

Kapitalmarktbericht USA

Nr. 4: Die Fed zwischen Zögerlichkeit und Feinsteuerungshybris



7. Juli 2023

Konjunktur und Geldpolitik: Die US-Wirtschaft zeigt sich weiterhin erstaunlich robust, was zuletzt an einem Wiederanstieg des Verbrauchervertrauens und jüngst an einem sehr hohen Stellenaufbau im Juni gemäß Zahlen von ADP sichtbar wurde. Auf der anderen Seite machen sich die Leitzinserhöhungen immer deutlicher in Form gesunkener Einkaufsmanagerindizes für das verarbeitende Gewerbe bemerkbar. Die Kerninflation präsentiert sich derweil hartnäckig hoch, und die US-Notenbank deutete nach einer Leitzinserhöhungspause im Juni mindestens eine weitere Erhöhung um 25 Basispunkte auf der nächsten Sitzung am 26. Juli an.

Rentenmarkt: Die falkenhaften Kommentare der US-Notenbank sowie das Ausbleiben weiterer Probleme am Bankenmarkt nach der Krise im März sorgten in den letzten Wochen für einen Renditeanstieg, der Staatsanleihen mit kurzer Laufzeit überdurchschnittlich beeinflusste. Die Zinsstrukturkurve ist mittlerweile stark invers, was in der Vergangenheit regelmäßig auf eine bevorstehende Rezession hindeutete.

Aktienmarkt: Bis Ende Juni wurden die Aktienmärkte vor allem von dem Hype um „Künstliche Intelligenz“ getrieben, während andere Branchen kaum gefragt waren. Der Anstieg der Kurse großer Technologiekonzerne trägt mittlerweile Züge vergangener Spekulationsblasen. Im Zuge der bevorstehenden Berichtssaison für das 2. Quartal könnten insbesondere die Konsumgüterhersteller, die von hohen Verkaufspreisen profitieren, für positive Überraschungen sorgen.

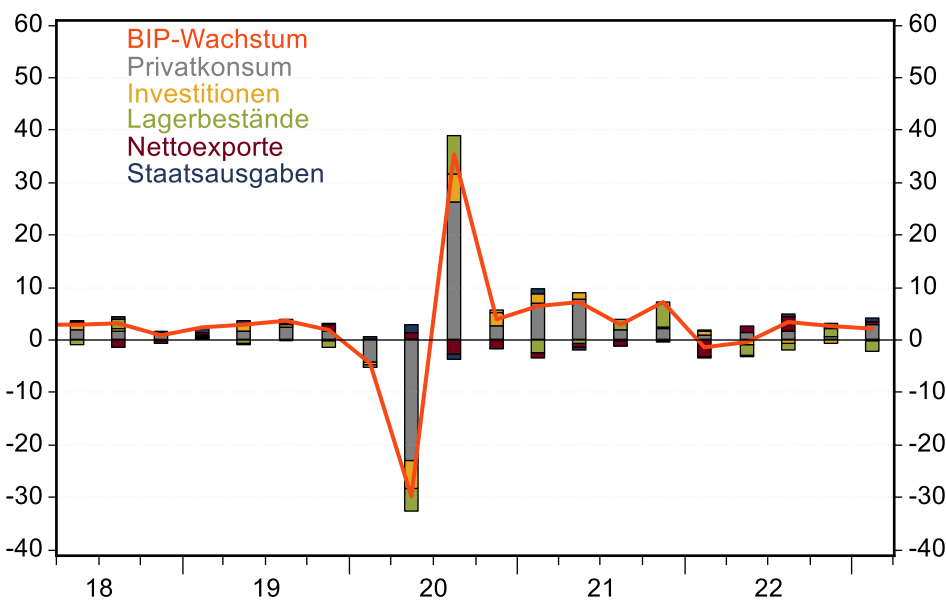
- Dr. Torsten Gruber
- Dr. Thorsten Proettel
- Bernhard Spitz

Konjunktur und Geldpolitik

In den vergangenen zwei Monaten seit der Veröffentlichung der letzten Ausgabe des Kapitalmarktberichtes USA änderte sich an den grundlegenden konjunkturellen Gegebenheiten nur wenig. Einerseits präsentieren sich verschiedene Kennziffern und Indikatoren weiterhin sehr robust. Auf der anderen Seite ist angesichts der zeitlichen Wirkungsverzögerung der seit mehr als einem Jahr deutlich strafferen Geldpolitik mit deren kontraktiven konjunkturellen Folgen zu rechnen, die sich zumindest vereinzelt bereits zeigen. Zuletzt überwogen noch relativ positive Schlagzeilen, denn die Höhe des Wirtschaftswachstums im 1. Quartal 2023 wurde von anfänglich gemeldeten 1,1 % auf 1,3 % nach oben revidiert und bei der finalen Berechnung sogar mit einer annualisierten Rate von 2,0 % ausgewiesen. Während sich Deutschland in einer technischen Rezession befand, wuchs die US-Wirtschaft also relativ auskömmlich, wenngleich die USA in den beiden Vorquartalen mit 3,2 % und 2,6 % noch höhere Werte erreicht hatten.

Die US-Wirtschaft wuchs im 1. Quartal um annualisiert 2,0 %,...

USA: BIP-Quartalsveränderungsrate Wachstumsbeiträge in Prozentpunkten



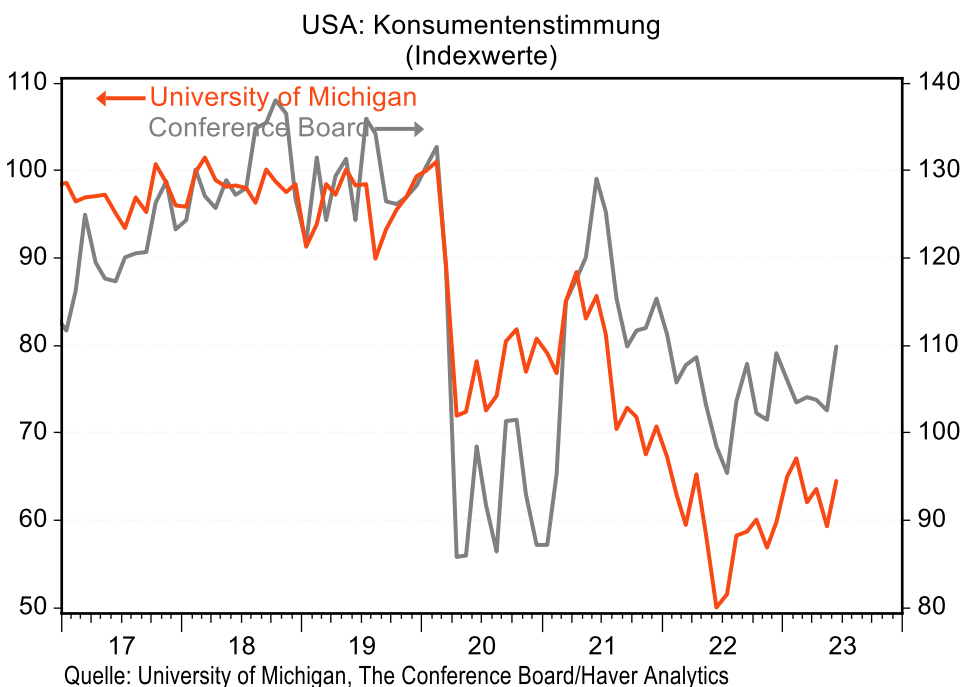
Quelle: Bureau of Economic Analysis/Haver Analytics

