

Kapitalmarktbericht USA

Nr. 2 Konjunktur auf der Überholspur ängstigt Renten- und Aktienmärkte



9. März 2021

Konjunktur und Geldpolitik: Der zuletzt beobachtbare deutliche Rückgang des Infektionsgeschehens sowie die fortschreitenden Impfungen ermöglichten eine schrittweise Lockerung der Corona-Maßnahmen, was die Breite des Konjunkturaufschwungs in den USA in den kommenden Monaten stützen dürfte. Das jüngst beschlossene Hilfspaket der neuen Regierung unter Joe Biden könnte deshalb vielleicht schon etwas zu spät kommen und zu einer eigentlich unerwünschten Überstimulierung der Wirtschaft führen. Die Notenbank dürfte aber insbesondere aufgrund des statistischen Basiseffektes erwartbar höheren Inflationsraten in den kommenden Monaten keine Straffung ihrer Geldpolitik vornehmen. Marktinterventionen zur Eindämmung des Renditeanstiegs von Anleihen mit langer Laufzeit stand die Fed bislang ablehnend gegenüber.

Rentenmarkt: Die Renditen am sogenannten langen Ende zogen in den vergangenen Wochen weiter an, und insgesamt war eine Versteilerung der Zinsstrukturkurve zu beobachten. Eine kurzfristige Fortsetzung des Renditeanstiegs scheint vor dem absehbaren Inflationsanstieg im März und April gut möglich. Aber nach der deutlichen Bewegung der letzten Monate stehen die Signale für das zweite Halbjahr, wenn die Inflationsrate voraussichtlich nicht weiter zulegen dürfte, eher auf Entspannung. Für diese Einschätzung spricht auch die Vermutung, dass der jüngste Renditezuwachs auf das Konto fehlender Marktliquidität ging und deshalb nicht vollumfänglich nachhaltig ist.

Aktienmarkt: Zuletzt trennten sich die Anleger massenhaft von heißgelaufenen Aktien aus dem Technologiebereich, so dass hier ein gewisses Potenzial für eine technische Gegenbewegung entstanden ist. Mittelfristig dürfte aber das Umfeld mit gestiegenen Renditen weiterhin auf Aktien mit üppigen Bewertungen lasten. Umgekehrt waren sogenannte Recovery-Werte gefragt, also Aktien aus denjenigen Bereichen, die von einer Öffnung des wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Lebens profitieren dürften. Auch wenn jene Branchen kurzfristig überkauft erscheinen und deshalb eine Konsolidierungsphase wahrscheinlicher wird, dürfte das Interesse angesichts der 2021 voraussichtlich steigenden Unternehmensgewinne hoch bleiben. Die 2020 weit aufgegangene Schere zwischen Technologiewerten und der Old Economy dürfte sich deshalb in den kommenden Monaten weiter schließen.

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

Konjunktur und Geldpolitik

Der Rückblick auf die wichtigsten Entwicklungen der vergangenen zwei Monate in den USA fällt durchweg positiv aus. Die Amtsübergabe von Donald Trump an Joe Biden verlief letztendlich erfolgreich, so dass dieser vorab als heikel empfundene Moment längst schon wieder der Vergessenheit anheim gefallen ist. Nur der sogenannte „Sturm auf das Kapitol“ durch Trump-Anhänger am Abend des 6. Januar dürfte in negativer Erinnerung bleiben, auch wenn hierdurch die demokratischen Prozesse nie ernsthaft in Gefahr waren. Die neue Regierung zeigte sich von Anfang an tatkräftig und förderte die bereits unter Trump begonnenen Corona-Impfungen. Zunächst gab Joe Biden das Vorhaben bekannt, wonach in seinen ersten 100 Amtstagen und damit bis Ende April 100 Mio. Einwohner eine Impfung erhalten sollten. Doch dank schneller Zulassungen sowie einer hohen und immer besseren Verfügbarkeit verschiedener Impfstoffe bei einer gleichzeitig relativ guten Organisation der Verteilung dürften bereits heute mehr als 90. Mio. Impfdosen verabreicht worden sein. Die neue Losung von Joe Biden lautet deshalb, dass jeder Impfwillige unter den rund 331 Mio. Einwohnern bis Ende Mai ein Vakzin gespritzt bekommen soll. Sofern sich nicht die brasilianische Virus-Mutation oder eine andere gefährlichere Variante verbreiten, bestehen damit hervorragende Chancen zur baldigen Überwindung der Pandemie. Der US-amerikanische Wirtschaftsraum läuft der Eurozone in diesem Punkt voraus.

Präsident Biden forciert die Corona-Impfungen.

Ab Mitte Januar besserte sich auch die Infektionslage spürbar. Zwar wurde mutmaßlich durch Weihnachts- und Silvesterfeierlichkeiten in der zweiten Woche des neuen Jahres mit rund 850 positiv ausgefallenen Tests pro 1 Mio. Einwohner ein neuer Rekordwert für die USA aufgestellt. Noch in der Adventszeit erreichte der Zähler maximal 690 Fälle im 7-Tage-Durchschnitt. Doch die Lockdown-Maßnahmen entfalteten die erhoffte Wirkung. Für die letzte Woche ergaben sich „nur“ noch rund 200 positive Tests pro 1 Mio. Einwohner. Das ist ein im Vergleich zu Deutschland hoher Wert, aber derzeit ist der Trend ausnahmslos in allen US-Bundesstaaten rückläufig und vielerorts zeigt die Landkarte bereits weiße Flecken, in denen in letzter Zeit keine neuen Fälle mehr erfasst wurden. Seit Februar sind zudem vielfach Ladengeschäfte und Restaurants wieder geöffnet, wodurch die Breite der konjunkturellen Erholung zunimmt.

