

## Kapitalmarktbericht USA

# Nr. 2: „Soft Landing“ und Zinssenkungshoffnungen treiben Kapitalmärkte an.



**Konjunktur und Geldpolitik:** Im Großen und Ganzen befindet sich die US-Konjunktur weiterhin auf der Überholspur. Die Leitzinserhöhungen der Jahre 2022 und 2023 trugen zu einer Abkühlung des bislang überhitzten Arbeitsmarktes und zu einem Ende der Hochinflationsphase bei, aber sie würgten nicht die Wirtschaftsentwicklung ab. Damit besteht für die Notenbank ein gewisser Spielraum, ab diesem Sommer moderate Leitzinssenkungen einzuleiten. Für US-Präsident Biden wäre dieses Zeichen für einen Sieg über die Inflation ein willkommenes Geschenk im Wahlkampf.

8. März 2024

**Rentenmarkt:** Die vollkommen überzogenen Leitzinssenkungserwartungen, die den Rentenmarkt vor zwei Monaten dominierten, wurden mittlerweile ausgepreist, und das aktuelle Niveau kann als grundsätzlich fair betrachtet werden. Vor dem Hintergrund der Leitzinssenkungen in ein paar Monaten rechnen wir mit leicht nachgebenden Renditen im Jahresverlauf.

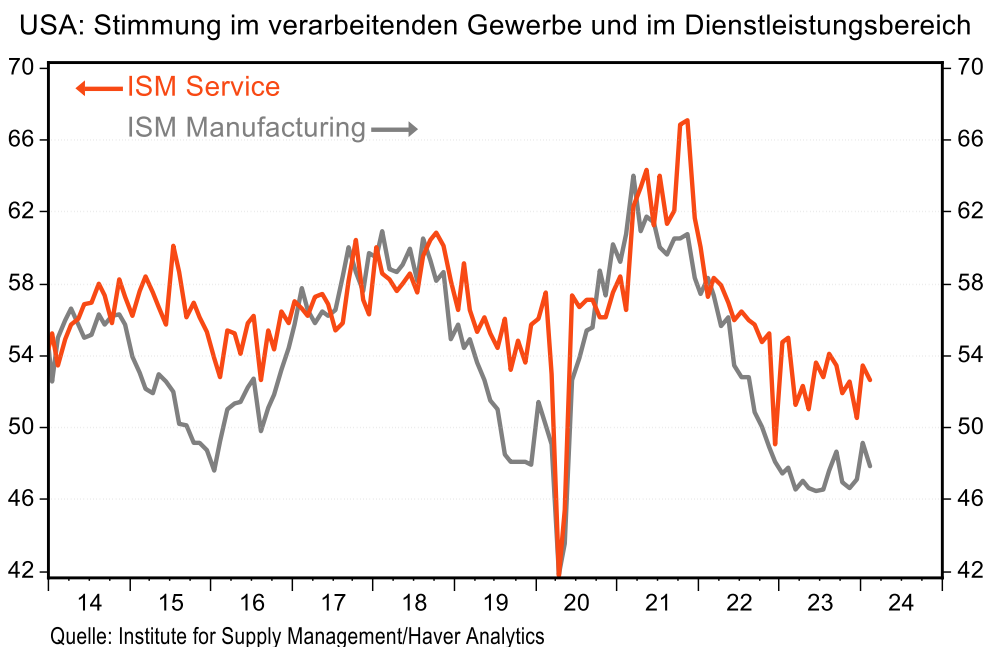
**Aktienmarkt:** Das Wirtschaftswachstum, die Hoffnungen auf Zinssenkungen sowie der Hype um Künstliche Intelligenz sorgten für stark steigende Aktienkurse sowie mittlerweile hohe Bewertungen. Nach dem Ende der Berichtssaison zum 4. Quartal dürfte der Nachrichtenfluss etwas geringer werden, was zu einer gesunden Konsolidierung beitragen könnte. Insgesamt sind die Perspektiven jedoch weiterhin freundlich.

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

## Konjunktur und Geldpolitik

Vor ein paar Wochen tauchten in der Wirtschaftspresse Schlagzeilen auf, wonach US-Finanzministerin Janet Yellen den Sieg über die Rezessionsrisiken verkündet habe. Gemäß der früheren Notenbankchefin wurde ein „Soft Landing“ erreicht, also eine Abkühlung der Konjunktur ohne einen Einbruch, wie er nach massiven Leitzinserhöhungen fast immer vorkommt. Was auf den ersten Blick wie eine anmaßende und auch verfrühte regierungsamtliche Erklärung wirkte, stellte sich aber als journalistische Zuspitzung heraus. Yellen sagte vielmehr in einem CNN-Interview in der für sie typischen Bescheidenheit, dass man den aktuellen Zustand als ein Soft Landing beschreiben könne und dass sie auf dessen Fortsetzung hoffe. Dieser Einschätzung können wir uns grundsätzlich nur anschließen.