Der wichtigste Wachstumstreiber war einmal mehr der private Konsum, der mit 2,8 Prozentpunkten zum Gesamtergebnis beitrug. Positiv wirkten sich zudem gestiegene Nettoexporte (0,6 Prozentpunkte) sowie höhere Staatsausgaben (0,9 Prozentpunkte) aus, während die Investitionen der Unternehmen nun schon das vierte Quartal in Folge auf dem Ergebnis lasteten (-0,1 Prozentpunkte). Außerdem machte sich die Veränderung der Lagerbestände (-2,1 Prozentpunkte) wachstumsbremsend bemerkbar. Seine Bestätigung findet dieser Umstand in den Quartalsberichten verschiedener Industrieunternehmen aus eher zyklischen Branchen wie beispielsweise der Chemie. Demnach war die Auftragslage zuletzt deshalb rückläufig, da viele Kunden angesichts der Erwartung einer Konjunkturabschwächung zunächst ihre vollen Lagerbestände abbauen möchten.

...dank eines steigenden Konsums.

Die grundsätzlich nicht ungünstige Verfassung der Konsumenten lässt sich auch am Verbrauchervertrauen ablesen. Die entsprechenden Indizes des Conference Board und der Universität Michigan gaben im Mai vorübergehend vor dem Hintergrund des Parteienstreits über die Anhebung des Schuldenobergrenze für den Bundeshaushalt nach, denn vielen Staatsangestellten hatte unbezahlter Zwangsurlaub gedroht. Aber der Juni brachte deutliche Anstiege (siehe Grafik unten). Der Index des Conference Board stieg auf 109,7 Punkte und damit auf den höchsten Stand seit Januar 2022. Das Pendant der Universität Michigan verbesserte sich immerhin auf 64,9 Punkte, womit der höchste Wert seit Februar dieses Jahres markiert wird. Die Niveaus befinden sich damit zwar immer noch weit unterhalb der Werte aus der Vor-Corona-Zeit, aber gemessen an den Tiefständen von Mitte 2022 hat sich ein gewisser Puffer aufgebaut.

Das Verbrauchervertrauen verbesserte sich zuletzt,...



Der Anstieg des Verbrauchervertrauens beruht nicht nur auf der Beilegung des Schuldenstreits, sondern ganz grundsätzlich auf den aus Arbeitnehmersicht immer noch sehr vorteilhaften Arbeitsmarkt mit vielen offenen Stellen und üppigen Lohnsteigerungen sowie der zuletzt etwas weniger hohen Teuerung. So bewegt sich der Preis für eine Gallone Benzin (3,8 Liter) nach Angaben der American Automobile Association bereits seit mehreren Monaten leicht oberhalb von 3,50 US-Dollar (circa 87 Euro-Cent pro Liter) seitwärts. Vor einem Jahr mussten dagegen noch gut 4,50 US-Dollar gezahlt werden.

...da die Privathaushalte bei den Energiepreisen entlastet werden,...

Die Arbeitslosenquote stieg mit der jüngsten Veröffentlichung für den Monat Mai zwar von 3,4 % auf 3,7 %. Von einer Trendwende auf dem Arbeitsmarkt kann jedoch nicht wirklich gesprochen werden. In der jüngeren Vergangenheit gab es schon mehrfach ähnliche Schwankungen, denen eine fundamentale Begründung fehlte, und die möglicherweise auf ein „statistisches Rauschen“ durch das Erhebungsverfahren mit zufälligen Telefonanrufen zurückgehen könnten. Das absolute Niveau der Arbeitslosigkeit blieb jedenfalls auch im jüngsten Berichtsmonat gering, und die wöchentlich gemeldeten Erstanträge auf Arbeitslosenhilfe bewegten sich zuletzt mit durchschnittlich ungefähr 240.000 auf einem in Relation zu 2022 zwar leicht erhöhten, aber insgesamt noch sehr moderatem Niveau.

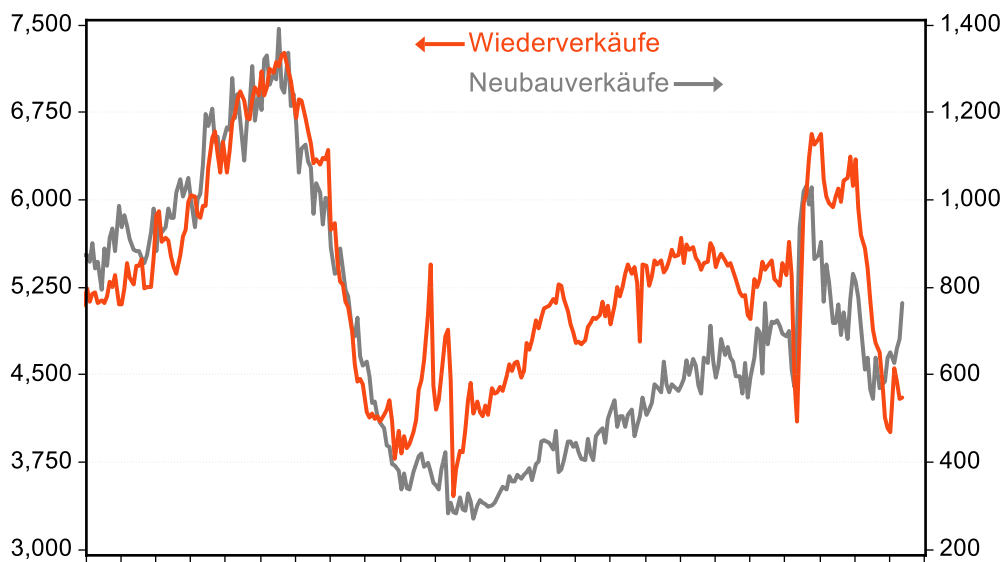
...und die Arbeitslosigkeit weiterhin niedrig ausfällt.

Nähere Einsichten wird die Veröffentlichung des Arbeitsmarktberichtes an diesem Freitag ermöglichen.

Unterdessen sendet der US-Immobilienmarkt weiterhin gemischte Signale aus. Die Wiederverkäufe von gebrauchten Wohnimmobilien bewegten sich im Mai mit auf das Jahr hochgerechnet 4,3 Mio. auf dem niedrigen Niveau der Corona-Krise beziehungsweise der Weltfinanzkrise vor rund 15 Jahren. Auf der anderen Seite kletterten die Neubauverkäufe auf 763.000 und damit in den Bereich, der unmittelbar vor der Corona-Krise als Maximum erreicht wurde (siehe Grafik). Am Markt wird diese gegensätzliche Entwicklung mit dem Unwillen der Altbesitzer von Wohnhäusern erklärt, diese nach dem Zinsanstieg und angesichts rückläufiger Immobilienpreise anzubieten, da ihre Preisvorstellungen auf dem Zenit zur Jahreswende 2021/22 stehengeblieben seien. Demnach bliebe den Käufern nur, sich um Neubauten zu bemühen. Die Absicht der US-Notenbank, die Konjunktur zur Inflationsabsenkung abzukühlen, wird damit natürlich konterkariert.