Corona ist in den USA auf dem Rückzug.

Die Umsetzung eines neuen, umfassenden Konjunkturpaketes als zentrales Wahlkampfversprechen von Joe Biden steht zwischenzeitlich unmittelbar bevor. Am Wochenende bekam der dazugehörige Gesetzesentwurf die Zustimmung des US-Senats. Da die sehr umstrittene und ökonomisch fragwürdige Erhöhung des bundesweiten Mindestlohns auf 15 US-Dollar je Stunde entfernt wurde, muss das Repräsentantenhaus als große Kammer des Parlaments heute noch einmal der Vorlage zustimmen. Ein positives Votum gilt jedoch als ausgemachte Sache, da der linke Parteiflügel kein Interesse daran haben dürfte, das Gesamtpaket wegen dem Mindestlohn platzen zu lassen.

Konjunkturpaket steht kurz vor der Verabschiedung....

In der Summe belaufen sich die Maßnahmen auf den bereits häufig in der Presse genannten Betrag von 1,9 Bio. US-Dollar und damit auf schätzungsweise 8,5 % des Bruttoinlandsproduktes der USA in diesem Jahr. Es handelt sich somit durchaus um ein Hilfspaket von historischem Ausmaß, welches nicht nur positiv beurteilt wird. Zwar zeigten die Jahre nach der letzten einschneidenden Rezession 2008/09, dass es die USA besser als das zögernde Europa verstanden, durch massive Hilfen der

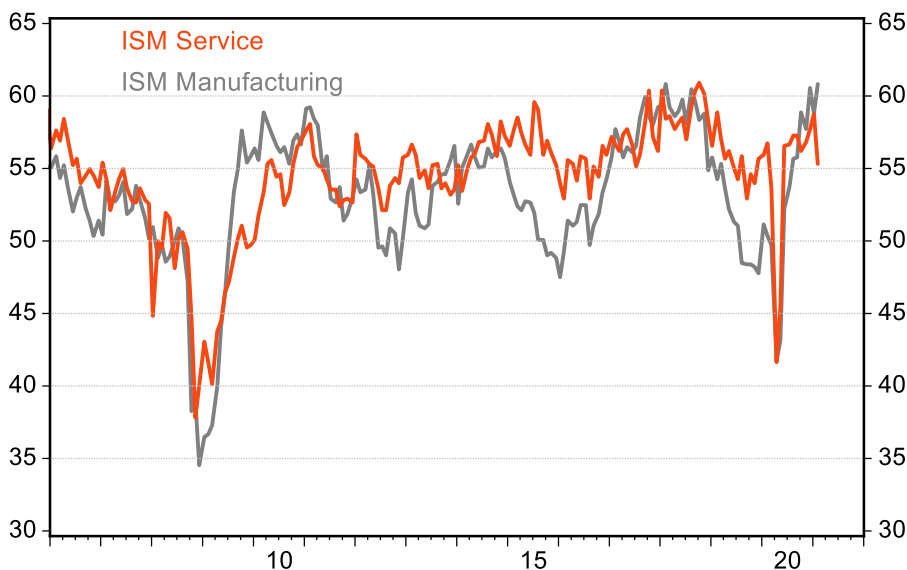
...und sorgt für Ängste vor Überstimulierung.

Konjunktur wieder auf die Beine zu helfen. Diese Erfahrung spräche somit für das von der Biden-Administration lancierte Paket. Aber auf der anderen Seite kann kritisch hinterfragt werden, ob die US-Wirtschaft zum gegenwärtigen Zeitpunkt noch dermaßen umfangreiche Hilfen benötigt. Einige Beobachter sorgen sich vor einer Überstimulierung und einem Heißlaufen der Konjunktur, was letztlich nur die Staatsverschuldung und die Inflation erhöhen würde.

Zweitens wird das Geld in manchen Programmpunkten mit der Gießkanne verteilt, so dass Mitnahmeeffekte eine gewichtige Rolle spielen dürften. Beispielsweise ist für alle US-Bürger mit bis zu 75.000 US-Dollar Jahresgehalt eine Sonderzahlung per Scheck in Höhe von 1.400 US-Dollar vorgesehen, also ohne Vorauswahl, ob durch die Corona-Krise wirtschaftliche Einbußen erlitten worden sind oder nicht. Ein zielgerichtetes Vorgehen sieht anders aus, und früher hätte man die Politik der demokratischen Partei schlichtweg unter den Schlagworten „Freibier für alle“ oder „Wählerbestechung“ eingeordnet. Da der ganz überwiegende Teil der Presse in Joe Biden aber einen zu protegierenden Gegenentwurf zum verhassten Donald Trump sieht und sich jener gegenüber seiner Klientel ebenfalls spendierfreudig zeigte, finden bislang kaum negativ konnotierte Zuschreibungen statt.

US-Demokraten verteilen das Geld mit der Gießkanne.

