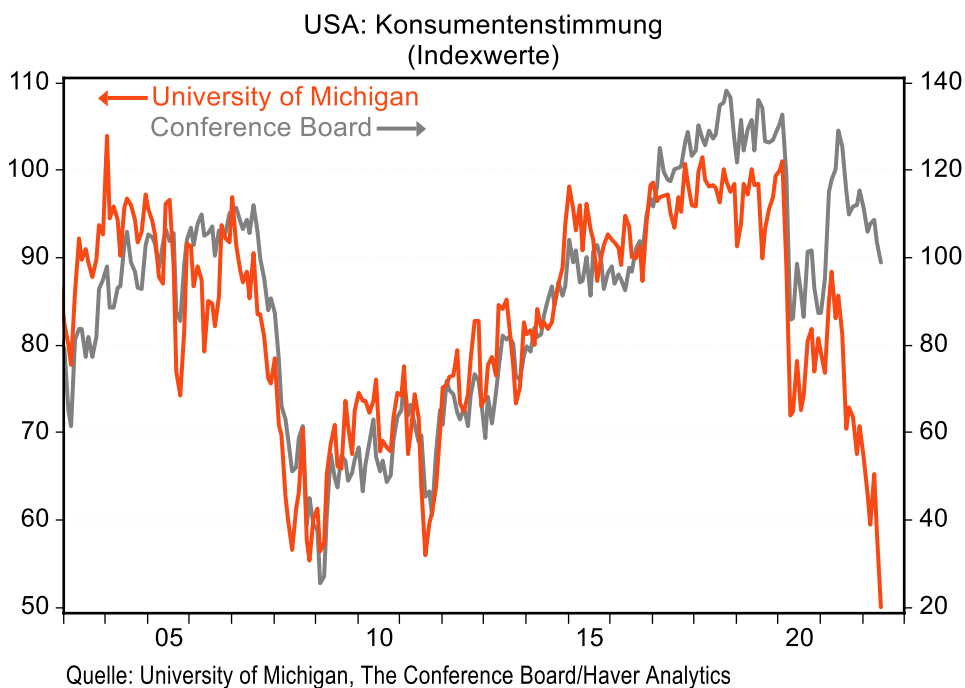
Im Dienstleistungssektor ist man verhalten optimistisch,...

für die Konjunktur dar, auch wenn das Wachstum aufgrund bremsender Effekte in der Summe viel niedriger ausfällt als ursprünglich gehofft. Auf der anderen Seite führt die ungewöhnlich hohe Inflation insbesondere im Fall der weniger wohlhabenden Privathaushalte zu einem deutlichen Kaufkraftverlust. Das Einkommen wird in vollem Umfang von den lebensnotwendigen Ausgaben aufgezehrt, so dass für diskretionären Konsum kein Geld übrig bleibt.

...doch die Inflation drückt,...

Diese unvorteilhafte Entwicklung spiegelt sich auch in den Umfragen zum Verbrauchervertrauen wider. So fiel der Index des Conference Board von zunächst gemeldeten 106,4 Punkten im Mai auf 98,7 Punkten im Juni, wobei der Wert für Mai deutlich nach unten revidiert werden musste und nun mit 103,2 Punkten angegeben wird. Der Subindex für die Erwartungen der Umfrageteilnehmer stürzte von ursprünglich 77,5 Punkten beziehungsweise revidiert 73,7 Punkten auf nur noch 66,4 Punkte und damit auf den tiefsten Stand seit Anfang 2013. Dieser Rückgang wird vom Einbruch des Verbrauchervertrauens gemäß Umfrage der Universität Michigan noch überboten, denn der entsprechende Index wurde im Juni mit 50,0 Punkten auf einem Allzeittiefstand festgestellt.

...was auch das Verbrauchervertrauen belastet.



Der Vergleich beider Indizes über den in der obigen Grafik dargestellten längeren Zeitraum seit 2003 verdeutlicht, dass der sehr tiefe Stand des Index der Universität Michigan die Lage vermutlich schlechter darstellt als sie ist. In der Vergangenheit liefen beide Indizes mit mehr oder minder großen Abweichungen in ähnlichen Bahnen, doch seit 2021 hat sich eine sehr große Diskrepanz aufgebaut. Der Grund hierfür dürfte in unterschiedlichen Gewichtungen der einzelnen Umfragekomponenten zu suchen sein, die sich in der Vergangenheit kaum auswirkten, die aber in der gegenwärtigen Hochinflationzeit stärker in Erscheinung treten. Beispielsweise fällt bei einem Blick in die veröffentlichten Details der beiden Umfragen auf, dass die Neigung zu größeren Anschaffungen wie beispielsweise Fernseher, Kühlschränke oder Kraftfahrzeuge bis zuletzt kaum nennenswert gelitten hat. Dies könnte aber auch auf Vorzieheffekten aufgrund der hohen Inflation beruhen. Die Fragen zum Stimmungsbild sind jedenfalls sehr negativ, und dies schlägt sich dann in unterschiedlicher Intensität in den Indizes nieder.

Das Berechnungsschema der Uni Michigan führt zu tiefen Indexständen.

Unsere obige Anmerkung, wonach für das kommende Winterhalbjahr mindestens mit einer Konjunkturabkühlung gerechnet werden müsse, soll zu verstehen geben, dass wir auch schlechtere Entwicklungen für möglich halten, sprich der Eintritt einer Rezession. Hierfür gibt es momentan aber nur gewisse Indizien. Wie oben angeführt, zeugen die harten Konjunkturindikatoren immer noch von einer robusten Entwicklung, und die schneller reagierenden Umfragewerte deuten „nur“ eine Abkühlung an.