*Die Bauwirtschaft
verzeichnet eine hohe
Nachfrage,...*

US-Immobilienmarkt: Verkaufte Neubauten und Wiederverkäufe (in Tsd.)

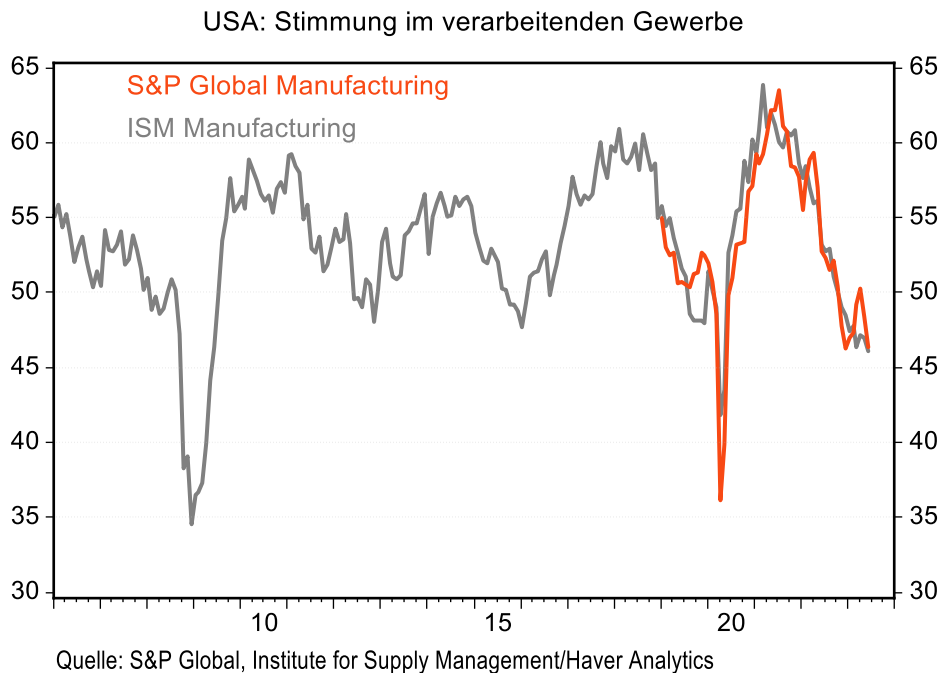


Quelle: National Association of Realtors, Census Bureau/Haver Analytics

Zu den eindeutig negativen Entwicklungen der US-Konjunktur gehört der fortgesetzte Rückgang der Einkaufsmanagerindizes für das verarbeitende Gewerbe. Mit der an diesem Montag erfolgten Bekanntgabe des Indexstandes für Juni erreichte das Stimmungsbarometer des Institute for Supply Management (ISM) mit 46,0 Punkten den niedrigsten Wert seit Mai 2020 (siehe unten). Der Index befindet sich damit schon den achten Monat in Folge unterhalb der Expansionsschwelle von 50 Punkten. An dieser Stelle ist eine kleine Relativierung einzufügen, denn zur Indexberechnung werden die Einkaufsmanager unter anderem nach der Entwicklung der zu zahlenden Preise für Vorleistungen gefragt. Höhere Preise stehen in der Logik des Indexkonzeptes für eine wirtschaftliche Belebung, weshalb sie zu höheren Ständen führen und umgekehrt. Der Inflations Schub der Jahre 2021 und 2022 sorgte deshalb für einen unverhältnismäßig aufgeblähten Einkaufsmanagerindex, während die Disinflation der letzten Monate, insbesondere aufgrund rückläufiger Energiepreise, die Einkaufsmanagerindizes belastet und schlecht aussehen lässt. Nichtsdestotrotz ist die Tendenz in diesem Wirtschaftsbereich

*...während die
Stimmung im
verarbeitenden
Gewerbe einbricht.*

mehrheitlich nach unten gerichtet. Die Indizes kündigen immer stärker eine kommende Rezession an.



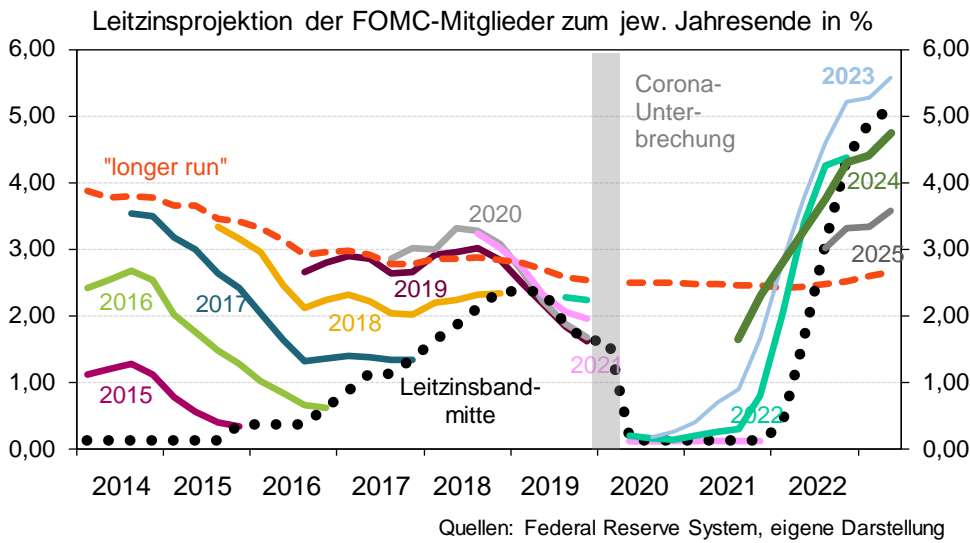
Die US-Konjunktur zeigt Abkühlungstendenzen, und dies ist vor allem im verarbeitenden Gewerbe der Fall. Aber grundsätzlich hält sie sich weiterhin erstaunlich robust. Die von uns nicht zuletzt aufgrund des Leitzinsanstieges erwartete leichte Rezession ist jedoch nicht aufgehoben, sondern nur zeitlich aufgeschoben, insbesondere wenn die Notenbank weiterhin an der Zinsschraube dreht.

Die jüngste Sitzung des zinsentscheidenden Offenmarktausschusses der US-Notenbank (FOMC) Mitte Juni sorgte an den weltweiten Kapitalmärkten für einen kleinen Schock. Zwar wurde das Zielband für den Geldmarktsatz unverändert bei 5,00 % bis 5,25 % belassen. Allerdings war die einmal pro Quartal anstehende Veröffentlichung neuer Projektionen fällig, und demnach halten nur zwei von 18 FOMC-Mitgliedern das gegenwärtige Leitzinsniveau für angemessen. Dagegen plädieren 16 Mitglieder für etwas höhere Zinsen zum Jahresende 2023, was sich in die Notwendigkeit von zwei weiteren Zinsschritten um je 25 Basispunkte umrechnen lässt (siehe Grafik nächste Seite). Die von uns an dieser Stelle schon vielfach in der Vergangenheit kritisierte Erwartung des Marktes über Leitzinssenkungen in der zweiten Jahreshälfte 2023 wurde damit erneut als reines Wunschdenken entlarvt.