USA: Stimmung im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungsbereich



Quelle: Institute for Supply Management/Haver Analytics

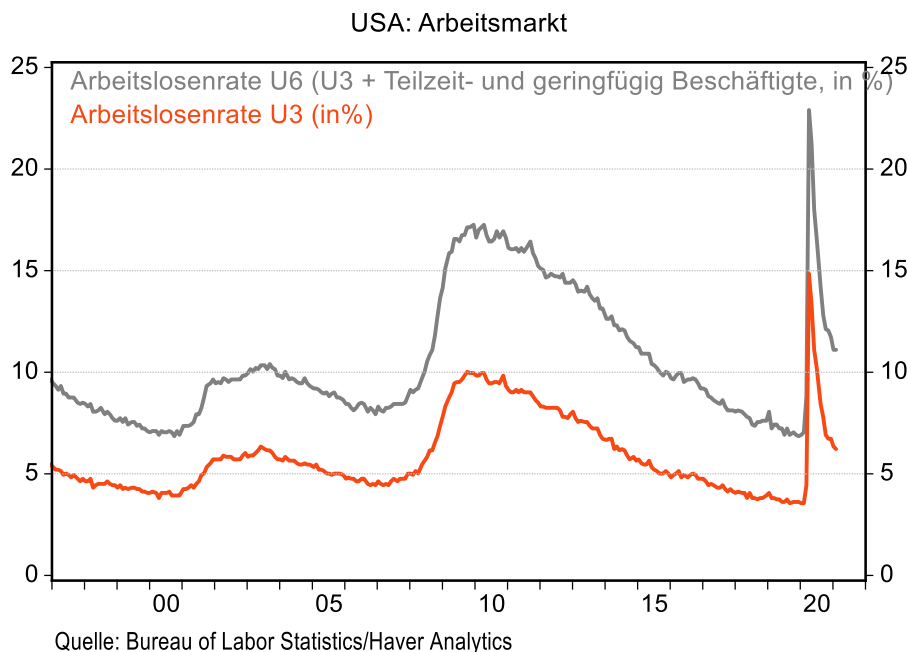
Das grundsätzliche Bild einer Konjunkturerholung lässt sich auch mit Zahlen belegen. Der vielbeachtete ISM-Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe erlitt Ende Januar zunächst einen Rückgang von 60,5 auf 58,7 Punkte, stieg dann aber Ende Februar wieder auf 60,8 Punkte an. Im historischen Vergleich sind das ausgezeichnete Werte. Einen anderen Verlauf weist die Stimmung unter den Einkaufsmanagern im Dienstleistungsbereich aus. Der entsprechende ISM-Index stieg von 57,7 Punkten am Jahresende 2020 auf 58,7 Punkte Ende Januar. Er fiel auf 55,3 Punkte im Februar zurück, was jedoch vor allem mit ungünstigen Witterungseinflüssen begründet wurde und gemessen an der üblicherweise bei 50 Punkten verorteten Expansionsschwelle immer noch passabel ist. Auch die „harten Zahlen“ untermauern den Aufholprozess. Die Industrieproduktion lag im Januar nur noch 1,8 % unter ihrem Vorjahresniveau. Im April 2020 betrug das Minus 16,3 %. Und die Einzelhandelsumsätze lagen im Januar sogar 5,8 % über ihrem

Die „weichen“ und die „harten“ Zahlen zeichnen ein günstiges Bild.

Vorjahreswert. Werden die Tankstellenumsätze herausgerechnet, fällt das Plus sogar noch größer aus.

Das grundsätzlich sehr positive Konjunkturbild wird vor allem durch die Arbeitslosenquote gestört, die voraussichtlich noch längere Zeit über ihrem Stand vor der Corona-Krise liegen dürfte. Zur Erinnerung: Im Januar und Februar 2020 lag sie saisonbereinigt bei 3,5 % und damit auf dem niedrigsten Stand seit Ende der 1960er Jahre. Massenhafte Entlassungen führten dann aber zu einem Anschwellen auf 14,8 % im April 2020. Seitdem ging die Arbeitslosenquote zwar kontinuierlich nach unten, und zuletzt meldete das Bureau of Labor Statistics einen Rückgang von 6,3 % auf 6,2 % im Februar. Die Aussagekraft dieser Zahlen wird allerdings durch die Besonderheiten der Erhebungsmethode geschmälert: Wer aus Enttäuschung die Jobsuche aufgibt, wird nicht mehr gezählt, und auch nicht, wer die Höchstbezugsdauer der Arbeitslosenhilfe überschreitet. Aktuell befinden sich aber Millionen von Amerikanern in zusätzlichen Hilfsprogrammen, die Teil der Corona-Gesetzgebung der vergangenen Monate waren. Die erweiterte Arbeitslosenquote (siehe Grafik unten) ist deshalb aussagekräftiger. Sie ging ebenfalls deutlich zurück, beträgt momentan aber 11,1 %. Es ist vor allem die durch Krise ruckartig erhöhte Arbeitslosigkeit, welche als Rechtfertigung für die umfassenden fiskalischen und geldpolitischen Maßnahmen dient.

Arbeitslosigkeit liegt weit über dem Stand vor der Corona-Krise.



Manche Arbeitslose erhielten in den letzten Monaten mehr Geld, als zu Zeiten, in denen sie regulär ihrer Beschäftigung nachgingen. Die hierdurch entstehenden Probleme veranschaulicht eindrucksvoll ein Bericht des für Kalifornien zuständigen Arbeits-Departements. Demnach seien 9,7 % der zwischen März 2020 und Mitte Januar 2021 ausbezahlten Hilfen nachweislich in betrügerischer Absicht erschlichen worden. Bei weiteren 17 % der Auszahlungen bestünde ein Betrugsverdacht.