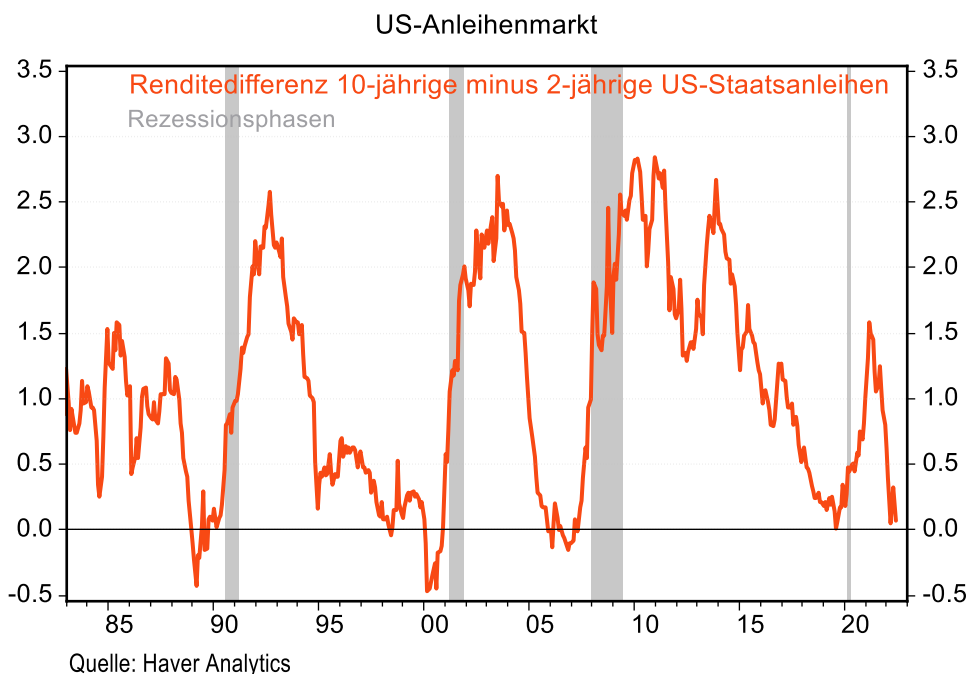
Auch eine Rezession scheint möglich,...

Für eine Rezession spricht an erster Stelle das Ausmaß der geldpolitischen Straffung, auf die gleich noch einmal zurückzukommen ist. Die US-Notenbank Fed schleust derzeit in einem seit fast 30 Jahren nicht mehr gesehendem Tempo ihren Leitzins nach oben, so dass auch der Konjunkturabschwung schneller als üblich eintreten sollte. Das Risiko eines zu starken Bremsmanövers, das ungewollt zu einer Rezession führt, wächst damit beträchtlich.

...da die Fed sehr schnell strafft,...

In diesem Zusammenhang ist auch die jüngste Invertierung der Zinsstrukturkurve in den USA gemessen an der Renditehöhe von Staatsanleihen mit 2-jähriger und 10-jähriger Restlaufzeit zu erwähnen. Bereits Anfang April wurde die Kurve kurzfristig invers, ein zweites Mal war dies Mitte Juni der Fall, und ab Mitte dieser Woche rentierten die Papiere am kurzen Ende erneut über den 10-jährigen Treasuries. Gemäß einer alten, aber in den letzten Jahrzehnten immer zutreffenden Daumenregel, gilt diese Konstellation als Vorbote einer Rezession in den USA im kommenden Jahr. Diesen Zusammenhang verdeutlicht die nachfolgende Grafik für die vergangenen vier Dekaden, die allerdings auf Monatsdaten beruht, so dass der jüngste Rückgang der Renditedifferenz unter null noch nicht abgetragen ist.

...und die Zinsstrukturkurve invers wurde.



Ein weiteres Negativszenario über den Fall einer Rezession hinaus möchten wir an dieser Stelle nicht unerwähnt lassen: In der Vergangenheit führten deutliche geldpolitische Straffungen der US-Notenbank über den Mechanismus steigender Kreditkosten und einer Verknappung der Liquidität oftmals zu größeren Problemen, die von der Mehrzahl der Marktteilnehmer nicht antizipiert wurden. Zu diesen „Schwarzen Schwänen“ gehörte das Platzen spekulativer Blasen, was teilweise

Daneben liegt ein „Schwarzer Schwan“ im Bereich des Möglichen,...

Folgewirkungen für die Realwirtschaft auslöste sowie Pleitewellen durch Überschuldung in der Realwirtschaft selbst. Zu nennen sind beispielsweise die Emerging Marktes-Krise Ende der 1990er Jahre, das Platzen der Dotcom-Blase in den frühen 2000er Jahren und später das Platzen der Subprime-Blase ab 2006, die letztendlich zur Pleite der Lehman-Bank beitrug. Dieses Ereignis stürzte bekanntlich die Weltwirtschaft ins Chaos, und letztlich nahm durch jene Verwerfungen auch die europäische Staatsschuldenkrise kurze Zeit später ihren Lauf.

...wie oftmals in der Vergangenheit,...