Die nun höheren Leitzinsprojektionen für das Jahresende dürften einerseits auf die Einsicht zurückzuführen sein, dass die Bankenkrise in den USA ab März die Kreditvergabe weit weniger stark als erhofft einschränkt. Zweitens zog die Krise bislang keine weiteren Kreise. Deshalb scheint wohl auch keine übergroße Rücksichtnahme mehr notwendig zu sein.

Der Offenmarktausschuss hält den Leitzins für zu niedrig,...

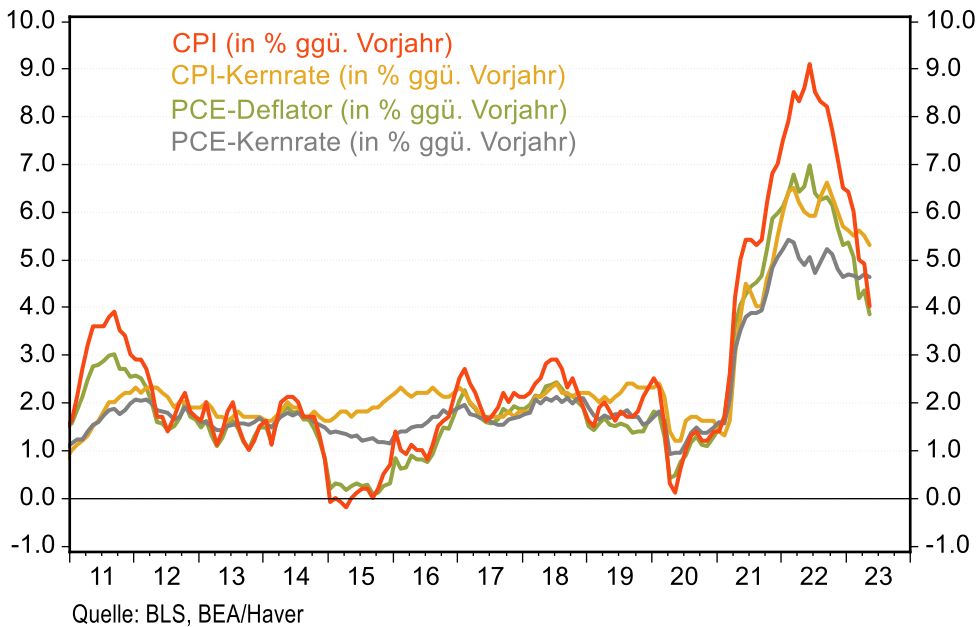
...und die Bankenkrise stellt kein Hindernis mehr dar.



Andererseits hat sich die Konjunktur wie oben ausgeführt weit weniger stark abgekühlt, sodass die Fed einen Grund hat, die Leitzinsschraube weiter anzuziehen. Und darüber hinaus gestaltet sich die Phase des angestrebten Inflationsrückgangs als außerordentlich zäh. Zwar fiel die üblicherweise im Fokus stehende Headline-Inflationsrate in riesigen Schritten von 6,0 % im Februar auf 5,0 % im März, 4,9 % im April und letztlich 4,0 % im jüngsten Berichtsmonat Mai. Ähnliches gilt für den Deflator der persönlichen Konsumausgaben, der jüngst einen Wert von 3,8 % erreichte. Diese Rückgänge basieren aber vor allem auf statistischen Basiseffekten und den deutlich gesunkenen Energiepreisen.

Die Inflationsraten fallen kräftig,...

USA: Inflationsmaße



Die Kernraten der Inflation bewegten sich hingegen weniger stark. Gemessen am Warenkorb ohne Energie und unverarbeitete Lebensmittel ging es von 5,5 % im Februar unter Schwankungen lediglich auf 5,3 % im Mai nach unten. Auch im Fall des Kern-Deflators der persönlichen Konsumausgaben war der Rückgang ausgehend von 4,7 % im Februar auf nun 4,6 % sehr überschaubar. Das gleiche

...doch die Kerninflation bleibt hartnäckig hoch,...

enttäuschende Bild ergibt sich mit Blick auf die Monatsraten, die zwar volatiler ausfallen, aber einen zeitnahen Eindruck der Entwicklung geben. Beispielsweise stieg der Kerndeflator ohne Energie und unverarbeitete Lebensmittel im Mai um 0,31 % an. Auf das Jahr hochgerechnet sind dies grob 4,6 %, was der Jahresrate entspricht. Ein nachhaltiges Absinken der Teuerung über die Energiepreise hinaus ist aus Sicht der Verbraucher insofern nicht erkennbar.

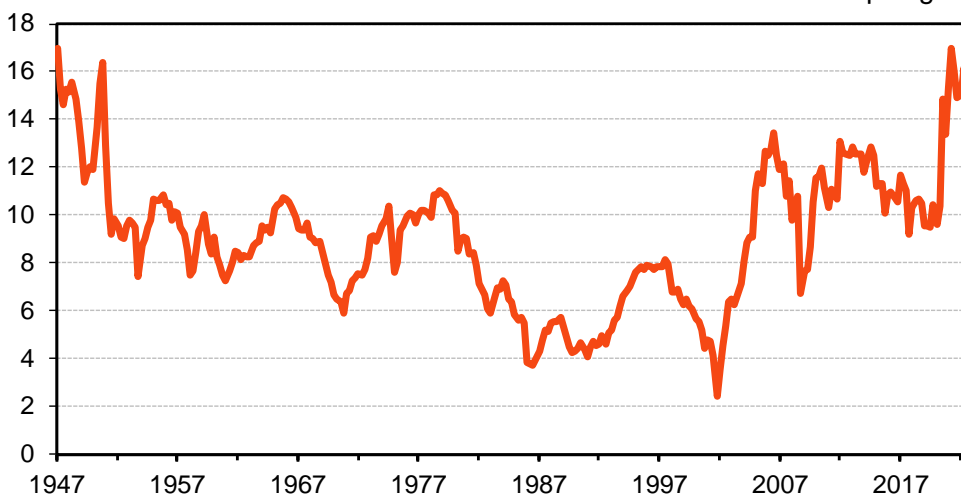
Diese Feststellung soll allerdings nicht bedeuten, dass es hinsichtlich der unterliegenden Inflationskräfte keine Änderungen gab. So sank die Jahresrate der Produzentenpreise auf Endverbraucherebene kräftig von ihrem Zenit bei 11,7 % im März 2022 fast ununterbrochen auf nur noch 1,1 % im Mai 2023. Die Kernrate ging im gleichen Zeitraum von 9,7 % auf 2,8 % zurück, und die jüngste Monatsrate der Kernrate lag mit 0,2 % fast in jenem Bereich, der auf das Jahr hochgerechnet grob zu den Zielvorstellungen der Notenbank über Geldwertstabilität passt.

