

Kapitalmarktbericht USA

Nr. 2: Die Märkte preisen ein „höher für länger“ der Leitzinsen ein.



9. März 2023

Konjunktur und Geldpolitik: Die Stimmungsindikatoren für die Industrie sowie die Auftragseingänge deuten auf einen Abschwung hin, aber der robuste Arbeitsmarkt sowie steigende Löhne sorgten für eine Verbesserung des Verbrauchervertrauens und einen weiterhin auf eine Expansion ausgerichteten Dienstleistungssektor. Wieder etwas höhere Inflationszahlen für Januar lassen es unterdessen möglich erscheinen, dass die Notenbank auf ihrer nächsten Sitzung am 22. März erneut eine umfassende Leitzinserhöhung um 50 Basispunkte vornimmt nach einem kleinen Zinsschritt um 25 Basispunkte im Februar. Entscheidend dürfte der Arbeitsmarktbericht morgen sowie die Inflationsveröffentlichung für Februar am kommenden Dienstag sein.

Rentenmarkt: Die perspektivisch noch straffere Geldpolitik sorgte für einen Kurswechsel an den Märkten mit einem Renditeanstieg ab Februar. Besonders stark wirkte sich dies auf die Renditen am kurzen Ende der Zinsstrukturkurve aus. So stieg die Rendite von Papieren mit 2-jähriger Restlaufzeit über die Marke von 5 %, während die Rendite der 10-jährigen Staatsanleihen bislang unter 4 % verharrt.

Aktienmarkt: Sinkende Kapitalmarktrenditen im Januar sowie die erhoffte Leitzinswende ab Sommer 2023 sorgten für einen fulminanten Jahresstart der Aktienmärkte. Die Aussicht auf höhere Leitzinsen aufgrund der höher als erwartet ausgefallenen Inflationsraten versetzte der Euphorie im Februar jedoch einen Dämpfer. Sich eintrübende Unternehmensgewinne können zukünftig stärker auf den Kursen lasten.

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

Konjunktur und Geldpolitik

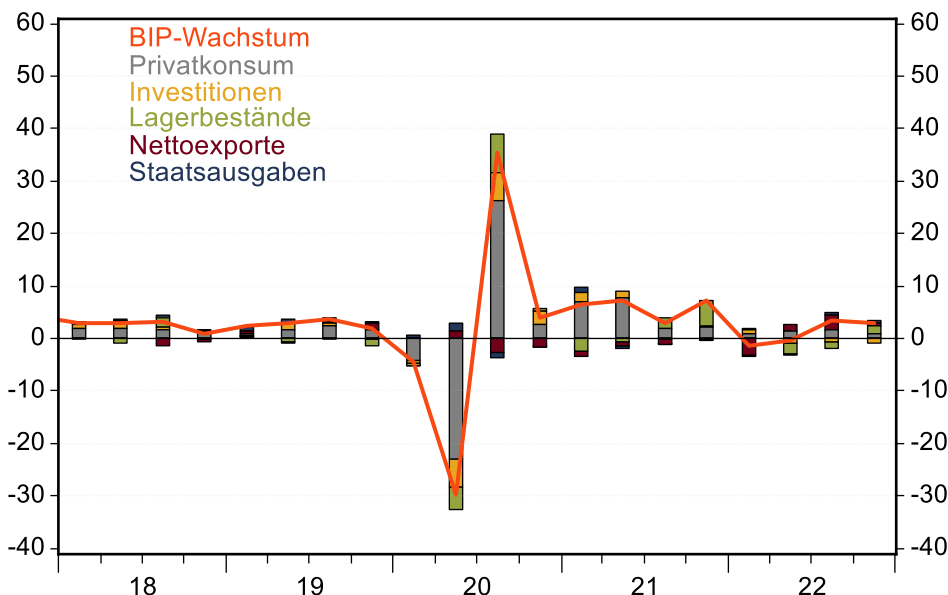
In der letzten Ausgabe des Kapitalmarktberichts USA von Januar stellten wir die Vermutung an, dass die offiziellen Statistiken den Konsum der Privathaushalte etwas zu hoch ausweisen könnten, wozu möglicherweise eine zu niedrige Schätzung der Inflation beiträgt. Die abschließende Berechnung des Wirtschaftswachstums für das 4. Quartal 2022, die am 23. Februar veröffentlicht wurde, bestätigt diese Sichtweise nun zumindest in groben Zügen. Die Steigerungsrate des Privatkonsums wurde von annualisiert 2,1 % bei der zweiten Schätzung auf nun 1,4 % deutlich nach unten revidiert. Gleichzeitig wurde die Veränderungsrate des BIP-Preisindex von 3,5 % auf 3,9 % nach oben gesetzt. Vor diesem Hintergrund war es auch notwendig, die Schätzung für das BIP-Wachstum insgesamt im 4. Quartal von annualisiert 2,9 % auf 2,7 % nach unten zu nehmen.

An unserer grundsätzlichen Einschätzung der US-Konjunktur ändert dieses Detail jedoch nichts. Die Wirtschaft präsentiert sich trotz der deutlichen Leitzinsanhebungen der Notenbank im vergangenen Jahr, die sich aufgrund der zeitlichen Wirkungsverzögerung selbstverständlich noch nicht in vollem Umfang bemerkbar machen konnten, überaus robust. Dies zeigt auch der Vergleich mit Deutschland, wo die Wirtschaftsleistung im 4. Quartal 2022 um 0,4 % gegenüber dem Vorquartal schrumpfte, obwohl Erdgasrationierungen nicht notwendig waren. Und da auch für das laufende Quartal mit einem leichten Rückgang des deutschen BIPs gerechnet werden muss, befindet sich die Bundesrepublik aktuell vermutlich zumindest in einer technischen Rezession, während die US-Wirtschaft wächst.

Ein geringerer Konsum führte zur Abwärtsrevision des BIP-Wachstums im 4. Quartal,...

...doch die US-Wirtschaft ist weiterhin sehr robust,...