Ob ein ähnliches Ereignis bevorsteht und wo der Flächenbrand beginnen könnte, lässt sich nicht prognostizieren. Es gehört zu den Eigenschaften dieser „Schwarzen Schwäne“, dass sie für das breite Publikum unerwartet auftreten. Diese Feststellung schließt nicht die Existenz von rechtzeitigen Warnrufen durch einzelne Personen aus. Doch diese werden in der Regel vor dem Schadenseintritt nicht gehört oder ignoriert, und so werden sie erst nachträglich als hellsichtige Mahner populär. Grundsätzlich gilt, dass es vor allem dort zu Verwerfungen kommen kann, wo die Flut der billigen Liquidität der Notenbanken in den letzten Quartalen zu besonderen Exzessen führte. Der überproportionale Kursrückgang der hoch bewerteten Technologieaktien und der Krypto-Spekulationsobjekte in den letzten Monaten gibt hierfür ein Zeugnis ab. So wurde in der letzten Woche in New York das Konkursverfahren gegen einer der weltweit größten Krypto-Hedgefonds, die Firma Three Arrows Capital eröffnet. Weitere Unternehmen der Branche könnten folgen.

...doch darüber sind nur Spekulationen möglich.

Die US-Konjunktur befindet sich momentan am Beginn einer mutmaßlichen Talfahrt. Der Ist-Zustand kann zwar durchaus noch als einigermaßen positiv angesehen werden, doch unmittelbar in Sichtweite liegt bereits leicht tieferes Terrain. Und hinter der noch nicht einsehbaren Kurve könnte es sogar deutlich nach unten gehen, wobei ein Fahrfehler der am Lenkrad sitzenden Notenbank oder ein technischer Defekt leicht zu einem Absturz über den Fahrbahnrand führen könnte. Zu den weiteren Gesundheitsrisiken für die Insassen zählen zudem Ansteckungsgefahren, denn aktuell scheint sich wieder eine Corona-Welle auszubreiten. Die Chancen auf eine nach oben gerichtete Abzweigung für die Konjunktur werden jedenfalls immer geringer.

Ende Mai und Anfang Juni machte sich an den US-Börsen die Hoffnung breit, dass die US-Notenbank ab September eine Leitzinserhöhungspause einlegen und die Wirkung der bisherigen geldpolitischen Straffung abwarten könnte. Mit der Veröffentlichung der Inflationsrate für Mai in Höhe von 8,6 % platzten diese Überlegungen wie eine Seifenblase in der Sonne. Sie gründeten vor allem auf der Vorstellung, wonach der Zenit der Inflationsentwicklung bereits im März als erstem vollen Monat des Ukraine-Kriegs erreicht worden sein könnte, was aber mit dem Anstieg der Teuerung im Mai auf ein neues 40-Jahreshoch widerlegt wurde.

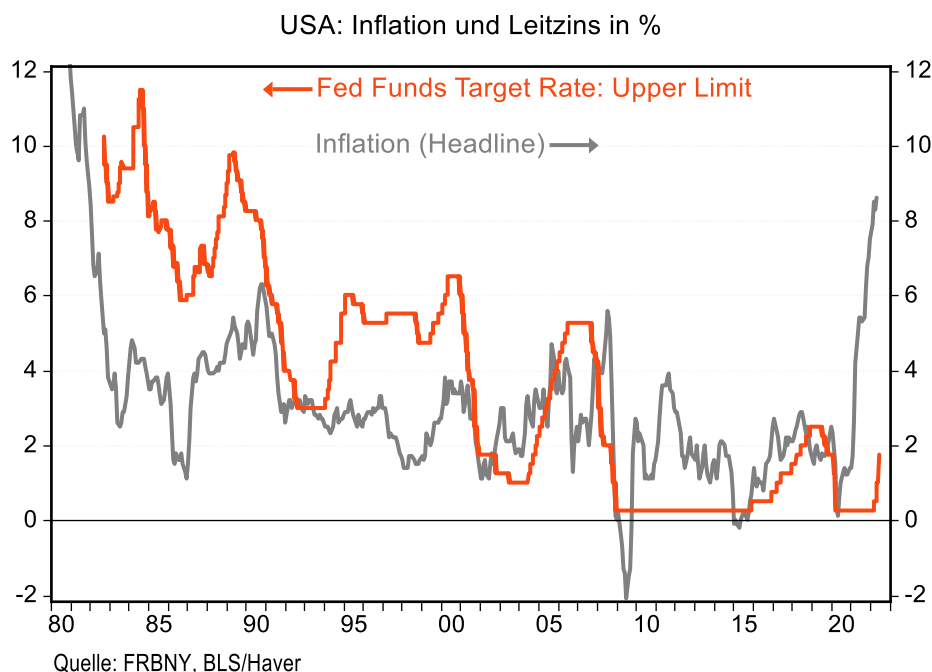
Der Markt möchte die straffere Geldpolitik nicht wahrhaben,...

Die geschilderte Episode scheint jedoch kein einmaliges Ereignis zu sein. In den letzten Tagen und Wochen waren an den Märkten diverse Wiederholungen mit leicht geändertem Drehbuch zu erleben. Zum einen war nach negativ ausgefallenen Konjunkturdaten immer wieder von der Hoffnung zu hören, dass die Fed bei einer ohnehin zügigen Abkühlung der Konjunktur nicht mehr zu deutlichen Leitzinserhöhungen greifen müsse. Zum anderen verlagerte sich die Aufmerksamkeit etwas in das Jahr 2023, für das der Terminmarkt zumindest ab ungefähr dem Frühjahr bereits wieder Leitzinssenkungen einpreist.