Großzügige Hilfen laden zu Betrug ein.

Rund ein Jahr nach Beginn der Corona-Pandemie befinden sich die USA weiterhin auf einem konjunkturellen Erholungskurs, der im Gegensatz zur Eurozone auch nicht durch ein abermaliges Absinken der Wirtschaftsleistung

aufgrund neuer Corona-Höchststände im Winterhalbjahr unterbrochen wurde. Im 4. Quartal 2020 wuchs das BIP um annualisiert 4,1 %. Für das Gesamtjahr 2021 wurden die Schätzungen in den vergangenen Wochen ausschließlich nach oben revidiert. Der Grund hierfür ist nicht zuletzt das auf der Zielgerade befindliche neue Konjunkturpaket, welches möglicherweise sogar eine Überstimulierung der Wirtschaft verursachen wird.

Die US-amerikanische Notenbank reagierte auf die Corona-Krise im letzten Jahr bekanntlich mit zügigen Leitzinssenkungen und beherzten Anleihekäufen. Sie versprach zudem im Sinne einer Forward Guidance, also einer weit in die Zukunft gerichteten Leitlinie, das niedrige Zinsniveau für einen längeren Zeitraum beizubehalten. Wie bereits von uns an dieser Stelle angemerkt, besteht jedoch ein Konflikt zwischen diesem eigentlich für langanhaltende Depressionen im Umfeld von Niedrig- und Negativzinsen gedachten Instrument und den Entwicklungen bei einem nur vorübergehenden Wirtschaftseinbruch, insbesondere der absehbare Wiederanstieg der Inflationsrate. Zwar befinden sich alle gängige Inflationsmaße für die USA für Januar als jüngstem Meldemonat komfortabel im Bereich zwischen 1,4 % und 1,5 % – die Verbraucherpreisentwicklung im Februar wird erst am Mittwoch veröffentlicht. Doch in den letzten Wochen wurde die „Reflationierung“ zu einem beherrschenden Thema an den Aktien- und Anleihemärkte, worauf noch in den nächsten Kapiteln näher einzugehen ist. Jedenfalls setzten umfassende Diskussionen darüber ein, ob die Notenbank angesichts eines drohenden Inflationsschubes nicht viel früher als angenommen einen Zinserhöhungszyklus beginnen könnte.

Geldpolitische Beobachter konnten und können diese Fragestellung klar verneinen. Mit der Umstellung ihrer geldpolitischen Strategie auf ein durchschnittliches Inflationsziel von 2 % im vergangenen August hat die Federal Reserve rechtzeitig eine starke Brandmauer gegen Zinsanhebungsphantasien errichtet. Ein vorübergehender Anstieg der Geldentwertung über den Zielwert wird demnach nur als Ausgleich für eine zuvor geringe Inflation betrachtet. Zweitens betont die Notenbank seit einiger Zeit ihr duales Ziel mit der Förderung von „maximaler Beschäftigung“ in besonderer Weise, als gelte es, diese jahrzehntealte Formulierung durch den Gesetzgeber wortwörtlich zu nehmen. Unter Chairman Jerome Powell, dessen Amtszeit noch mindestens bis 2022 laufen wird, dürfte jedenfalls zunächst ein weiterer spürbarer Abbau der Arbeitslosigkeit die notwendige Voraussetzung für eine Änderung des geldpolitischen Pfades sein.

Drittens hat die Fed kein Interesse daran, ihre eigene Glaubwürdigkeit und das Versprechen der Forward Guidance durch frühzeitige Leitzinsanhebungen zu untergraben. Und viertens wird möglichen Leitzinsanhebungen wie schon im vergangenen Zyklus zunächst eine Rückführung der monatlichen Anleihekäufe vorangehen, die sich derzeit auf 80 Mrd. US-Dollar pro Monat belaufen. Geht man wieder von einem sogenannte Tapering um 10 Mrd. US-Dollar pro Monat aus und rechnet auch noch eine gewisse Zeit zur schonenden Vorbereitung der Märkte ein, dann wird deutlich, dass der Prozess knapp ein Jahr in Anspruch nehmen dürfte, bevor überhaupt an Leitzinserhöhungen zu denken ist. Die Fed selbst schreibt aktuell in ihren Verlautbarungen, dass die Anleihekäufe mindestens auf dem gegenwärtigen Niveau fortgeführt werden, bis „weitere substanzielle Fortschritte“ hinsichtlich des Beschäftigungs- und Inflationsziels erreicht wurden. Von manchen Marktteilnehmern wurde jüngst die Einschätzung diskutiert, dass dies im Frühjahr oder Sommer 2022 der Fall sein könnte. Eine erste Leitzinsanhebung wäre demnach erst 2023 denkbar.

US-Notenbank legte sich auf Beibehaltung der Niedrigzinspolitik fest.

Gegen baldige Leitzinsanhebungen spricht die geänderte Notenbankstrategie...

...und die Notenwendigkeit eines Taperings.