USA: BIP-Quartalsveränderungsrate Wachstumsbeiträge in Prozentpunkten



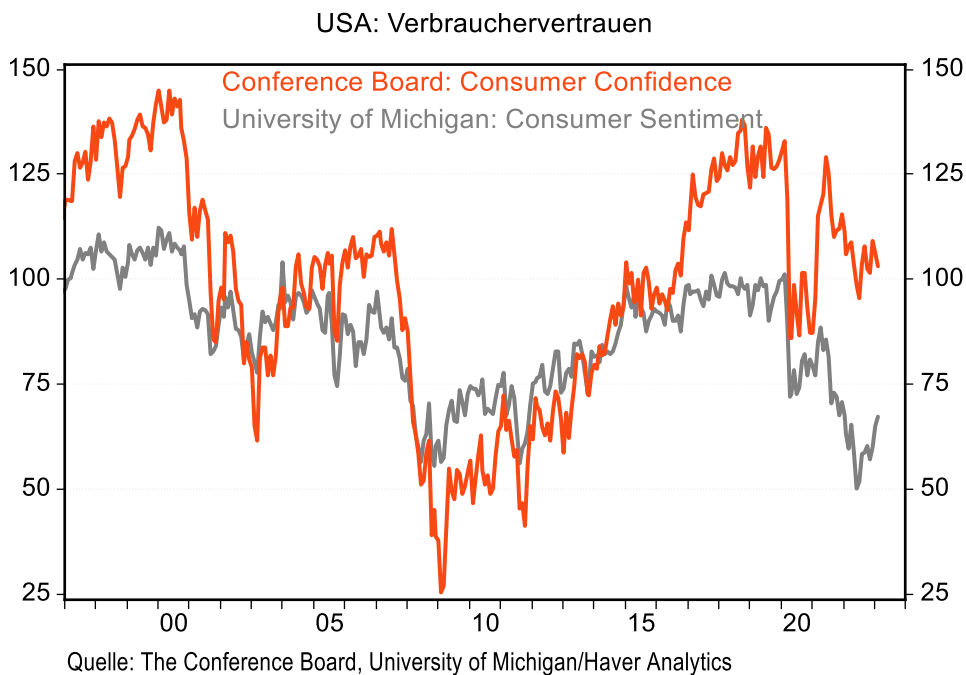
Die in den vergangenen Wochen veröffentlichten Konjunkturindikatoren fügen sich in diese Bild ein. Sie stützen einerseits die Argumentation eines nachlassenden Wirtschaftswachstums in der vor uns liegenden Zeit und andererseits dokumen-

...während die Indikatoren gemischt ausfallen.

tieren sie die immer noch gute Verfassung der Wirtschaft beziehungsweise sogar gewisse Auftriebskräfte.

Ein gutes Beispiel für diese janusköpfige Lage ist das US-Verbrauchervertrauen. Sowohl der entsprechende Index der Universität Michigan wie auch sein Gegenstück vom Conference Board bewegten sich in den letzten Monaten einerseits weit unterhalb der Vor- und Nach-Corona-Höchststände. Andererseits haben sie sich zuletzt auch wieder oberhalb der Tiefstände vom Sommer 2022 etabliert. Das Stimmungsbarometer der Universität Michigan stieg sogar von einem Allzeittief bei 50 Punkten im Juni letzten Jahres auf zuletzt 67,0 Punkte an. Ein wesentlicher Grund hierfür war das Ausbleiben weiterer Benzinpreissteigerungen beziehungsweise sogar ein leichter Rückgang der Preise an den Zapfsäulen bei einer gleichzeitig unverändert guten Verfügbarkeit von Arbeitsplätzen und Lohnsteigerungen. Der Konsum der Privathaushalte bleibt deshalb trotz der immer noch hohen Inflation eine Konjunkturstütze, und die Einkaufsmanagerindizes für den Dienstleistungsbereich signalisieren eine Expansion.

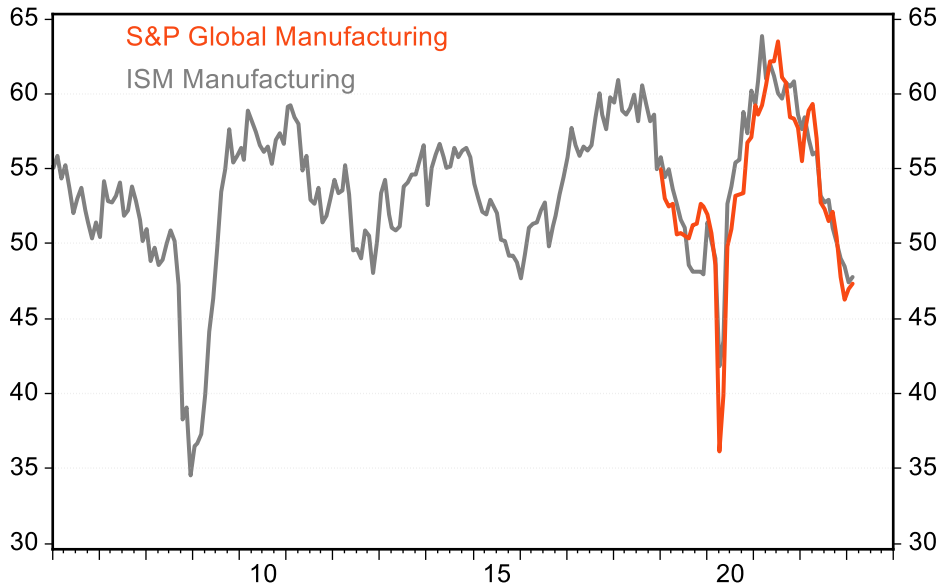
Das Verbrauchervertrauen entfernte sich von den Tiefständen,...



Auf der anderen Seite bewegen sich die Einkaufsmanagerindizes für das verarbeitende Gewerbe seit geraumer Zeit unterhalb des Niveaus von 50 Punkten, was auf eine konjunkturelle Verschlechterung der Lage in den kommenden Monaten hindeutet. Hieran ändern auch die für Februar gemeldeten Anstiege des Index von S&P Global auf 47,3 Punkte nach 46,9 Punkten im Januar und des ISM-Index auf 47,7 Punkte nach 47,4 Punkten nichts (siehe Grafik nächste Seite). Die Industrieunternehmen bekommen den Gegenwind der Leitzinserhöhungen in Form von rückläufigen Auftragseingängen durchaus zu spüren. Im Januar betrug die Jahresveränderungsrate im Fall der langlebigen Güter exklusive Transportsektor lediglich 1,6 %, wobei die Zahlen nur nominell erfasst werden, aber nicht inflationsbereinigt. Dies bedeutet, dass die Auftragseingänge real im Januar 2022 deutlich unter dem Wert des Vorjahres lagen.

...während die Industrie Rezessionssignale aussendet.