...und schwelgt in Überlegungen über niedrige Leitzinsen,...

Aus Perspektive der Mitglieder des Offenmarktausschusses der Notenbank dürften solche Überlegungen bestenfalls zweitrangig sein. Angesichts der hartnäckig hohen Inflation und dem weiterhin leergefegten Arbeitsmarkt, der Zweit- und Drittrundeneffekte begünstigt, kommt es jetzt auf zügiges Handeln an, damit sich die erhöhten Inflationserwartungen nicht verfestigen. Der Zinsschritt um 75 Basispunkte auf der jüngsten Sitzung des Offenmarktausschusses vom 15. Juni wurde von Fed-Chef Powell unter anderem mit gestiegenen Inflationserwartungen in der Bevölkerung begründet. Kurz zuvor hatte die Universität Michigan im Rahmen ihrer Verbraucherbefragung ein Anstieg der Einschätzung über die Inflation in fünf bis zehn Jahren von 3,0 % auf 3,3 % festgestellt. Der Wert wurde zwar später auf 3,1 % nach unten revidiert, aber angesichts einer aktuellen Inflationsrate von weit über 8 % würde ein nachhaltiger Anstieg der Erwartungen in den kommenden Monaten nicht überraschen. Für die Fed geht es deshalb darum, keine Zeit zu verlieren. Je später die Inflationsbekämpfung vorgenommen wird, desto schwerer ist es, Erfolge zu erzielen.

...doch die Fed muss an der Zinsschraube drehen,...



Gemessen an der riesengroßen Schere, die sich zwischen der aktuellen Inflationsrate und dem Leitzins geöffnet hat, befindet sich die Notenbank jedenfalls weit „behind the curve“ (siehe Grafik oben). Vor diesem Hintergrund und der am 27. Juli anstehenden nächsten Zinssitzung mehrten sich zuletzt die Stimmen aus dem Offenmarktausschuss, die für weitere kräftige Leitzinserhöhungen plädieren. So unterstützt Gouverneur Christopher Waller „definitiv“ einen weiteren Zinsschritt um 75 Basispunkte und James Bullard von der regionalen Notenbank von St. Louis gab zu Protokoll, dass 75 Basispunkte „viel Sinn machen“ würden.

...was auch von den FOMC-Mitgliedern so gesehen wird.

Aber selbst „nur“ ein „großer Zinsschritt“ um 50 Basispunkte bedeutet ein beträchtliches Tempo. Auf der Pressekonferenz der letzten Notenbanksitzung bezeichnete Fed-Chef Jerome Powell diesen Fall als eher wahrscheinlich. Gegenwärtig wird am Markt jedenfalls eine Anhebung um 75 Basispunkte eingepreist und bis zur letzten Sitzung des Offenmarktausschusses in diesem Jahr am 14. Dezember noch weitere Schritte um 100 Basispunkte. Die Federal Funds Target Rate würde dann bei 3,25 % bis 3,50 % stehen.

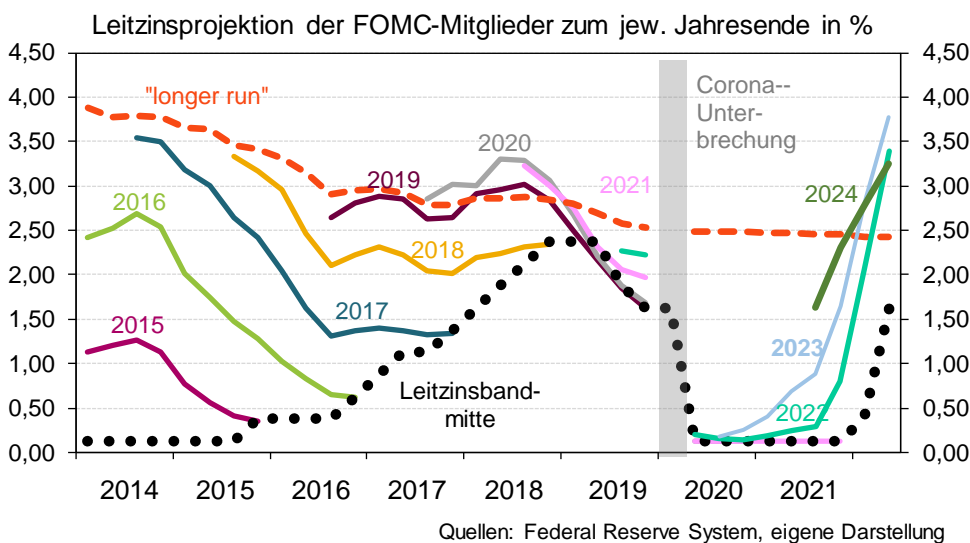
Leitzinserhöhungen um 175 Punkte bis Jahresende sind eingepreist.

Sofern die aktuellen Erwartungen des Terminmarktes zutreffen werden, dann wäre der Hochpunkt des gegenwärtigen Leitzinserhöhungszyklus übrigens schon wie vorhin angedeutet im Frühjahr 2023 mit einem um weitere 25 Basispunkte höheren Zinssatz erreicht.

Für 2023 wird nur mit einem kleinen Schritt gerechnet,...