Möglicherweise lässt sich die US-Notenbank mit einer Straffung der Geldpolitik aber auch noch etwas länger Zeit. Der Inflationsdruck dürfte aufgrund des statistischen Basiseffekts in einem Jahr wieder abnehmen. Außerdem war in den vergangenen Jahren eine Neigung zur Besetzung vakanter Stellen im Offenmarktausschuss mit als „taubenhaft“ bezeichneten Personen unübersehbar, also mit Vertretern einer lockeren Geldpolitik. US-Präsident Joe Biden würde jedenfalls kein Tabu brechen, wenn er die Amtszeit von Jerome Powell bei einer gefälligen Geldpolitik verlängert, oder eine andere Person an die Notenbankspitze beruft, die sich noch nachhaltiger für ein niedriges Zinsniveau engagiert. Schließlich hat sich in den letzten Jahren die phasenweise Budgetfinanzierung zu vorteilhaften Konditionen zu einer dritten wichtigen, wenn auch inoffiziellen Aufgabe der Notenbank entwickelt. Und darüber hinaus wird auch allgemein von ihr eine aktive Rolle in der „Financial Repression“ zur realen Entwertung der hohen Staatsschulden erwartet.

Die Notenbank könnte eine Straffung der Geldpolitik hinauszögern,...

Viel spannender als der Zeitpunkt einer zukünftigen Straffung der Geldpolitik ist aktuell vermutlich eine andere Frage, die sich auf den Anstieg der Renditen langlaufender Staatsanleihen bezieht: Wo liegt der Schmerzpunkt für die Notenbank, an der sie in den Markt eingreift, damit ihre lockere Geldpolitik nicht durch den Anstieg der Renditen am langen Ende der Zinsstruktur konterkariert wird? In den vergangenen Wochen versuchten Mitglieder des Offenmarktausschusses den Renditeanstieg zunächst als ein positives Zeichen für die Konjunkturerwartungen zu deuten. Zuletzt war zwischen den Zeilen allerdings weniger Freude herauszulesen. Die Federal Reserve hätte zur Vermeidung eines weiteren Renditeanstiegs grundsätzlich die Möglichkeit, nach dem Vorbild der japanischen Notenbank eine Zinskurvensteuerung einzuführen. Ein weniger weitreichender aber zunächst ebenso wirksamer Schritt wäre eine Neuauflage der „Operation Twist“, also der Verkauf von Staatspapieren mit kurzer Laufzeit bei gleichzeitigen Käufen von Treasuries mit längeren Restlaufzeiten. Bislang enttäuschte Fed-Chef Powell aber entsprechende Erwartungen. Er signalisierte keine Bereitschaft für Interventionen.

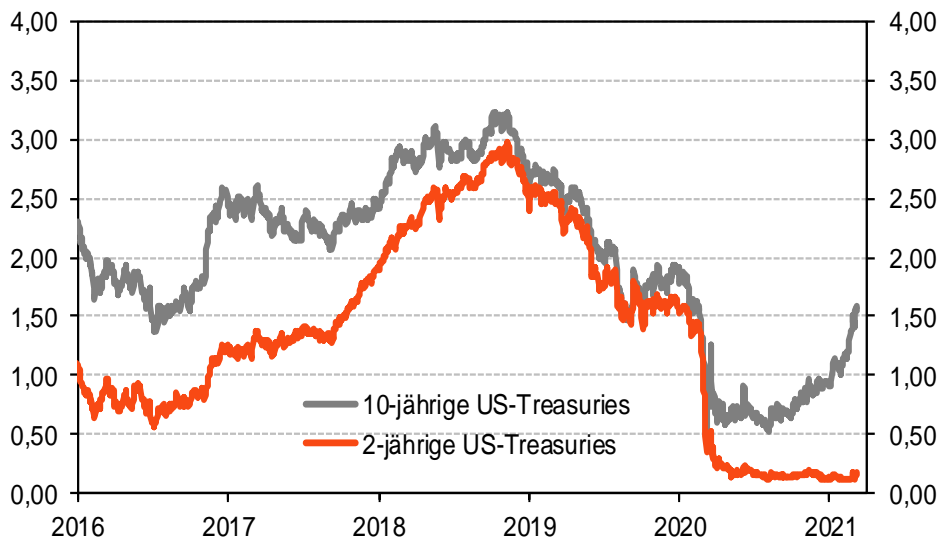
...oder sogar einem Renditeanstieg entgegenwirken.

In der Summe lässt sich festhalten, dass die aktuellen Erwartungen mancher Marktteilnehmer an eine baldige erste Leitzinserhöhung trotz der absehbar steigenden Inflationsraten übertrieben sind. Die Notenbank dürfte die Zinsen nach unserer Einschätzung noch länger auf dem gegenwärtigen Niveau belassen. Denkbar wären aber Eingriffe in den Markt, sofern sich die Rendite von Staatsanleihen mit langer Restlaufzeit weiter nach oben schrauben sollte.

Rentenmarkt

Vor zwei Monaten hatten wir an dieser Stelle eine Fortsetzung des Renditeanstiegs von US-Staatsanleihen mit längerer Laufzeit bei gleichzeitig unveränderten Renditen von Papieren mit kurzer Restlaufzeit und damit insgesamt eine Versteilerung der Zinsstrukturkurve prognostiziert. Diese Einschätzung hat sich in vollem Umfang materialisiert. Während sich die Rendite 2-jähriger Treasuries mit 0,15 % weiterhin in der Mitte des Leitzinszielbandes bewegt und im 5-jährigen Bereich ein Anstieg um 47 Basispunkte auf 0,81 % zu beobachten war, legte die Rendite von Treasuries mit einer 10-jährigen Restlaufzeit um 63 Basispunkte auf zuletzt 1,53 % zu (siehe Grafik unten).