USA: Stimmung im verarbeitenden Gewerbe

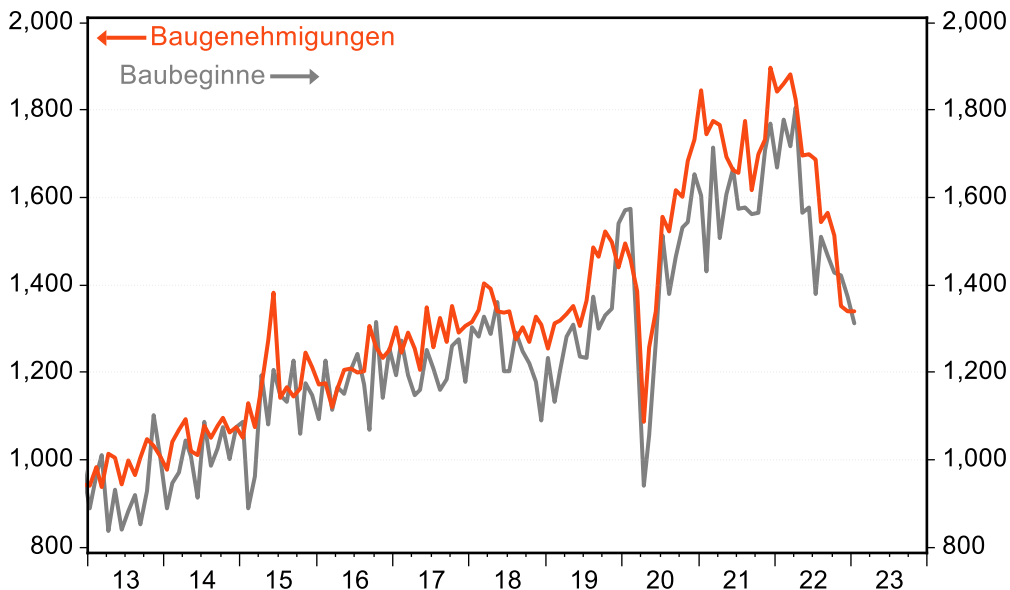


Quelle: S&P Global, Institute for Supply Management/Haver Analytics

Auf dem zinssensiblen Immobilienmarkt fällt die Bilanz der letzten zwei Monate gemischt aus. Auf der einen Seite sanken die Verkäufe bereits genutzter Eigenheime – die sogenannten Wiederverkäufe – im Januar den zwölften Monat in Folge. Während am Jahresbeginn 2022 noch 6,34 Mio. Einheiten auf das Jahr hochgerechnet neue Eigentümer fanden, waren es zuletzt nur 4,0 Mio. Häuser und Eigentumswohnungen. Auch die Baugenehmigungen und Baubeginne waren per Saldo vor dem Hintergrund der gestiegenen Hypothekenzinsen weiter rückläufig, wobei die Entwicklung in diesen beiden Kategorien weniger linear verlief als bei den Wiederverkäufen (siehe Grafik). So legte die Anzahl der Baugenehmigungen im Januar minimal von annualisiert 1,337 Mio. auf 1,339 Mio. Einheiten zu. Im März letzten Jahrs wurden noch auf das Jahr hochgerechnet 1,879 Mio. Genehmigungen erteilt.

Der Immobilienmarkt reagiert auf die höheren Zinsen.

USA: Immobilienmarkt



Quelle: Census Bureau/Haver Analytics

Auf der anderen Seite glauben die Wohnungsbauunternehmen, das Schlimmste bereits überstanden zu haben. Der NAHB-Stimmungsindex erreichte mit 31 Punkten im Dezember 2022 fast den Corona-Tiefstand aus dem Frühjahr 2020 bei 30 Punkten. Im Januar verbesserte er sich jedoch auf 35 Punkte und im Februar auf 42 Punkte. Ob das Größte wirklich hinter der Bauwirtschaft liegt, dürfte allerdings vor allem von der weiteren Zinsentwicklung abhängen. Es ist nicht auszuschließen, dass die Umfrageergebnisse von der bis jüngst am Markt kursierenden Erwartung bald wieder sinkender Leit- und Hypothekenzinsen geprägt waren.

Die Bauwirtschaft glaubt an bessere Zeiten,...

Erwähnenswert ist noch, dass sich an den Knappheiten auf dem US-Arbeitsmarkt seit dem letzten Kapitalmarktbericht vor zwei Monaten offenbar nichts geändert hat. Die wöchentlichen Erstanträge auf Arbeitslosenunterstützung waren sogar leicht rückläufig. Sie bewegen sich seit Mitte Januar unter der Schwelle von 200.000 pro Woche. Nähere Aufschlüsse dürfte der offizielle Arbeitsmarktbericht für Februar bieten, der an diesem Freitag veröffentlicht werden soll. Neben der Höhe des Stellenaufbaus im Februar ist die Frage von Interesse, ob die für Januar gemeldete, überraschend hohe Zahl von 517.000 neuen Jobs außerhalb des Agrarsektors noch unten revidiert werden muss oder bestätigt werden wird.

...und der Markt für Arbeitskräfte ist weiterhin ausgetrocknet.

An der Beurteilung von Lage und Perspektiven der US-Wirtschaft hat sich in den letzten Wochen nur wenig geändert. Wir gehen weiterhin davon aus, dass die Konjunkturerwicklung in den nächsten Monaten von den massiven Leitzinserhöhungen gedrückt werden wird. Hierauf deuten insbesondere die Einkaufsmanagerindizes für das verarbeitende Gewerbe und auch die faktische Entwicklung auf dem Immobilienmarkt hin. Außerdem birgt die Inflationsentwicklung, auf die im nächsten Abschnitt zurückzukommen ist, für die Notenbank die Notwendigkeit, ihre Leitzinserhöhungen noch längere Zeit fortzusetzen, womit auch der hierdurch verursachte Druck nochmals zunehmen wird. Auf der anderen Seite dürfte die allgemeine Arbeitskräfteknappheit einem umfassenden Anstieg der Arbeitslosigkeit entgegenstehen. Eine hierdurch ausgelöste Verschärfung der konjunkturellen Situation ist demnach unwahrscheinlich, weshalb wir bislang auch nicht von einem deutlichen Einbruch der Wirtschaftsleistung ausgehen.