Diese Größenordnungen decken sich weitgehend mit den Prognosen der FOMC-Mitglieder, die einmal pro Quartal für den sogenannten Dot Plot-Chart erhoben werden. Die nachfolgende Grafik zeigt die Entwicklung dieser Einschätzungen im Ablauf der letzten Jahre. Gut erkennbar an der türkisenen Linie in der rechten Bildhälfte ist der sprunghafte Anstieg der Erwartungen für den Stand des Leitzinses am Jahresende 2022. Vor einem halben Jahr betrug der prognostizierte Mittelwert für das Zinsband noch 0,81 %. Im März betrug dieser Werte bereits 2,05 %, und bei der jüngsten Dot Plot-Veröffentlichung Mitte Juni lag er bei 3,39 %.

...wobei sich Markterwartungen und Einschätzungen der FOMC-Mitglieder decken.



Die Grafik zeigt auch, dass für das Jahr 2023 keine übergroßen Veränderungen mehr zu erwarten sind. Mit einer durchschnittlichen Schätzung des Leitzinsbandmitte von 3,78 % liegen die FOMC-Mitglieder allerdings etwas über den Markterwartungen, die, wie oben ausgeführt, wieder einen Rückgang aufgrund der sich bis dahin eintrübenden Konjunktur beinhalten. Dieser ist im Dot Plot-Chart erst für 2024 vorgesehen.

Dies gilt auch für 2023!

In früheren Zyklen sorgte die Fed für ein Leitzinsniveau deutlich oberhalb der Inflationsrate (siehe Chart vorige Seite). Warum dies im aktuellen Fall nicht geplant wird, lässt sich übrigens ebenfalls aus den Prognosen der FOMC-Mitglieder herauslesen. Neben den Angaben zum Leitzins wird regelmäßig eine Einschätzung zum Zinssatz abgefragt, der langfristig für die Wirtschaft angemessen wäre („longer run“). Dieser Wert kann ungefähr als neutraler Gleichgewichtszins betrachtet werden, also als diejenige Leitzinshöhe, bei der die Notenbank weder konjunkturstimulierend noch restriktiv wirkt. Jener Wert sank in den 2010er Jahren deutlich, aber er blieb in der jüngeren Vergangenheit nahezu unverändert bei etwa 2,4 %. Gemäß den Vorstellungen der Mitglieder des Offenmarktausschusses führt also bereits ein über diesem Wert liegender Leitzins zu einer Dämpfung des Wirtschaftslebens und damit inflationssenkend, und mit der Erhöhung auf der nächsten Notenbanksitzung dürfte dieses Niveau bereits erreicht werden. Hinzu kommt der Abbau der Notenbankbilanz (siehe Mai-Ausgabe des Kapitalmarktberichts USA), der parallel verläuft.

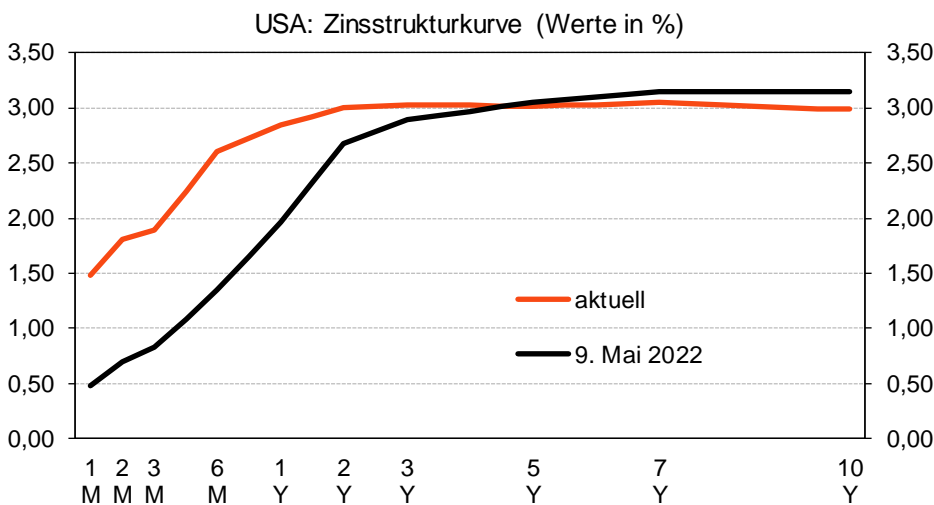
Der Leitzins dürfte nach Einschätzung der Fed bald restriktiv wirken.

Der Fed ist weiterhin fest entschlossen, die vollkommen aus dem Ruder gelaufene Inflation durch höhere Leitzinsen und einen Bilanzabbau wieder unter Kontrolle zu bekommen. Und angesichts einer hartnäckigen Teuerung im Bereich von 8 % erscheinen manche Spekulationen an den Börsen als reines Wunschdenken, wonach rückläufige Konjunkturindikatoren bei der Fed zu einer milderen Haltung führen würden. Eine Abkehr von der restriktiven Geldpolitik wird es erst geben, wenn sich die Inflationsrate und insbesondere die Kerninflation spürbar in den Bereich des Notenbankziels von 2 % zurückbewegen werden, sofern nicht zwischenzeitlich der Arbeitsmarkt kollabiert. Dieses Ziel dürfte nicht ohne eine massive Eindämmung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage erreichbar sein, so dass bis dahin noch einige Monate vergehen werden.