Das Problem ist bislang, dass sich die rückläufigen Produzentenpreise vereinfacht gesprochen noch nicht an der Supermarktkasse bemerkbar machen. Stattdessen profitieren die Konsumgüterindustrie sowie der Handel. Setzt man die aus der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung bekannten Gewinne der US-Nichtfinanzunternehmen in Relation zu deren Wertschöpfung, dann ergab sich für das 1. Quartal 2023 eine Marge von 13,8 %. Dies ist zwar ein Rückgang gegenüber dem Verlaufshoch von 17,0 % im 2. Quartal 2021, aber nichtsdestotrotz befinden sich die Margen der Unternehmen weiterhin im Bereich der höchsten Stände seit dem Koreakrieg Anfang der 1950er Jahre (siehe Chart unten). Insofern wäre es zur Erreichung des Inflationsziels durchaus förderlich, wenn die Notenbank noch etwas Druck ausüben würde, und der jüngste Dot Plot-Chart ist der Beleg dafür, dass dies bei den Verantwortlichen ähnlich gesehen wird.

...während die Produzentenpreise nur mäßig steigen.

Viele Unternehmen profitieren kräftig von der Inflation,...

Gewinne der US-Nichtfinanzunternehmen in % ihrer Wertschöpfung



Quelle: U.S. Department of Commerce, eigene Berechnung und Darstellung

Die US-Notenbank steht grundsätzlich allerdings vor mehreren Dilemmata, was sie davon abgehalten haben dürfte, auf der letzten Zinssitzung gleich zur Tat zu schreiten: Einerseits machen sich die massiven Leitzinserhöhungen seit Frühjahr 2022 bislang zwar nur sehr zaghaft bemerkbar, aber andererseits gehört eine zeitliche Wirkungsverzögerungen zu den lehrbuchmäßigen Schwierigkeiten geldpolitischer Wendemanöver. Die Notenbank solle sich deshalb nicht verhalten wie

...aber die US-Fed reagiert nur zögerlich.

ein „Fool in the shower“ ist eine in diesem Zusammenhang in den letzten Wochen am Markt häufig verwendete Redewendung. Der Fehler des „Trotzels in der Dusche“ ist das zu starke Aufdrehen des heißen Wassers, anstatt die allmähliche Erwärmung der noch kalten Leitung abzuwarten, weshalb er sich am Ende unnötigerweise verbrüht. Ohne ausreichende Geduld könnte es der Notenbank ähnlich gehen mit der Herbeiführung einer Rezession.

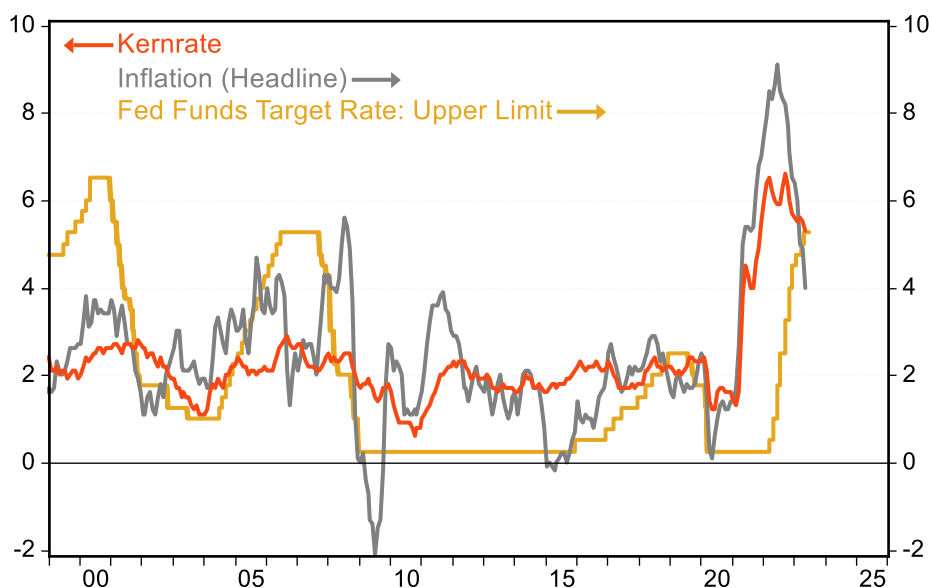
Es ist nicht weiter erklärungsbedürftig, warum die Akteure in Investmentbanken und sonstige Marktteilnehmer eine Rezession vermeiden sehen möchten. Die übergeordnete volkswirtschaftliche Perspektive kommt jedoch zu einem anderen Urteil. Danach geht mit einer Rezession trotz aller damit verbundener Schwierigkeiten eine schöpferische Zerstörung einher, welche die Grundlage für Neues bildet und somit zu mittelfristig höheren Wachstumsraten und auch größerem Wohlstand beiträgt. Rezession führen den Marktteilnehmern zudem die Risiken ihrer Geschäfte vor Augen und können damit auch das Anwachsen größerer Risiken bei nur seltenen und dann aber intensiven Wirtschaftseinbrüchen verhindern helfen.

Insofern und vor dem Hintergrund der sehr niedrigen Arbeitslosigkeit müsste die US-Notenbank vielleicht weniger Bedenken haben und könnte mit etwas beherzteren Zinsschritten den Leitzins ähnlich wie in vergangenen Zyklen auf ein Niveau spürbar oberhalb der Inflationsraten anheben. Die Mitte des Leitzinsspanne von 5,125 % liegt bislang nämlich lediglich im Bereich der Teuerung. Wie oben bereits ausgeführt, lag die Kernrate des Deflators des persönlichen Verbrauchs zuletzt bei 4,6 % und die Kernrate der üblichen Inflationsrate lag mit 5,3 % sogar über dem Leitzins. Von einer wirklich restriktiven Geldpolitik kann angesichts eines auf diese Weise kalkulierten Realzinses im Bereich von Null wohl nicht ernsthaft gesprochen werden. In den beiden Zinserhöhungszyklen Anfang und Ende der 2000er Jahre lag der Leitzins rund 300 Basispunkte beziehungsweise 200 Basispunkte über der Kernrate der Inflation (siehe Chart unten).

Rezessionen sorgen für „schöpferische Zerstörung“.

In der Vergangenheit war die Fed mutiger.