Auf seiner jüngsten Sitzung Anfang Februar hob der Offenmarktausschuss der US-Notenbank das Zielband für den Geldmarktsatz erwartungsgemäß um 25 Basispunkte auf nun 4,50 % bis 4,75 % an. Fed-Chef Jerome Powell zeigte sich auf der anschließenden Pressekonferenz zuversichtlich, dass die US-Wirtschaft ein „hard landing“, also eine Rezession, vermeiden könne, und er präsentierte sich darüber hinaus sehr entspannt, beispielsweise hinsichtlich der in der unmittelbaren Zeit vor der Sitzung verbesserten Finanzierungskonditionen für Unternehmen aufgrund gesunkener Marktzinsen.

Die US-Notenbank ging zwar zu kleinen Zinsschritten über,...

Die dagegen eher falkenhaften Kommentare der anderen Mitglieder des Offenmarktausschusses und insbesondere der Präsidenten der regionalen Notenbanken in den nachfolgenden Wochen relativieren allerdings die Sichtweise von Powell deutlich. Und der Notenbankchef präsentierte zuletzt auch in dieser Woche bei seiner Anhörung vor dem Bankenausschuss des US-Senats eine restriktivere Sicht der Dinge. Demnach sei die Fed bereit, das Tempo der Zinserhöhungen wieder zu erhöhen, wenn die Datenlage eine schnellere Straffung der Geldpolitik rechtfertigen würde. Ein erneuter Zinsschritt um 50 Basispunkte bei der nächsten Sitzung des Offenmarktausschuss am 22. März ist demnach keineswegs ausgeschlossen.

...aber nun wird eine Rückkehr zu großen Erhöhungen um 50 Basispunkte nicht mehr ausgeschlossen,....

Zudem betonte Powell, dass der Leitzinszenit wahrscheinlich höher liegen würde als bislang angenommen.

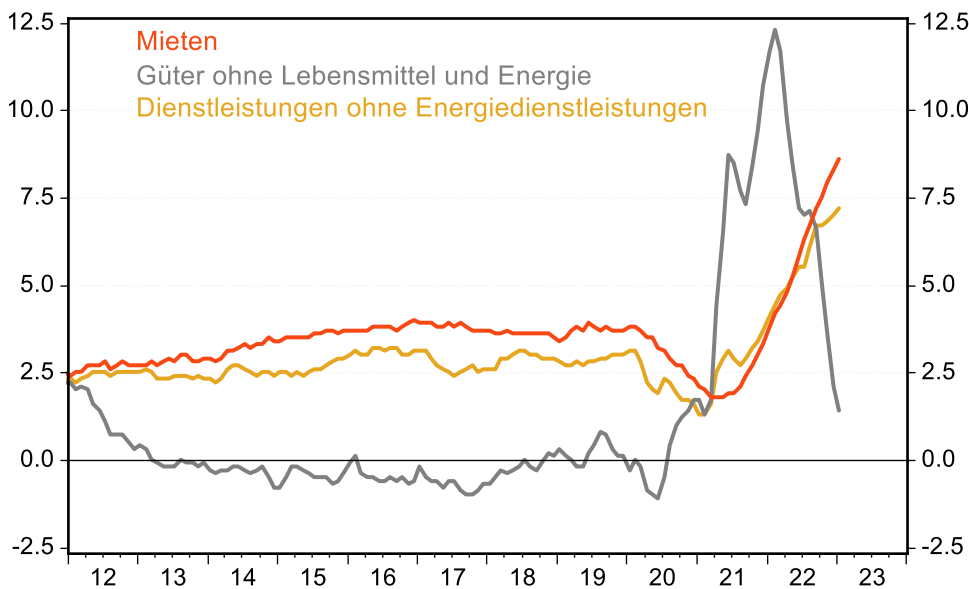
Ein wichtiger Grund für die etwas geänderte Sichtweise des Fed-Chairmans dürfte neben den robusten Konjunkturdaten die neuesten Zahlen zur Inflation gewesen sein. Im Januar als jüngsten Berichtsmonat beschleunigte sich die Teuerung gemessen am Verbraucherpreisindex auf 0,5 % in der Monatsrate beziehungsweise auf 0,4 % ohne Energie und Lebensmittel. Das waren die höchsten Werte seit drei Monaten. Die Jahresraten fielen zwar jeweils um 0,1 Prozentpunkte auf 6,4 % respektive 5,6 % ohne Berücksichtigung von Energie und Lebensmitteln. Der Rückgang fiel jedoch geringer aus als am Markt erwartet worden war und die hohen Monatsraten zeigen, dass für das Absinken ohnehin nur der statistische Basiseffekt als Ursache wirkte.

...nachdem die Inflation im Januar weniger stark als erwartet zurückging,...

Dass sich der von den Kapitalmärkten und der Notenbank herbeigewünschte kontinuierliche Rückgang der Inflation in der Praxis bislang nicht einstellt, zeigt auch das Zahlenwerk zu den Deflatoren der persönlichen Konsumausgaben. Dabei handelt es sich um das von der Notenbank bevorzugte Messinstrument. Der Monatsanstieg der Preise sowohl des umfassenden Warenkorbs wie auch des Kernkorbes ohne Energie und Lebensmittel betrug jeweils 0,6 % und damit so viel wie seit Sommer 2022 nicht mehr. Außerdem mussten die Jahresraten für Dezember nach oben revidiert werden, und sie stiegen von diesem höheren Niveau aus im Januar sogar um jeweils 0,1 Prozentpunkte an auf 5,4 % beziehungsweise 4,7 % in der Kernrate. Das Bild des reibungslosen disinflationären Pfades, an dem viele Marktteilnehmer noch im Januar glauben wollten, hat also deutliche Risse bekommen.

...beziehungsweise sogar ein Wiederanstieg gemessen wurde.