Rentenmarkt

Die Geldpolitik hat seit der Veröffentlichung unseres letzten Kapitalmarktberichtes USA an den Rentenmärkten erneut deutliche Spuren hinterlassen. Am sogenannten kurzen Ende der Zinsstrukturkurve stiegen die Renditen deutlich an, beispielsweise im Bereich 1-monatiger Leihen um rund 100 Basispunkte (siehe Grafik unten). Das lange Ende dreht dagegen per Saldo sogar minimal nach unten, woraus sich die bereits oben angesprochene Invertierung der Zinsstruktur bei einem Vergleich von 2-jährigen Papieren mit 10-jährigen Papieren ergibt. Selbst 3-jährige und 7-jährige Papiere rentieren aktuell fast auf dem gleichen Niveau.

Zuletzt deutlicher Zinsanstieg am kurzen Ende beobachtbar,...



Quellen: Haver Analytics, eigene Darstellung

Der stichtagsbezogene Vergleich verdeckt etwas die massive Volatilität am Rentenmarkt in den vergangenen zwei Monaten. So fiel die Rendite 10-jähriger Treasuries von 3,20 % bei ihrem vorläufigen Höhepunkt am 9. Mai um rund 50 Basispunkte auf 2,70 % am Ende des Wonnemonats. In der ersten Junihälfte kletterte sie dann aber kräftig und erreichte ein neues Verlaufshoch bei 3,50 %. Dieser Anstieg stand in Zusammenhang mit der Veröffentlichung des Mai-Wertes der Inflation, der wie berichtet höher ausfiel als erwartet.

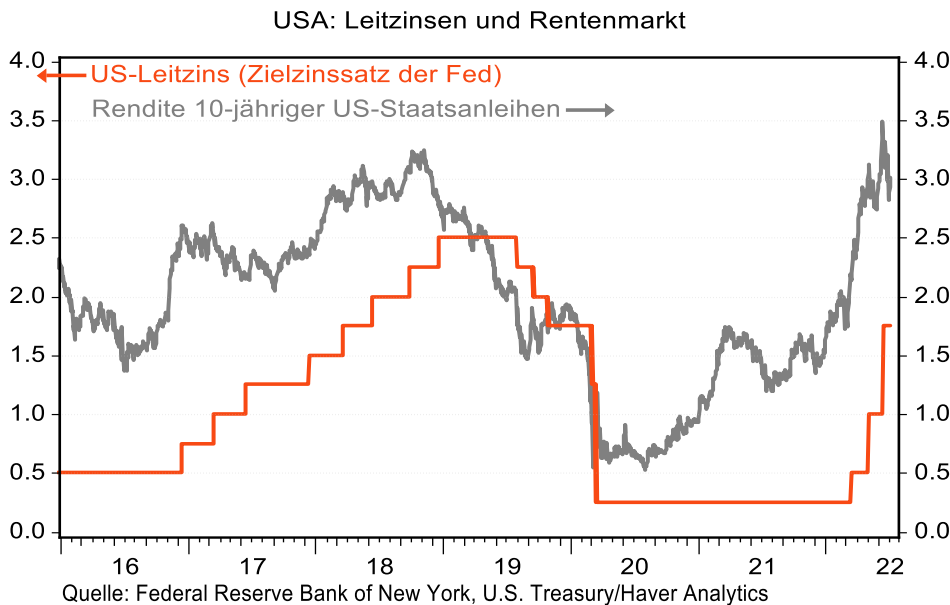
...sowie Volatilität am langen Ende.

Die zweite Junihälfte brachte wieder einen Rückgang auf das Ausgangsniveau bei 2,70 %, und vor dem Hintergrund des Wiederanstiegs in dieser Woche, der zuletzt durch die Veröffentlichung des Arbeitsmarktberichtes mit einer unverändert

10-jährige Papiere mit Schulter-Kopf-Schulter-Formation,...

niedrigen Arbeitslosenquote von 3,6 % befeuert wurde, scheint es, als würde der Chart demnächst eine sogenannte Schulter-Kopf-Schulter-Formation ausbilden (siehe Grafik unten, rechter Bildrand). Eine solche Konstellation gilt zumindest in der Charttechnik als Indiz für eine Umkehr des Trendes, hier also für einen Rückgang der Renditen in den kommenden Monaten.

...was auf eine Renditetrendwende hindeutet,...



Fundamental lässt sich ein mittelfristiger Rückgang der Renditen durch zwei Überlegungen rechtfertigen. Erstens dürfte sich das Bewusstsein für die Eintrübung der Konjunkturaussichten demnächst in den Köpfen der Marktteilnehmer verfestigen. Dann werden vermutlich wieder „sichere Häfen“ als Kapitalanlage und insbesondere Staatsanleihen gefragt sein, was die Renditen langlaufender Anleihen tendenziell schmälert. Zweitens haben die 10-jährigen Papiere wie ausgeführt mit 3,50 % bereits ein Renditeniveau im ungefähren Bereich des voraussichtlichen Höchststandes der Leitzinsen erreicht. In vergangenen Zyklen endete dort die Aufwärtsbewegung. Der ebenfalls in der obigen Grafik sichtbare Zinserhöhungszyklus bis Ende 2018 bildet insofern eine Ausnahme. Damals lagen die Renditen rund 70 Basispunkte über dem Leitzinsniveau.