USA: Anleihenrendite in %



Quelle: Refinitiv, eigene Darstellung

Der Renditeanstieg am langen Ende beschleunigte sich im Februar zum Verdruss der Aktienmärkte, auf die gleich zurückzukommen ist. Ende Februar wurde in der Spitze eine Rendite der 10-jährigen Papiere von knapp 1,61 % festgestellt und damit der höchste Stand seit Mitte Februar 2020. Nach einer kurzen Konsolidierung über den Monatswechsel erklomm die Rendite erneut dieses Niveau. Ultralange US-Staatsanleihen mit einer Laufzeit von 30 Jahren erreichten im Hoch sogar 2,39 %.

Deutlicher Renditeanstieg am langen Ende...

Der deutliche Anstieg der Rendite langlaufender Papiere ging über die Erwartungen der meisten Beobachter hinaus, und grundsätzlich stellt sich die Frage, warum er sich ausgerechnet in den letzten Tagen materialisierte. Die sprunghaften Bewegungen in der Größenordnung von 15 bis 20 Basispunkten pro Tag lassen jedenfalls unschöne Erinnerungen an den Höhepunkt der Corona-Krise im Frühjahr 2020 aufleben, als die Renditen zuletzt Achterbahn fuhren. Der Grund lag damals vermutlich in einer fehlenden Marktliquidität, und es wäre denkbar, dass dies heute abermals zutrifft. Grundsätzlich sollte der Markt für US-Staatsanleihen durch das hohe Volumen der ausstehenden Papiere und die große Bedeutung des US-Dollars als Leitwährung der liquideste der Welt sein. Doch die zunehmende Regulierung der Finanzwirtschaft seit der Lehman-Krise im Jahr 2008 hinterließ ihre Spuren, und offensichtlich kommt es deshalb immer wieder zu größeren Friktionen.

...ist vielleicht auch das Ergebnis von mangelnder Liquidität am Markt.

Grundsätzlich gibt es gute Gründe, von einem mittelfristigen Anstieg der Anleiherenditen auszugehen. Hierzu zählen vor allem die allgemeine Konjunkturerholung mit Überwindung der Corona-Pandemie und die im Vergleich zur Trump-Administration nochmals gesteigerte Ausgabefreudigkeit der neuen Regierung von Joe Biden. Bereits in den letzten Quartalen wies die Richtung der Schuldenaufnahme stramm nach oben. So gab das US-Schatzamt im Jahr 2019 noch für durchschnittlich 27,2 Mrd. US-Dollar pro Quartal neue Anleihen heraus. Im Corona-Jahr 2020 stieg dieser Wert auf durchschnittlich 44,0 Mrd. US-Dollar, und im 1. Quartal 2021 wurden 63,1 Mrd. US-Dollar veranschlagt. Zusammen mit der notwendigen Refinanzierung auslaufender Papiere beanspruchte das Schatzamt

Hoher Finanzbedarf des Staates.

den Markt zuletzt mit einer Kapitalaufnahme in Höhe von 126 Mrd. US-Dollar pro Quartal im Vergleich zu 84,0 Mrd. US-Dollar vor einem Jahr.

Kurzfristig könnten neben den langfristigen Argumenten für höhere Renditen auch die für Anfang April und Anfang Mai anstehenden Veröffentlichungen der voraussichtlich hohen Inflationswerte für März und April für Renditeauschläge nach oben sorgen. Da sich der Rückgang der Anleihekurse zuletzt aber sehr schnell vollzog und wir wie oben ausgeführt keine Änderung der Geldpolitik erwarten, erachten wir aktuell für die zweite Jahreshälfte 2021 eher eine Marktberuhigung.

Aktienmarkt

Die vergangenen Wochen können ohne Übertreibung als eine Zeit der Extreme bezeichnet werden. Auf der einen Seite standen üppige Zugewinne, auf der anderen heftige Verluste. Und darüber hinaus nahm die Volatilität deutlich zu. Vereinfacht gesprochen fand eine Art Branchenrotation statt, wobei weniger bestimmte Wirtschaftszweige, sondern vielmehr die Stellung der jeweiligen Unternehmen hinsichtlich der Corona-Krise bedeutend waren. Alle jene Titel, die tendenziell zu den Gewinnern der Lockdown-Maßnahmen gerechnet wurden, standen auf der Verkaufsliste der Anleger, darunter vor allem Technologiewerte. Umgekehrt wurden Unternehmen aus althergebrachten Branchen gesucht, die von einer Lockerung der Lockdown-Maßnahmen profitieren dürften, vor allem also Werte aus den Bereichen Touristik und Freizeit, aber auch Industrieaktien und typische Zykliker wie die Chemiebranche.

Zuletzt extreme Kursschwankungen beobachtbar.