USA: Inflation und Leitzins in %



Quelle: BLS, FRBNY/Haver

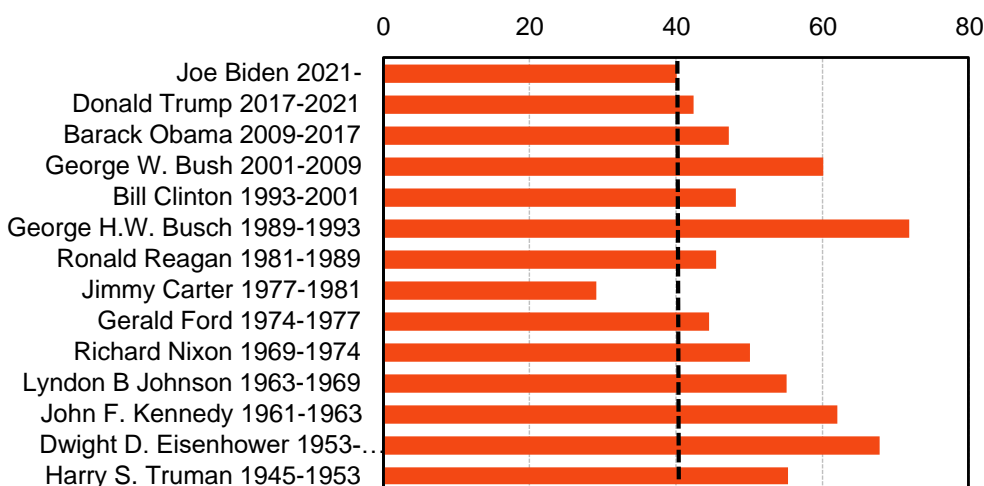
Dass die Fed zuletzt zögerlich vorging und eine Zinserhöhungspause einlegte, mag neben den bereits erwähnten Gründen auch an Fehleinschätzungen hinsichtlich der Hartnäckigkeit der Inflation liegen und an dem in Relation zu den letzten Jahren ungewohnt hohen Niveau von Teuerung und Zinssätzen. Darüber hinaus scheint sich in der Notenbank der optimistische Glaube verbreitet zu haben, mit einer Feindosierung der Leitzinserhöhungen einen optimalen Weg zur Reduzierung der Inflation unter Vermeidung konjunktureller Risiken beschreiten zu können. Gemessen an der Praxiserfahrung der vergangenen Jahrzehnte ist dies zwar illusorisch. Die Stellungnahmen des Fed-Chairman in den letzten Monaten können aber so interpretiert werden, dass ihm persönlich noch ein oder zwei Jahre mit höherer Inflation lieber wären als ein baldiger Rückgang in den Zielbereich von 2,0 % unter Inkaufnahme eines Abschwunges.

Fed-Chef Powell möchte die Inflation behutsam senken,...

Am Markt wurde deshalb schon gemutmaßt, dass sich Powell über die 2024 anstehende US-Präsidentschaftswahl sorgen könnte, denn die Wahrscheinlichkeit für eine erneute Wahl von Donald Trump ist durchaus gegeben. Der greise Amtsinhaber Biden macht zeitweise mehr Schlagzeilen mit seinen kongnitiven Aussetzern als mit Politik. Und wenn gerade doch die Politik im Vordergrund steht, sind es negative Meldungen. Beispielsweise scheiterte letzte Woche der leicht zu durchschauende Klientelismus Bidens, Studiendarlehen im Umfang von bis zu 400 Mrd. US-Dollar zu erlassen. Der oberste Gerichtshof Supreme Court stoppte das Vorhaben, da die Bundesregierung damit ihre Kompetenzen überschritten hätte. Die Projekte von Joe Biden sind insofern nicht nur ökonomisch fragwürdig, wie auch die kostspieligen Ausgabenprogramme nach seinem Amtsantritt und die Ausführungen im nächsten Kapitel zeigen, sondern ebenso aus administrativer Sicht schlampig. Der Politik Biden stimmen aktuell jedenfalls nur 40,1 % der Wähler zu, während sie von 54,5 % abgelehnt wird. Dies ist der zweitniedrigste Wert eines US-Präsidenten seit dem Zweiten Weltkrieg mit Ausnahme von Jimmy Carter, der im Zuge der zweiten Ölpreiskrise ab Ende der 1970er Jahre und der damals heftigen Rezession noch niedrigere Zustimmungswerte erreichte.

...während die Zustimmungsraten von Joe Biden niedrig ausfallen.

Jüngste Zustimmungswerte 895 Tage nach Amtsantritt in %



Quelle: project.fivethirtyeight.com, eigene Darstellung

Erfahrungsgemäß sinkt in einer Rezession die Wahrscheinlichkeit für die Wiederwahl eines Präsidenten, da ihm die Schuld für die ökonomische Misere in der Regel in die Schuhe geschoben wird. Ein solches Szenario würde somit den Wieder-

Befürchtet Powell eine Wiederwahl von Donald Trump,...

einzug von Donald Trump in das Weiße Haus begünstigen, was für Powell wenig erstrebenswert ist. Erstens hat Trump durch seinen unberechenbare und konfrontative erste Präsidentschaft bekanntlich bereits ausreichend demonstriert, dass er dem Amt nicht gewachsen ist, und zweitens war er aufgrund ständiger Einmischungsversuche in die Geldpolitik für die Notenbank auch ein äußerst unangenehmer Staatschef. Fed-Chef Powell könnte deshalb – so die Mutmaßung am Markt – dazu geneigt sein, eine Rezession 2023/24 aufgrund hoher Leitzinsen möglichst zu vermeiden. Vielleicht ist dies aber viel zu weit gedacht, und es ist stattdessen vielmehr seine soziale Ader oder sein eigener Anspruch, die Powell glauben lässt, anders als sein Vorgänger Paul Volcker Ende der 1970er Jahre, die Inflation bekämpfen zu können, ohne die Konjunktur abwürgen zu müssen.

...oder lässt er sich von anderen Motiven leiten?

Vor dem Hintergrund der weiterhin sehr robusten Konjunktur und ausbleiben der Friktionen nach der Bankenkrise im März stehen die Zeichen aktuell nun doch wieder auf Leitzinserhöhungen. Nimmt man die Botschaft des sogenannten Dot Plot-Charts ernst, dann stehen 2023 noch zwei Zinsschritte um 25 Basispunkte an, wobei der erste bereits auf der kommenden Sitzung am 26. Juli anstehen dürfte. Ob nach der Sommerpause der Fed eine zweite Erhöhung folgt, ist jedoch fraglich. Vermutlich dürfte Chairman Powell auf Zeit spielen, und wenn er Argumente findet, die auf eine Abschwächung der Konjunktur hindeuten, wird er lieber diese in den Vordergrund rücken.