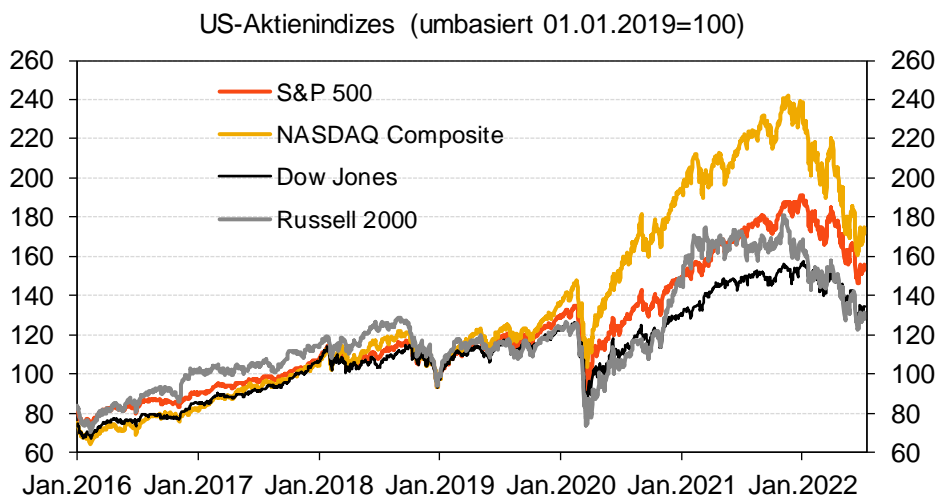
...die sich fundamental rechtfertigen lässt.

Die Leitzinserhöhungen sowie die Aussicht auf weitere Zinsschritte sorgten für eine Invertierung der Zinsstruktur in den USA. Während weitere Renditeanstiege im Bereich kurzlaufender Papiere vorprogrammiert sind, könnte der zyklische Höhepunkt der Aufwärtsbewegung am langen Ende der Zinsstruktur möglicherweise bereits hinter uns liegen. In den kommenden Monaten dürfte die Suche nach „sicheren Häfen“ die Anleihekurse tendenziell stützen. Zwei Aspekte sprechen allerdings gegen einen plötzlichen und starken Renditerückgang und eher für eine allmähliche Seitwärtsbewegung bis zum Jahresende. Zum einen dürfte die Inflation zunächst auf einem erhöhten Niveau bleiben. Am nächsten Mittwoch werden die Zahlen für Juni veröffentlicht, und am Markt wird sogar mit einem Anstieg des Wertes von 8,6 % auf 8,8 % gerechnet. Zweitens wirkt die US-Notenbank mit ihrem Bilanzabbau renditestützend.

Aktienmarkt

In der jüngsten Ausgabe des Kapitalmarktberichtes hatten wir ausdrücklich vor dem schwierigen Umfeld für die Aktienmärkte gewarnt und zudem die Saisonalität als Argument angeführt. Das zu Verkäufen im Mai auffordernde Sprichwort „Sell in May and go away“ bewahrheitete sich jedenfalls, denn die bereits im April begonnene Abwärtsbewegung der Indizes setzte sich im Mai fort und nach einer Zwischenerholung Ende des Monats beziehungsweise Anfang Juni ging es Mitte Juni noch einmal kräftig abwärts. Der wichtigste Grund hierfür war die bereits mehrfach angesprochene Veröffentlichung des Inflationswertes für Mai in Höhe von 8,6 %, womit alle Hoffnungen auf eine Leitzinserhöhungspause platzten. Und obwohl die Märkte seitdem erneut einen Erholungsversuch starteten, ist die Bilanz verheerend. Seit Jahresanfang verlor der Dow Jones in US-Dollar 13,8 %, der S&P 500 18,1 %, der NASDAQ Composite 26,5 % und der Russell 2000 gab um 21,1 % nach. Die zuletzt etwas gestiegenen Kurse reduzierten aber immerhin das Minus seit der Veröffentlichung des letzten Kapitalmarktberichtes USA auf rund 3 % beim Dow Jones und S&P 500, während der NASDAQ Composite und der Russell 2000 ihre Stände ungefähr halten konnten.

Die Aktienmärkte entwickelten sich im 1. Halbjahr äußerst schlecht,...



Quelle: Haver Analytics, eigene Darstellung

Dass insbesondere die Technologieaktien nicht weiter nachgaben, kann mit dem starken Absturz dieser Titel in den letzten Monaten und teilweise auch schon im vergangenen Jahr erklärt werden. So erscheinen manche Aktien gemessen an ihren früheren Bewertungen wieder günstig, und vereinzelt kann charttechnisch sogar von einer Art Bodenbildung gesprochen werden.

...doch manche Aktien erscheinen wieder günstig,...

Doch sind diese Aktien wirklich schon günstig? Der Kursrückgang der letzten Monate war vor allem durch den tatsächlichen und den prognostizierten Renditeanstieg verursacht. Mit höheren Zinsen zur Abdiskontierung der erst in der fernen Zukunft vermuteten Unternehmensgewinne kam ein Bewertungsdruck auf. Exorbitant hohe Kurs/Gewinn-Verhältnisse (KGV), wie sie noch im Höhenflug 2020 und 2021 akzeptiert wurden, erschienen plötzlich als zu gewagt. Insofern setzte eine Bewertungscontraktion ein. Etwas anschaulicher wird diese Aussage mit Blick auf die Zahlen. So reduzierte sich das KGV des S&P 500 von Werten um 22 im vergangenen Jahr auf zuletzt etwa 17, womit auch der langjährige Durchschnitt wieder erreicht wurde. Ähnliches gilt für die anderen Indizes.