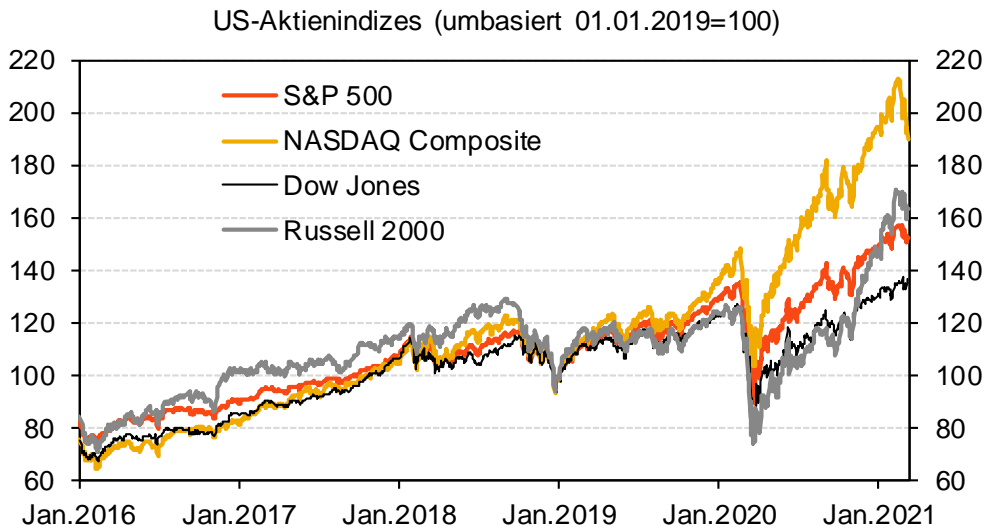
Diese Branchenrotation ist grundsätzlich nicht neu, denn sie wurde von den Marktteilnehmern im Zuge der Impfstoff-Euphorie Anfang November 2020 bereits einmal vorgenommen. In den letzten Wochen beschleunigte sich der Trend jedoch. Außerdem kamen weitere Faktoren hinzu, nämlich der bereits oben angesprochene Renditeanstieg und die Sorge vor Inflation. Sie belasteten den Technologiesektor zusätzlich, denn die teilweise recht üppigen Bewertungen der Aktien treten vor dem Hintergrund einer zunehmenden Attraktivität von Anleihen deutlicher hervor. Außerdem werden bei noch nicht oder nur wenig rentablen jungen Unternehmen die in weiter Ferne liegenden Gewinne möglicherweise durch einen höheren Diskontierungsfaktor belastet. Die üblicherweise verwendeten Bewertungsmodelle sorgen auf diesem Weg für verhaltenere Kursaussichten, sofern stets die aktuellen Markttrenditen als Maßstab verwendet werden.

Renditen lasten auf Aktienkursen.

In der Folge erreichte der Dow Jones als Kursbarometer etablierter Aktiengesellschaften in den letzten Wochen mehrmals neue Allzeithochs. Er legte seit Jahresanfang um 3,9 % zu (siehe Grafik nächste Seite). Noch stärker war der Aufwärtstrend des Nebenwerteindex Russell 2000. Die Aktien der vielen mittelständischen Unternehmen verteuerten sich durchschnittlich um 11,6 %. Auf der anderen Seite ging der NASDAQ Composite-Index in diesem Jahr bislang um 2,2 % zurück. Setzt man den Höchststand von Mitte Februar an, dann beträgt das Minus knapp 11 %. Manche Einzelwerte aus dem NASDAQ-Universum mussten jedoch noch deutlichere Abschläge von 30 %, 40 % oder über 50 % verkraften. Dies betrifft nicht zuletzt viele Werte aus dem Bereich Umwelttechnologien und alternative Antriebskonzepte, die seit dem Wahlsieg von Joe Biden einen wahren Hype erlebt hatten und vor deren übertriebenen Kurssteigerungen wir im letzten

Old Economy hui, Tech-Werte pfui.

US-Kapitalmarktbericht warnten. Der S&P 500 als der vielleicht wichtigste, da ausgewogenste Aktienindex der USA, steht mit einem Plus in Höhe von 1,7 % seit Jahresanfang übrigens in der Mitte dieser Extreme.



Quelle: Haver Analytics, eigene Darstellung

In den letzten Wochen mehrten sich Tage mit größeren Ausschlägen der Indizes um 1 %, 2 % oder bis zu 3 %, und auch die Richtungswechsel innerhalb der Handelssitzungen nahmen zu. Allgemein lässt sich von einer zugenommenen Nervosität sprechen. Sie entzündet sich an Nachrichten, die für sich genommen für den Gesamtmarkt vielleicht weniger relevant sind, aber scheinbar Sand im Getriebe darstellen. Zu denken ist insbesondere an die Folgen der Kurskapriolen der GameStop-Aktie und ähnlicher Werte im Zuge des Kräftemessens zwischen über das Internet organisierten Kleinanlegern und Hedgefonds. Eine noch größere Rolle spielte der Renditeanstieg, der in seinem Ausmaß etwas unerwartet kam, auch wenn die Realrenditen durch den gleichzeitigen Inflationsanstieg nur wenig Veränderung aufweisen. Der eigentliche Grund für die Nervosität dürfte deshalb vor allem der deutliche Anstieg der Aktienkurse seit Frühjahr 2020 sein, der zumindest bislang nicht durch einen Gewinnanstieg der Unternehmen gerechtfertigt war. Vielmehr wurde die erhoffte Gewinnentwicklung nur vorweggenommen. Wenn die Unternehmensprofite in den kommenden Monaten mit voraussichtlich vorteilhafter konjunktureller Entwicklung aber zulegen, sollten auch die Bewertungen etwas zurückgehen. Dies könnte für eine gewisse Abnahme der Nervosität sorgen, zumal wir im zweiten Halbjahr wie oben ausgeführt auch mit einer leichten Entspannung hinsichtlich der Renditeentwicklung rechnen.