USA: Inflation (in % ggü. Vorjahr)



Quelle: Bureau of Labor Statistics/Haver Analytics

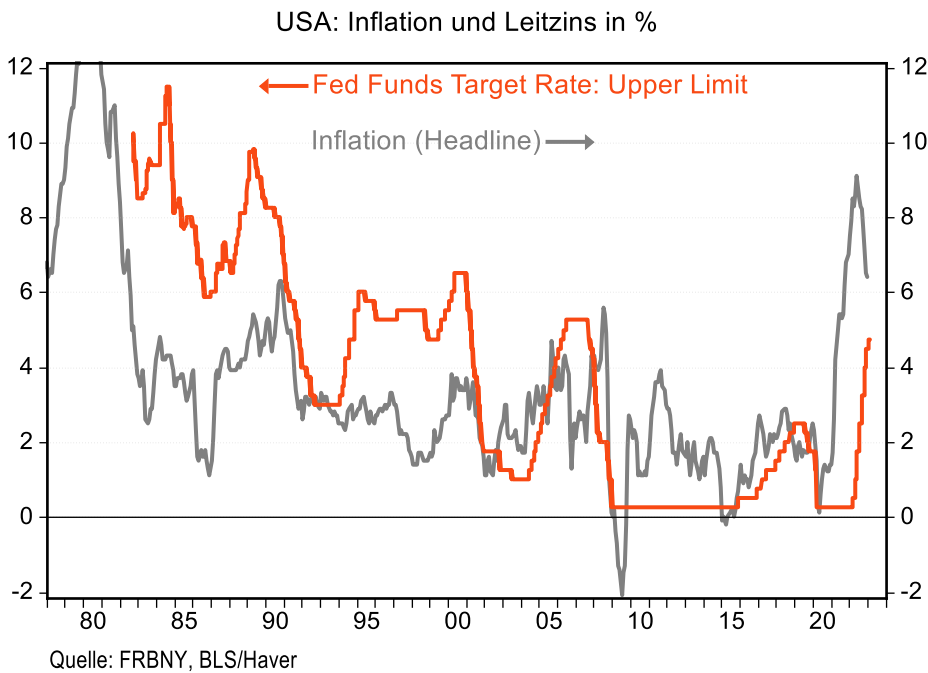
Ein noch eindringlicheres Bild zeichnen die Komponenten der Inflationsentwicklung (siehe Grafik oben). Der Rückgang der allgemeinen Teuerung im letzten Drittel des Jahres 2022 geht vor allem auf das Konto gesunkener beziehungsweise nicht mehr so stark wie zuvor gestiegener Güterpreise. Die Gründe hierfür sind eine rückläufige Nachfrage nach Unterhaltungselektronik und Ähnlichem nach der Boom-Phase

Die Dienstleistungs-inflation hat den Zenit noch nicht überschritten,...

während der Corona-Zeit sowie weniger angespannte Lieferketten. Dagegen kann insbesondere im Bereich der Dienstleistungen von einer „Peak-Inflation“, also dem Überschreiten eines Zenits, noch nicht einmal ansatzweise die Rede sein. Die Inflation stieg in diesem Bereich nahezu ungebremst weiter und hat mit 7,2 % im Januar ein neues Mehrjahreshoch erreicht (siehe Grafik vorige Seite). Ähnliches gilt für die Mieten.

Ein wichtiger Treiber sind unter anderem höhere Löhne. Über das Niveau der Lohnsteigerungen geben die einschlägigen Quellen unterschiedliche Auskünfte. So wurde im jüngsten offiziellen Arbeitsmarktreport für Januar ein Plus der durchschnittlichen Stundenverdienste von 4,4 % gegenüber dem Vorjahrsmonat angegeben. Dagegen stellte der auf Lohnabrechnungssoftware spezialisierte Datenanbieter ADP für den gleichen Monat einen Zuwachs der Jahreslöhne in Höhe von 7,3 % im Fall von kontinuierlichen Stellenbesetzungen fest und von 15,4 % bei Besetzungen mit neuem Personal. Unabhängig von der Frage, warum die Zahlen so weit auseinanderklaffen und ob hierfür allein die unterschiedliche Betrachtungsweise zwischen Stunden- und Jahreslöhnen ausschlaggebend sein kann, bleibt festzuhalten, dass es sich um weit höhere Werte als in der Vergangenheit handelt, auch wenn die durchschnittlichen Stundenverdienste ihre höchste Zuwachsrate mit 5,9 % bereits im März 2022 hatten.

...und die Löhne steigen vergleichsweise stark an.



Zur Beurteilung des zukünftigen Pfades der US-Geldpolitik ist neben diesen Zahlen auch ein Blick auf eine Grafik nützlich, die wir schon vor einigen Monaten an dieser Stelle verwendet hatten, die Gegenüberstellung von US-Verbraucherpreisindex sowie Leitzins seit Anfang der 1980er Jahre (siehe oben). In der Vergangenheit war es stets so, dass die Notenbank zur Bekämpfung einer erhöhten Inflation den Leitzins deutlich über das Niveau der Teuerungsrate anheben musste. Wahrscheinlich hat das erfahrungsgemäß niedrigere Wirtschaftswachstum im letzten Jahrzehnt im Vergleich zu den 1980er und 1990er Jahren zu der Annahme verleitet, dass heutzutage eine nur mäßige Anhebung des Leitzinses auf ein Niveau unterhalb der Teuerungsrate bereits eine restriktive Wirkung entfalten würde. Wie die Entwicklung am Jahresbeginn 2023 zeigt, dürfte diese Annahme jedoch verfehlt

Gemäß den Mustern der Vergangenheit sind noch deutliche Zinsanhebungen notwendig.

gewesen sein, da die Konsequenzen des ausgetrockneten Arbeitsmarktes, unter anderem aufgrund einer anderen demographischen Lage mit der Pensionierung der Babyboomer-Generation, nicht ausreichend gewürdigt wurden. Und rein numerisch betrachtet ist die US-Geldpolitik noch nicht wirklich restriktiv, da der Leitzins trotz umfassender Anhebungen weiterhin kleiner als die Teuerungsrate ausfällt und der Realzins damit sogar negativ ist. Alles in allem spricht somit auch die Vogelperspektive für einen weiteren Anstieg der Leitzinsen in den USA.