Rentenmarkt

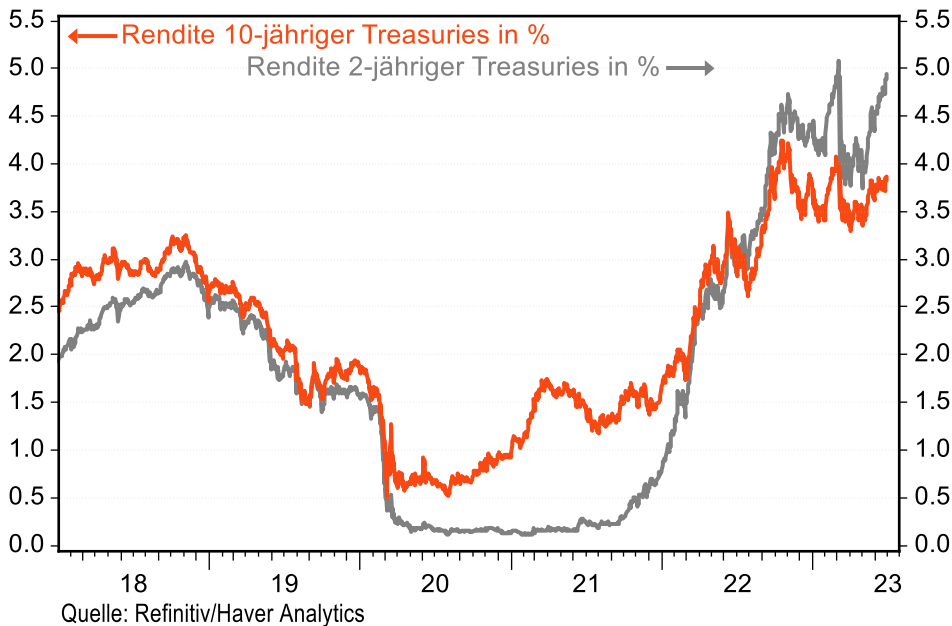
Der hawkische Eindruck der oben diskutierten Leitzinseinschätzungen der Mitglieder des Offenmarktausschusses machte sich am Rentenmarkt in den letzten Wochen renditesteigend bemerkbar. Allerdings begann bereits Mitte Mai ein Wiederanstieg der Renditen aufgrund des Ausbleibens weiterer Turbulenzen und angesichts hartnäckig hoher Kerninflationsraten. Überproportional stark betroffen waren einmal mehr kurze Laufzeiten, die besonders vom Leitzinsniveau beeinflusst werden. So kletterte die Rendite von Papieren mit 2-jähriger Restlaufzeit von 4,02 % bei Veröffentlichung unseres letzten Kapitalmarktberichtes USA am 9. Mai auf aktuell 4,98 %. Bei 10-jähriger Restlaufzeit ging es etwas moderater von 3,52 % auf 4,04 % nach oben.

Die letzten Wochen waren von einem Renditeanstieg geprägt,...

Der Renditeaufschlag 2-jähriger Papiere gegenüber ihren 10-jährigen Pendants verfehlte vor diesem Hintergrund am Anfang dieser Woche mit 110 Basispunkten den unmittelbar vor Ausbruch der Bankenkrise im März dieses Jahres erreichten minimal höheren Spitzenwert. Mit weiteren Zinsschritten der Notenbank könnte sich der Renditeanstieg am sogenannten kurzen Ende der Zinsstruktur sogar noch fortsetzen. Vermutlich wird sich das lange Ende jedoch wie schon zuvor weniger stark bewegen, denn die Dot Plot-Projektionen der Mitglieder des Offenmarktausschusses der Fed zeigen an, dass für 2024 und die folgende Zeit niedrigere Leitzinsen als angemessen erachtet werden. Langfristig sei demnach ein Leitzins von nur knapp 2,7 % angemessen (siehe Grafik im Abschnitt Geldpolitik oben).

...was die Inversität der Zinskurve verstärkte.

US-Anleihenmarkt



Ob die Renditen mittel- bis langfristig auf ein deutlich niedrigeres Niveau sinken werden, kann mit Blick auf verschiedene Argumente angezweifelt werden, die für eine strukturell höhere Inflationsrate in den nächsten Jahren sprechen. Hierzu gehören die bereits vielfach diskutierten demographischen Effekte, die angestrebte Dekarbonisierung der Wirtschaft und die geopolitische Rivalität mit China, die eine teure Repatriierung der Produktion von strategisch wichtigeren Gütern notwendig erscheinen lässt.

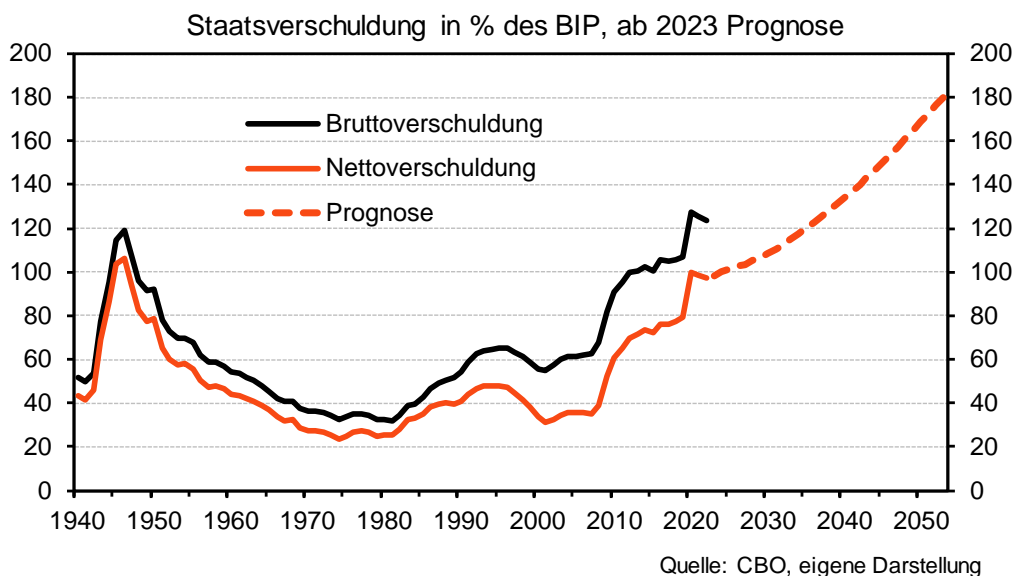
Darüber hinaus ist nach den im Juni vorgestellten langfristigen Budgetplanungen des Congressional Budget Office (CBO) auch allgemein mit einem hohen Anleiheangebot aufgrund steigender Verschuldung zu rechnen, was den Kapitalmarktzins unter sonst gleichen Umständen erhöhen sollte. Das CBO rechnet mit einem Anstieg des jährlichen Haushaltsdefizits der USA von 5,2 % im letzten Jahr auf 6,4 % im Jahr 2033, 8,4 % im Jahr 2043 und 10,0 % im Jahr 2053. Die Folge soll demnach ein deutlicher Anstieg der Staatsverschuldung von aktuell 97 % des BIP auf 181 % des BIP in 30 Jahren sein (siehe Grafik nächste Seite).

Hierbei ist anzumerken, dass in den USA eine lange Tradition darin besteht, sich hinsichtlich von Wirtschaftskennzahlen selbst schönzurechnen. Im Fall der Verschuldung besteht der Trick darin, dass die offiziellen Angaben zur Staatsverschuldung um diejenigen Anleihebestände bereinigt werden, die in den Händen der Pensionskassen öffentlicher Einrichtungen liegen. Das Ergebnis ist eine Nettoverschuldung, die natürlich niedriger ausfällt. International gebräuchlich ist dagegen der Ausweis der Bruttoverschuldung, und hier lagen die USA Ende 2022 nicht bei 97 %, sondern bei 123 %, also rund 26 Prozentpunkte höher. Es ist deshalb davon auszugehen, dass die USA – sollten sich die Planungen bewahrheiten – bereits vor dem Jahr 2050 bei einer Staatsverschuldung von weit über 200 % angekommen sein werden. Zur Erinnerung sei angemerkt, dass in Griechenland bei rund 180 % im Jahr 2012 der Staatsschuldenschnitt erfolgte. Italien liegt aktuell bei 145 % und Japan bei 261 %.

Zu den bekannten Gründen für eine strukturell höhere Inflation....

...treten zukünftig möglicherweise massive Haushaltsdefizite.