Aus einem anderen Aspekt heraus wäre es allerdings denkbar, dass die Grundnervosität erhalten bleibt, zu der zeitnahe, heftige Reaktionen auf Ereignisse gehören, welche die professionellen Marktteilnehmer längst antizipiert haben. Dies ist der gestiegene Einfluss von unerfahrenen Kleinanlegern, die sich seit dem vergangenen Frühjahr massenhaft am Aktienmarkt engagiert haben. Aufschlussreich ist in diesem Zusammenhang eine Studie von Wissenschaftlern der Villanova-Universität in Pennsylvania, die auf der Veröffentlichung von aggregierten Wertpapierbeständen des US-Brokers Robinhood basiert. Die drei Autoren zeigen, dass die Kleinanleger ihre Handelsaktivitäten sehr stark am aktuellen Nachrichtenstrom orientieren und sich darüber hinaus von Gerüchten und

Der Markt ist aktuell sehr nervös,...

...aber höhere Unternehmensgewinne wären ein gutes Beruhigungsmittel

Kleinanleger richten Handelsaktivitäten an aktuellen Nachrichten aus.

Emotionen leiten lassen. Abwertend schreiben sie von „Noise Trading“, also vom Lärm-Handel, da die Beweggründe oftmals irrational sind und die eigentlich relevanten Informationen nicht berücksichtigt werden. Hierbei macht sich vermutlich nicht nur die fehlende Erfahrung, sondern ganz allgemein ein fehlendes Basiswissen über die Wirtschaft und die Finanzmärkte bemerkbar. Daneben würden die Kleinanleger insbesondere in Crash-Phasen trendverstärkend wirken. Als Anekdote sei an dieser Stelle erwähnt, dass in den USA jüngst ein Fonds aufgelegt wurde, dessen Anlageentscheidungen über die Auswertung von Marktmeinungen in Internetforen mit Hilfe von künstliche Intelligenz bestimmt werden. Die Studie aus Pennsylvania spricht eher gegen diesen Investmentansatz.

Kleinanleger wirken oftmals trendverstärkend.

An den US-Aktienmärkten kamen zuletzt die Börsenlieblinge des Jahres 2020 aus dem Technologiebereich unter Druck, und angesichts von absehbar höheren Inflationsraten in den beiden kommenden Monaten und möglicherweise weiterhin anziehenden Renditen langlaufender Staatsanleihen haben die Kurse ihre Jahrestiefstände möglicherweise noch nicht gesehen. Kurzfristig scheint der Tech-Markt allerdings überverkauft und auch mittel- bis langfristig stehen die Perspektiven für viele Unternehmen nicht schlecht. Im Gegensatz zu den Unternehmen am Neuen Markt weisen viele Betriebe heute ein funktionierendes Geschäftsmodell auf. Umgekehrt scheint für Aktien der Old Economy und hier insbesondere die sogenannten Recovery-Werte die Luft aktuell etwas dünner zu werden. Aber angesichts der laufenden Konjunkturerholung und weiterhin niedriger Realrenditen dürften auch solche Titel in den kommenden Monaten wieder gesucht sein. Der Gesamtmarkt hat vor diesem Hintergrund zumindest noch moderaten Kursspielraum nach oben.

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	-6,8	4,0	1,5	1,8	1,2	0,3	1,0	9,1	8,2	7,6	8,0	8,7
- Deutschland	2,9	1,3	0,6	-5,3	3,5	1,5	1,7	1,4	0,4	1,5	5,7	5,2	5,0	5,9	6,5
UK	1,7	1,3	1,3	-10,6	4,5	2,7	2,5	1,8	0,9	1,5	4,4	4,1	3,8	5,0	5,5
USA	2,3	3,0	2,1	-3,5	3,8	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	-5,3	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	2020e	2021e	2017	2018	2019	2020e	2021e	2017	2018	2019	2020	2021e
EWU	3,1	3,1	2,7	1,9	2,4	-1,0	-0,5	-0,6	-10,1	-5,0	1,20	1,15	1,12	1,22	1,23
- Deutschland	7,8	7,4	7,1	5,8	6,8	1,2	1,8	1,5	-8,2	-3,2	-	-	-	-	-
UK	-3,5	-3,9	-4,0	-2,0	-3,8	-1,8	-2,3	-2,2	-16,5	-9,2	1,35	1,28	1,30	1,37	1,28
USA	-2,3	-2,2	-2,2	-2,1	-2,1	-4,5	-5,8	-6,3	-18,7	-8,7	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Japan	4,2	3,6	3,6	2,9	3,2	-3,2	-2,5	-3,3	-14,2	-6,4	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	0,25	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	1,35
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: Main Refinancing Operation; 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

	Q3 18	Q4 18	Q1 19	Q2 19	Q3 19	Q4 19	Q1 20	Q2 20	Q3 20	Q4 20	09.03.
CRB-Index**	195,2	169,8	183,8	181,0	173,9	185,8	121,8	138,0	148,5	167,8	191,3
Ölpreis (Brent)*	82,7	53,8	68,4	66,6	60,8	66,0	22,8	41,2	41,0	51,8	67,8

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.