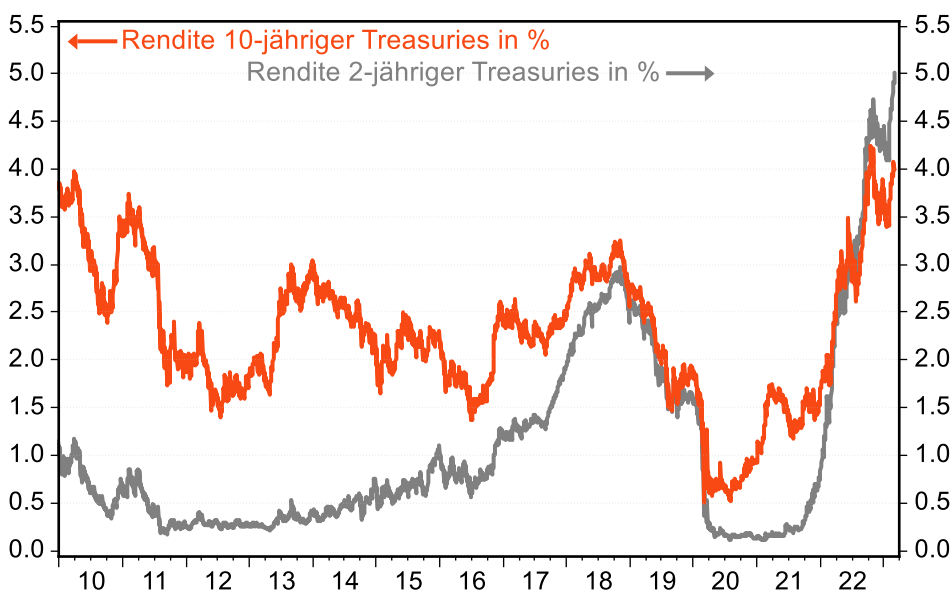
Die Notenbank wird den Leitzins zur Inflationsbekämpfung auf ihren bevorstehenden Sitzungen noch mehrmals anheben müssen. Insbesondere die höher als erwartet ausgefallenen Inflationsdaten für Januar, denen erst nächste Woche die Werte für Februar folgen werden, sprechen gegen die noch vor wenigen Wochen am Markt für die Jahresmitte 2023 erwartete Leitzinswende. Die Märkte haben das neue Szenario zügig eingepreist und erwarten aktuell einen Leitzinszenit im Bereich zwischen 5,50 % und 5,75 %. Und gemäß den jüngsten Äußerungen von Notenbankchef Powell scheint auch eine Neuauflage von größeren Zinsschritten um 50 Basispunkte auf der nächsten Sitzung in zwei Wochen nicht ausgeschlossen zu sein. Ein Argument für das Eintreten dieses Szenarios wäre ein sehr starker Arbeitsmarktbericht an diesem Freitag sowie von eher hohen Inflationsdaten für Februar nächste Woche, wobei die Absicht zu einer erneuten Beschleunigung des Zinserhöhungspfades sicherlich noch durch inoffizielle Hinweise angekündigt werden würde.

Rentenmarkt

Die im vorherigen Abschnitt diskutierte Verschiebung der Leitzinserwartungen für das Jahr 2023 innerhalb der vergangenen Wochen hinterließen spürbare Wirkungen an den Rentenmärkten. So kletterte die Rendite von Staatsanleihen mit 2-jähriger Restlaufzeit von 4,09 % Anfang Februar auf zuletzt 5,04 % (siehe Grafik).

Die 2-Jahres-Renditen erreichten ein Mehrjahreshoch.

US-Anleihenmarkt



Quelle: Refinitiv/Haver Analytics

Auch die 10-jährigen Papiere durchlebten einen Renditeanstieg, der jedoch verhaltener ausfiel und zu Werten knapp unter 4,0 % führte. Das bisherige Renditehoch in diesem Laufzeitenbereich von Mitte Oktober 2022 bei etwa 4,33 % wurde damit noch nicht überschritten. Während also der Anstieg am „kurzen Ende“ der Zinsstrukturkurve ein Spiegelbild für die innerhalb kurzer Frist geänderten Leitzinserwartungen ist, kann die etwas gemächlichere Aufwärtsbewegung im Bereich der langen Laufzeiten als Indiz dafür gedeutet werden, dass der Markt das höhere Zinsniveau als nicht dauerhaft ansieht und eine Absenkung während der Laufzeit bereits einkalkuliert. Immerhin bewegt sich die Rendite 10-jähriger US-Treasuries bereits heute rund einen Prozentpunkt unterhalb des Leitzinsniveaus.

Bei längeren Laufzeiten verlaufen die Renditeänderungen träger.

Das Entwicklungsmuster an den Rentenmärkten und auch an den Aktienmärkten seit Sommer 2022 kann vielleicht so zusammengefasst werden, dass nach einer gewissen Phase mit Renditesteigerungen aufgrund der restriktiven Geldpolitik immer wieder mehrwöchige Abschnitte folgten, in denen die Märkte glaubten, der Zenit der falkenhaften Haltung wäre von der Notenbank überschritten worden. Sie nahmen deshalb zukünftige Leitzinssenkungen mit Anleihe- und Aktienkäufen vorweg. Bis jetzt folgte anschließend aber jedes Mal wieder eine Phase mit der Erkenntnis, dass die Notenbank noch restriktiver werden müsse als bislang geglaubt.

Da die Leitzinssenkungsphantasien bislang jedes Mal enttäuscht wurden,...

Vor diesem Hintergrund wäre es etwas vermessen, zu behaupten, dass der Zenit zum gegenwärtigen Zeitpunkt wirklich erreicht worden wäre. Beispielsweise erscheint es gut möglich, dass die Veröffentlichung von neuen volkswirtschaftlichen Projektionen und des sogenannten Dot Plot-Charts mit den Leitzinserwartung der Mitglieder des Offenmarktausschusses im Rahmen der kommenden Notenbanksitzung in zwei Wochen eine nochmalige Verschiebung der Leitzinsschwende in die Zukunft sowie insgesamt höhere Zinserwartungen offenbart. Dies hätte das Potenzial, die Renditen noch etwas weiter anzutreiben.

...wäre es vermessen, zu glauben, dass jetzt die Zinsschwende unmittelbar bevorstünde.

Insgesamt bleibt festzuhalten, dass der weitaus größte Teil des Renditeanstiegs im bisherigen Zyklus bereits hinter uns liegen dürfte. Und zweitens erhöht sich mit jedem weiteren Leitzinsanstieg die Gefahr eines „hard landings“ der US-Wirtschaft, also von einer Rezession, womit dann auch die Perspektive für deutlich sinkende Renditen und spiegelbildliche Kurssteigerungen besteht. Insofern birgt die aktuelle Entwicklung das Potenzial für eine weiterhin hohe Volatilität in der Zukunft.

Aktienmarkt

Die Aktienmarktentwicklung während der letzten zwei Monate kann ziemlich exakt in zwei Phasen aufgeteilt werden: Im Januar stiegen die Kurse überraschend und deutlich an, während sie ab Anfang Februar zunächst langsam und später deutlicher nachgaben. In den letzten Tagen war die Entwicklung volatil, aber uneinheitlich. Konkret legte der S&P 500 von Jahresbeginn bis zum 2. Februar und damit dem Tag nach der jüngsten US-Notenbanksitzung zunächst um 8,6 % zu, um dann seither 4,0 % abzugeben.