...da die Bewertungen gesunken sind.

Vor diesem Hintergrund wäre es möglich, zu behaupten, dass der US-Aktienmarkt aktuell zwar nicht günstig, aber immerhin wieder fair bewertet wäre. Tatsächlich droht in den kommenden Monaten aber neues Ungemach. Auf den Rückgang der Bewertung der Aktien könnten nämlich Gewinnrevisionen folgen. Das KGV der Aktienindizes berücksichtigt nämlich zu Teilen Gewinnsteigerungen der Unternehmen in der Zukunft, die angesichts der zu erwartenden Konjunkturabkühlung immer weniger realistisch erscheinen. Für das laufende Jahr werden zum Beispiel für die im S&P 500 enthaltenen Unternehmen Gewinne angenommen, die umgerechnet rund 240 Indexpunkten (bei einem aktuellen Stand von knapp 3.900 Punkten) entsprechen. Sinken diese Gewinnerwartungen und jene für 2023, dann würden die KGVs der Aktien automatisch auf ein wieder höheres Niveau ansteigen. Realistisch ist aber eher der umgekehrte Weg eines weiterhin moderaten oder niedrigen KGVs, was durch sinkende Aktienkurse möglich wird.

In den kommenden Monaten drohen Gewinnrückgänge der Unternehmen.

Der Aktienmarkt bereitete in den letzten Monaten wenig Freude, und die Perspektiven für die vor uns liegende Zeit haben sich zuletzt zumindest aus volkswirtschaftlicher Sicht nicht aufgehellt. Auch wenn zwischenzeitliche Bärenmarktrallyes Optimismus versprühen und an den Märkten über Leitzinssenkungen im Jahr 2023 orakelt wird, bleibt die Lage relativ klar: Die Inflationsraten sind bis auf weiteres hartnäckig hoch, so dass sich die Notenbank zu großen Zinsschritten gezwungen sieht. Das Ziel ist eine Abkühlung der Konjunktur, die möglicherweise sogar in eine Rezession mündet. Für die Aktienmärkte bedeutet dies weiterhin Gegenwind.

Prognoseübersicht

G3 (+UK) Konjunkturindikatoren und Wechselkurse

	Reales BIP Wachstum (%)					Inflation (CPI) ¹					Arbeitslosenquote (%) ¹				
	2018	2019	2020	2021	2022e	2018	2019	2020	2021	2022e	2018	2019	2020	2021	2022e
EWU	1,9	1,4	-6,5	5,3	2,75	1,8	1,2	0,3	2,6	7,0	8,2	7,6	8,0	7,7	7,0
- Deutschland	1,1	1,1	-4,9	2,9	1,7	1,7	1,4	0,5	3,1	7,2	5,2	5,0	5,9	5,7	5,0
UK	1,3	1,4	-9,7	7,4	3,5	2,5	1,8	0,9	2,6	7,0	4,1	3,8	4,5	4,6	4,0
USA	2,9	2,3	-3,4	5,7	2,5	2,4	1,8	1,2	4,7	8,0	3,9	3,7	8,1	5,4	3,8
Japan	0,6	0,0	-4,7	1,7	1,6	1,0	0,5	0,0	-0,2	1,4	2,4	2,4	2,8	2,8	2,5

	Leistungsbilanz (% des BIP)					Budgetsaldo (% des BIP)					Wechselkurs (US\$) ²				
	2018	2019	2020	2021	2022e	2018	2019	2020	2021	2022e	2018	2019	2020	2021	2022e
EWU	3,0	2,4	2,2	2,6	2,7	-0,5	-0,6	-7,2	-7,7	-3,4	1,15	1,12	1,22	1,14	1,13
- Deutschland	7,8	7,4	6,9	6,8	6,9	1,9	1,5	-4,3	-6,8	-1,8	-	-	-	-	-
UK	-3,7	-3,1	-3,7	-3,4	-3,4	-2,2	-2,3	-12,5	-11,9	-5,6	1,28	1,30	1,37	1,35	1,29
USA	-2,1	-2,2	-2,9	-3,5	-3,5	-5,4	-5,7	-14,9	-10,8	-6,9	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Japan	3,5	3,4	3,3	3,5	3,3	-2,7	-3,1	-10,3	-9,0	-3,9	110	110	103	115	110

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)				
	2018	2019	2020	2021	2022e	2018	2019	2020	2021	2022e
EWU	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	0,75	0,24	-0,19	-0,26	-0,18	2,25
UK	0,75	0,75	0,1	0,25	1,25	1,28	0,82	0,20	0,97	1,75
USA	2,25-2,5	1,5-1,75	0,0-0,25	0,0-0,25	3,25-3,5	2,68	1,92	0,91	1,51	3,0
Japan	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,03	0,0	0,04	0,07	0,2

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 20	Q2 20	Q3 20	Q4 20	Q1 21	Q2 21	Q3 21	Q4 21	Q1 22	Q2 22	08.07.
CRB-Index**	121,8	138,0	148,5	167,8	185,0	213,4	228,9	232,4	295,2	291,1	285,1
Ölpreis (Brent)*	22,8	41,2	41,0	51,8	63,5	75,1	78,5	77,8	107,9	114,8	106,0

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.