Die USA eifern Japan nach,...



Der Blick auf die Details des jüngsten CBO-Zahlenwerks erzeugt ebenfalls wenig Freude. Die Ausgabensteigerungen rühren vor allem von höheren Gesundheits- und Sozialkosten sowie höheren Zinsausgaben für die immer größere Staatsschuld her. Diskretionäre Spielräume für Zukunftsinvestitionen sollen dagegen schrumpfen. Deshalb ist es auch kein Wunder, wenn das CBO ein Abschmelzen des realen Wirtschaftswachstums in den kommenden Jahren auf durchschnittlich nur noch 1,7 % und später 1,5 % unterstellt.

...und das Wirtschaftswachstum dürfte deutlich niedriger ausfallen.

Nicht auszuschließen ist allerdings, dass sich Regierung und Notenbank in einem Schulterschluss um eine Reduzierung der Staatsschulden auf dem Wege der „Financial Repression“ bemühen, wie dies in den Jahrzehnten nach dem Zweiten Weltkrieg bereits erfolgreich praktiziert wurde (siehe Grafik oben). Die Aufgabe der Notenbank wäre dabei, die Zinsen nicht zu hoch anzusetzen und eine mäßige Inflation zuzulassen und dabei gleichzeitig ein Abwürgen der Konjunktur zu verhindern, um die Geldentwertung nicht zu gefährden. Aus dieser Perspektive betrachtet hat die Fed in den letzten Monaten alles richtig gemacht.

Kommt eine „Financial Repression“?

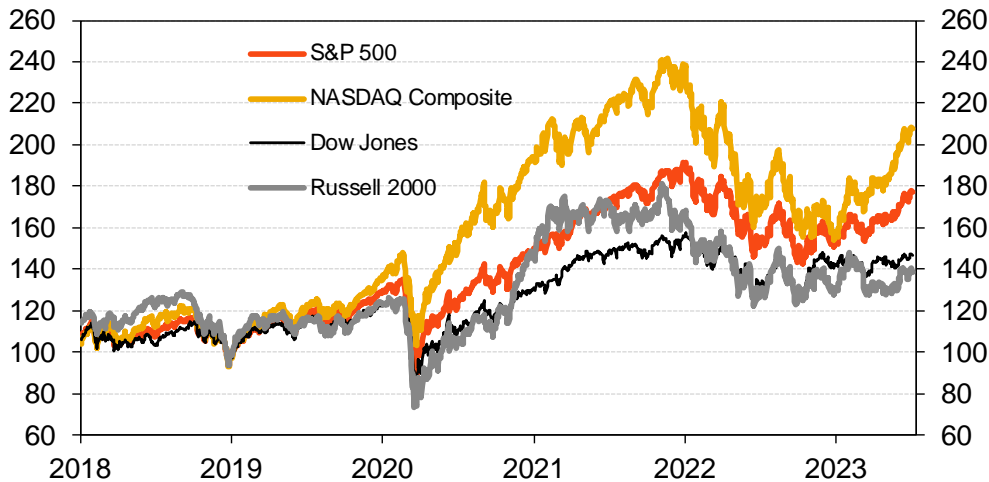
Mit weiteren Leitzinsanhebungen dürfte das kurze Ende der Zinsstruktur noch etwas steigen. Das lange Ende dürfte hiervon angesichts der Aussicht auf eine Konjunkturabschwächung und perspektivisch wieder sinkende Leitzinsen nur unterdurchschnittlich bewegt werden.

Aktienmarkt

Die Erholungsphase nach Überwindung der Bankenkrise von März ging in den letzten zwei Monaten fast nahtlos in eine kleine Aktienmarkttrallie über. Insbesondere Technologietitel profitierten von dem Hype um „Künstliche Intelligenz (KI)“. So stieg der NASDAQ Composite-Index seit der Veröffentlichung des letzten Kapitalmarktberichtes im Mai um 13 % an. Der S&P 500 legte um immerhin 8 % zu, während der Old Economy-Index Dow Jones nur ein Plus von 2,0 % verbuchen konnte. Selbst der Index der mittelgroßen Aktiengesellschaften und Nebenwerte, der Russell 2000, kann mit einem Plus von 7 % aufwarten, wobei hier die Erholung von im März abgestraften Bankaktien eine gewisse Rolle spielt.

Zuletzt überwiegen deutliche Kursgewinne.

US-Aktienindizes (umbasiert 01.01.2019=100)



Quelle: Haver Analytics, eigene Darstellung

Dass der Markt in jüngerer Zeit vor allem von großen Technologiewerten getrieben wurde, zeigt sich auch an dem Umstand, dass der Auswahlindex Russell 1000 Growth in diesem Zeitraum um gut 11 % anstieg, während sein Pendant, der Russell 1000 Value mit eher niedrig bewerteten Aktien aus konventionellen Branchen, nur um knapp 4 % zulegte. Insgesamt erinnert der KI-Hype allmählich an vergangene Spekulationsblasen, denn die gewinnbringende Nutzung von künstlicher Intelligenz in breiten Anwendungsfeldern dürfte noch viel Forschungs- und Entwicklungsarbeit erfordern. Unabhängig hiervon könnte die bald bevorstehende Berichtssaison zum gerade zu Ende gegangenen 2. Quartal die Märkte aber stützen. Wie oben ausgeführt profitieren viele Unternehmen von höheren Verkaufspreisen bei gleichzeitig kaum noch steigenden Produzentenpreisen beziehungsweise rückläufigen Energiekosten. Dies betrifft jedoch nicht alle Wirtschaftssektoren, und insbesondere zyklische Branchen leiden wie am Anfang des Berichts ausgeführt unter einer sinkenden Nachfrage.

Am Aktienmarkt waren vor allem Tech-Werte gefragt.

Die Aktienmärkte bewegen sich in einem Spannungsfeld zwischen der immer noch guten Wirtschaftslage mit einem steigenden Verbrauchervertrauen und dem KI-Hype einerseits sowie der Aussicht auf eine allmähliche Konjunkturabkühlung andererseits. Wir gehen allerdings weiterhin und ungeachtet der Kritik am zögerlichen Vorgehen der US-Notenbank davon aus, dass in den kommenden Monaten eine Rezession droht. Infolgedessen potenziell niedrigere Aktienkurse können als günstige Einstiegsgelegenheit betrachtet werden.

Prognoseübersicht

G3 (+UK) Konjunkturindikatoren und Wechselkurse

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

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

¹ Jahresdurchschnitt

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

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

G3 (+UK) Zinsen

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

Angaben jeweils zum Jahresende

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

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

Rohstoffe

	Q4 20	Q1 21	Q2 21	Q3 21	Q4 21	Q1 22	Q2 22	Q3 22	Q4 22	Q1 23	30.06.
CRB-Index**	167,8	185,0	213,4	228,9	232,4	295,2	291,1	268,3	277,7	267,7	262,0
Ölpreis (Brent)*	51,8	63,5	75,1	78,5	77,8	107,9	114,8	88,0	85,9	79,8	74,9

Angaben jeweils zum Periodenende

¹ Oil Brent Physical Del, US\$/Barrel

** Excess Return

Quelle: Bloomberg, Haver

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