Die Aktienmärkte legten zu und gaben dann nach...

Mit dieser Deskription ist auch schon ein Hinweis auf die mutmaßlichen Gründe für das Auf und Ab formuliert worden. Der fulminante Jahresstart ging wie oben ausgeführt mit der Erwartung von nur noch wenigen Leitzinserhöhungen und einem

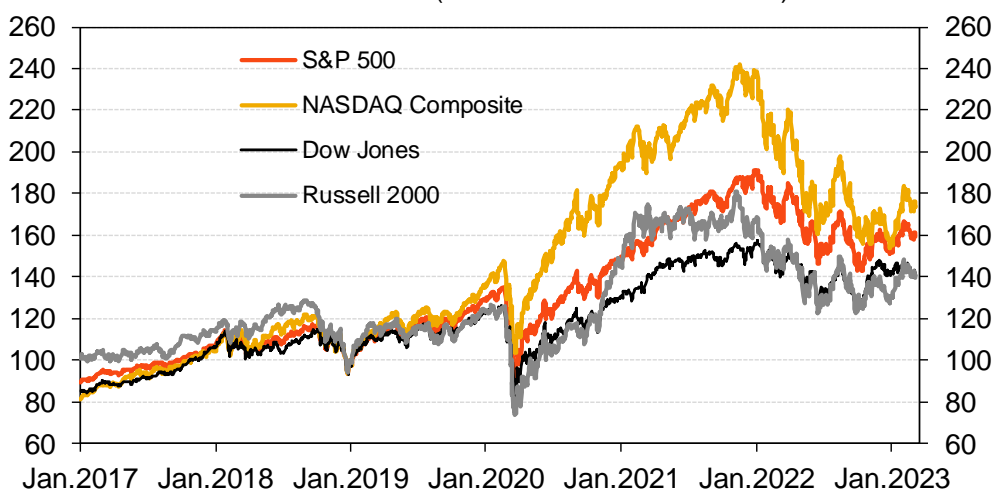
...im Takt der Zinserwartungen,...

ab der zweiten Jahreshälfte 2023 wieder sinkendem Leitzinsniveau einher. Die Kapitalmarktrenditen fielen in diesen Wochen und bescherten damit insbesondere den zinsensiblen Technologieaktien üppige Zugewinne. Den Höhepunkt dieser Entwicklung wurde nicht ohne Zufall kurz nach der US-Notenbanksitzung erreicht, als Fed-Chef Powell einen sehr entspannten Eindruck hinsichtlich günstigeren Finanzierungsbedingungen für Unternehmen machte und sich persönlich davon überzeugt gab, dass ein „hard landing“ der Konjunktur vermieden werden könne. Wie so oft an der Börse, sind in jenen Momenten aber bereits alle preistreibenden Nachrichten in den Kursen bereits verarbeitet, und es folgt ein Trendwechsel in die andere Richtung.

Fundamental begründbar ist der folgende Rückgang der Kurse insbesondere ab Mitte Februar mit den bereits beschriebenen überraschend hohen Inflationsdaten für Januar und dem deutlichen Renditeanstieg am Anleihemarkt sowie der Aussicht auf mehr Leitzinserhöhungen als ursprünglich gerechnet und darüber hinaus mit einer letztendlich längeren Beibehaltung des höheren Zinsniveaus. Und wie bereits an dieser Stelle vor zwei Monaten ausgeführt, spricht insbesondere der grundsätzlich sehr robuste Arbeitsmarkt dafür, dass die Notenbank sich voll auf die Inflationsbekämpfung konzentrieren kann und weniger Rücksicht als in vergangenen Zyklen auf ihr zweites satzungsmäßiges Ziel, nämlich „maximale Beschäftigung“, nehmen muss. Insofern sehen die Märkte die Lage aktuell vermutlich deutlich realistischer als noch vor einigen Wochen.

...die zuletzt aufwärts gerichtet waren.

US-Aktienindizes (umbasiert 01.01.2019=100)



Quelle: Haver Analytics, eigene Darstellung

Viel wichtiger als die Perspektive auf die letzten zwei Monate ist vermutlich der Blick auf das große Ganze an den Märkten und die daraus abgeleiteten Zukunftsperspektiven. Anders formuliert: Wo stehen wir aktuell im Zyklus, und wohin geht die Reise? Wie in der oben abgebildeten Grafik deutlich hervortritt, folgte auf den Corona-bedingten Kurseinbruch im Frühjahr 2020 eine deutliche Aufwärtsbewegung, die je nach Segment oder Index bis zum Herbst 2021 beziehungsweise Jahresbeginn 2022 andauerte. Die Kursrückgänge in der ersten Jahreshälfte 2022 wurden dann von dem ziemlich abrupten Umschalten der Geldpolitik von ultralocker auf restriktiv ausgelöst beziehungsweise auch von höheren Kapitalmarktrenditen aufgrund der steigenden Inflation.

Die Kursrückgänge des Jahres 2022 wurden vom geänderten Zinsumfeld ausgelöst,...

Vorübergehend machte sich auch der Ukraine-Krieg negativ bemerkbar, doch dieses Thema scheint für die Börsen längst abgehakt zu sein. Die Gefahr einer internationalen Eskalation mit einem Hineinziehen der NATO und damit der Auslösung eines dritten Weltkrieges kann zwar nicht völlig ausgeschlossen werden. Aber aus Sicht der Märkte handelt es sich um ein hinsichtlich der Eintrittswahrscheinlichkeit vernachlässigbares Nebenszenario, welches im Frühjahr 2022 nur kurzfristig ein Thema war, aber zwischenzeitlich längst ausgepreist wurde. Grundsätzlich wird die Lage in der Ukraine gewissermaßen nur noch als Stellvertreterkonflikt im „neuen Kalten Krieg“ angesehen sowie als Abnutzungskampf, für dessen grundsätzlich wenig relevanten Ausgang die Frage entscheidend ist, ob der die Ukraine unterstützende Westen oder Russland den längeren ökonomischen Atem und Willen zur Kriegsführung hat.

...und auch der Krieg in der Ukraine spielte eine Rolle,...

Etwas anders würde sich die Lage allerdings dann darstellen, wenn sich abzeichnen würde, dass China seinen Verbündeten Russland mit Materiallieferung unterstützt, wie das der Westen für die ukrainische Seite immer ungehemmter praktiziert. Die hieraus wahrscheinlich folgenden Sanktionsrunden der USA und der EU gegen China hätten das Potenzial, die Konjunktur und die Inflation und damit auch die Aktienmärkte massiv zu beeinflussen.

...wobei Risiken drohen, wenn China Waffen liefern sollte.

Insofern war und bleiben das geänderte Zinsniveau und damit einhergehend die Neubewertung der Aktienmärkte sowie latente Konjunkturängste bislang die wichtigsten Gründe für den Rückgang der Kurse im vergangenen Jahr. Und da zumindest ein Teil der zukünftigen Leitzinserhöhungen bereits eingepreist war und zwischendurch immer wieder die oben beschriebenen Phasen mit der Hoffnung auf eine baldige Leitzinswende aufkeimten, bildeten die Aktienmärkte im letzten Drittel des Jahres 2022 einen Boden aus, beziehungsweise sie setzten sich davon wieder ab. Gemessen am bisherigen Verlaufstief von knapp 3.500 Punkten im Fall des S&P 500 am 13. Oktober 2022 ergibt sich seitdem ein Plus von rund 14 %.

Die Aktienmärkte haben im letzten Drittel 2022 einen Boden ausgebildet,...

Bislang kaum eine Rolle spielten dagegen faktisch sinkende Unternehmensgewinne beziehungsweise eine wirkliche Eintrübung der Konjunktur. Wie ganz zu Beginn des Berichts ausgeführt, läuft die US-Wirtschaft weiterhin sehr robust, und auch die Inflation mag in dem einen oder anderen Fall dabei helfen, real gesunkene Umsätze und Gewinne zu kaschieren. Unter der Oberfläche haben in den letzten Monaten jedoch wichtige Entwicklungen eingesetzt. So machen sich insbesondere das höhere Zinsniveau und auch die aufgrund der Inflation gestiegenen Aufwendungen der Unternehmen allmählich in Form von rückläufigen Gewinnerwartungen der Analysten bemerkbar. Während noch vor wenigen Monaten ein aggregierter Gewinnanstieg der Unternehmen im S&P 500 für das Geschäftsjahr 2023 im Volumen von 10 % gegenüber 2022 angenommen wurde, liegen die neuesten Schätzungen sogar ein paar Prozentpunkte unter den Gewinnen des vergangenen Jahres. In der Berichtssaison zum 4. Quartal 2022 gab es zwar viele positive Überraschungen, aber auch überdurchschnittliche viele Enttäuschungen. Und vereinzelt wird auf den Umstand aufmerksam gemacht, dass die Unternehmensgewinne zwar noch steigen, während aber die Cash-Flows der Unternehmen stagnieren oder sinken. In diesem Zusammenhang wird auf Bemühungen der Unternehmen verwiesen, mit legalen Bilanzkosmetiktricks die Gewinne zumindest optisch hoch zu halten, was aber nicht der realen Ertragslage entsprechen würde.

...aber sie haben eine Konjunkturuntrübung bislang nicht wirklich eingepreist,...

...wobei die Gewinnerwartungen zuletzt deutlich sanken.

Wenn die Notenbank nun gezwungen ist, die Zinsen noch längere Zeit anzuheben und auch über eine längere Dauer auf dem erhöhten Niveau zu belassen, dann erhöht dies den Druck auf die Aktienkurse nicht nur über die Bewertungsrelationen wie im vergangenen Jahr, sondern perspektivisch zunehmend auch über die Gewinnsituation. Außerdem wird ein „hard landing“ wahrscheinlicher. Insofern könnte in den nächsten Monaten, wenn sich zudem die Leitzinserhöhungen der Vergangenheit nach der typischen zeitlichen Wirkungsverzögerung erst stärker bemerkbar machen, zusätzlicher Druck auf den Kursen lasten.

Die Aktienmärkte profitierten zum Jahresanfang 2023 von der zwischenzeitlich wieder verworfenen Markterwartung sinkender Leitzinsen in der zweiten Jahreshälfte und ganz allgemein von der robusten konjunkturellen Lage. Angesichts der noch bevorstehenden weiteren Leitzinserhöhungen ist die Wahrscheinlichkeit für sinkende Gewinnerwartungen in den kommenden Monaten höher als für steigende. Vor diesem Hintergrund ist es gut möglich, dass die tiefsten Kurse des Jahres 2023 noch vor uns liegen. Rückgänge vor dem Hintergrund einer sich stärker als bislang eintrübenden Konjunktur würden dann voraussichtlich attraktive Einstiegsmöglichkeiten darstellen.

Die Leitzinserhöhungen dürften weiteren Druck auf die Aktienkurse ausüben.

Prognoseübersicht

G3 (+UK) Konjunkturindikatoren und Wechselkurse

	Reales BIP Wachstum (%)					Inflation (CPI) ¹					Arbeitslosenquote (%) ¹				
	2019	2020	2021	2022e	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	7,0	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	3,8	4,3
Japan	0,0	-4,7	1,7	1,3	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	2022e	2023e	2019	2020	2021	2022	2023e
EWU	2,3	1,9	2,5	1,0	1,4	-0,6	-7,2	-7,7	-3,8	-2,4	1,12	1,22	1,14	1,07	1,13
- DE	7,6	7,0	7,4	4,2	5,2	1,5	-4,3	-6,8	-3,3	-0,4	-	-	-	-	-
UK	-2,7	-2,5	-2,6	-4,8	-4,3	-2,3	-12,5	-11,9	-4,3	-3,6	1,30	1,37	1,35	1,21	1,28
USA	-2,1	-3,0	-3,7	-3,9	-3,1	-5,7	-14,9	-10,8	-4,0	-5,7	-	-	-	-	-
Japan	3,4	2,9	2,9	1,4	2,2	-3,1	-10,3	-9,0	-7,9	-2,1	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	4,0	-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

	Q3 20	Q4 20	Q1 21	Q2 21	Q3 21	Q4 21	Q1 22	Q2 22	Q3 22	Q4 22	28.02.
CRB-Index**	148,5	167,8	185,0	213,4	228,9	232,4	295,2	291,1	268,3	277,7	269,8
Ölpreis (Brent)*	41,0	51,8	63,5	75,1	78,5	77,8	107,9	114,8	88,0	85,9	83,9

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.