*Finanzministerin Yellen sieht ein „Soft Landing“...*



Die vor wenigen Tagen erfolgte Veröffentlichung der jüngsten Stände der Einkaufsmanagerindizes brachte zwar nochmals Rückgänge (siehe Grafik oben). So fiel der ISM-Index für das verarbeitende Gewerbe nach einer Zwischenerholung auf 49,1 Punkte im Januar auf 47,8 Punkte im Februar. Er bewegt sich damit seit mittlerweile 16 Monaten unterhalb der Expansionsschwelle von 50 Punkten. Und der Index für den Dienstleistungsbereich gab leicht von 52,5 auf 52,3 Punkte nach. Aber wie wir bereits in der letzten Ausgabe des Kapitalmarktberichtes USA vom Januar angemerkt hatten, erwiesen sich die Indexrückgänge bislang nicht als Vorboten einer konjunkturellen Abkühlung oder sogar einer Rezession. Sie haben offenbar aus bislang noch nicht bekannten Gründen einen Teil ihrer Prognosekraft eingebüßt. Immerhin wuchs die US-Wirtschaft im 4. Quartal 2023 gemäß den Zahlen der jüngsten vorliegenden Schätzung um annualisiert 3,2 %. Dies ist ein selbst für die USA überdurchschnittlicher Wert und in den letzten Wochen hoben die großen Investmentbanken ihre Wachstumsschätzungen für 2024 reihenweise an. Bewahrheiten sich ihre Prognosen, dann kommt es sogar zu einem sehr weichen Soft Landing.

*...und trotz eher schlechter Einkaufsmanagerindizes...*

*...sehen es die Investmentbanken ähnlich.*

Die jüngsten Arbeitsmarktdaten von heute Nachmittag fügen sich gut in dieses Bild ein. Der Stellenaufbau außerhalb der Agrarwirtschaft betrug im Februar 275.000 und fiel somit üppig aus. Aber insgesamt ist der Trend über die letzten Monate leicht nach unten gerichtet, denn der Januarwert von ursprünglich gemeldeten und wenig realistischen 353.000 neuen Stellen wurde kräftig auf 229.000 revidiert. Der Anstieg der jährlichen Stundenverdienste gegenüber dem Vorjahresmonat wurde für Januar gleichzeitig von 4,5 % auf 4,4 % korrigiert und für Februar wurde nur noch eine Steigerung um 4,3 % ausgewiesen. Der Arbeitsmarkt kühlt sich also ab, aber er bricht nicht ein.

*Der Arbeitsmarkt ist weiterhin robust,...*

Ist somit die Gefahr einer Rezession wirklich gebannt? Aufgrund der zeitlichen Wirkungsverzögerung der Geldpolitik kann es immer noch in den nächsten Monaten zu einer Konjunkturabkühlung kommen, aber eine klassische Abwärtsspirale aus einer stark rückläufigen Auftragslage der Unternehmen mit wiederum abnehmenden Investitionen, erhöhter Arbeitslosigkeit und Konsumzurückhaltung wird aufgrund der bisherigen Erfahrungen unwahrscheinlicher. Die Gefahr dürfte zudem angesichts der von uns erwarteten moderaten Leitzinssenkungen ab diesem Sommer abnehmen.

*...und es bestehen keine Anzeichen für eine klassische Rezession,...*

Das Ausbleiben von Anzeichen für schlechteres Wetter stellt jedoch keine Garantie dar, dass nicht doch noch ein Sturm aufziehen könnte. Eine denkbare Quelle für Turbulenzen ist insbesondere der angeschlagene Markt für Gewerbeimmobilien in den USA. Ein Zeugnis hierfür ist der Absturz der Aktie der New York Community Bancorp um rund 60 % seit Ende Januar, der an die kleine Bankenkrise vom März 2023 erinnert und in diesem Einzelfall hinsichtlich der Kursentwicklung darüber hinausgeht. Das Problem liegt einerseits in einer rückläufigen Nachfrage nach Büroimmobilien, die vor allem auf der vermehrten Nutzung von Homeoffice-Regelungen seit der Corona-Pandemie beruht. Aber auch klassische Einzelhandelsimmobilien werden aus verschiedenen Gründen nicht mehr im gleichen Maßstab gebraucht wie früher. Andererseits stellen die noch immer sehr Kreditzinsen eine Belastung dar.

*...aber verschiedene Risiken bleiben,...*

Die Eigentümer von Gewerbeimmobilien leiden deshalb unter hohen Leerstandsquoten und zusätzlich höheren Finanzierungskosten, insbesondere, wenn alte Kredite auslaufen und erneuert werden müssen. Gemäß einer schon aus dem letzten Jahre stammenden Untersuchung eines Autorenquartetts der Universitäten von Southern California und Stanford sowie der Northwestern und der Columbia University übersteigt das Kreditvolumen oftmals den Wert der Immobiliensicherheit. Diese Form der Überschuldung kommt bei ungefähr 14 % aller ausstehenden Kredite aus dem Bereich Gewerbeimmobilien vor und sogar bei 44 % im Segment der Bürogebäude. Da zudem die Cash Flows zukünftig häufig nicht zur Bedienung der Kredite ausreichen dürften, könnten noch Abschreibungen im Billionen-US-Dollar-Umfang auf die Banken zukommen. Dies allein muss zwar noch nicht zu einer Rezession führen, aber das Beispiel der Subprime-Krise in der zweiten Hälfte der 2000er Jahre und Verwerfungen in anderen Ländern und früheren Phasen zeigen eindeutig, dass Schieflagen bei Immobilienkrediten das Potenzial haben, die Wirtschaftsentwicklung substanziell zu beeinträchtigen.

*...wozu insbesondere der angeschlagene Gewerbeimmobilienmarkt gehört.*

Ein anderer potenzieller Unsicherheitsherd ist die politische Sphäre. Nachdem sich Nikki Haley in dieser Woche aus dem Rennen um die Präsidentschaftskandidatur der republikanischen Partei zurückgezogen hat, bleibt ausschließlich Donald Trump übrig, der gemäß den Wahlumfragen weiterhin vor dem Amtsinhaber Joe Biden führt. Der Vorsprung von einem bis zwei Prozentpunkten der Wählerstimmen ist

*Haley warf das Handtuch,...*

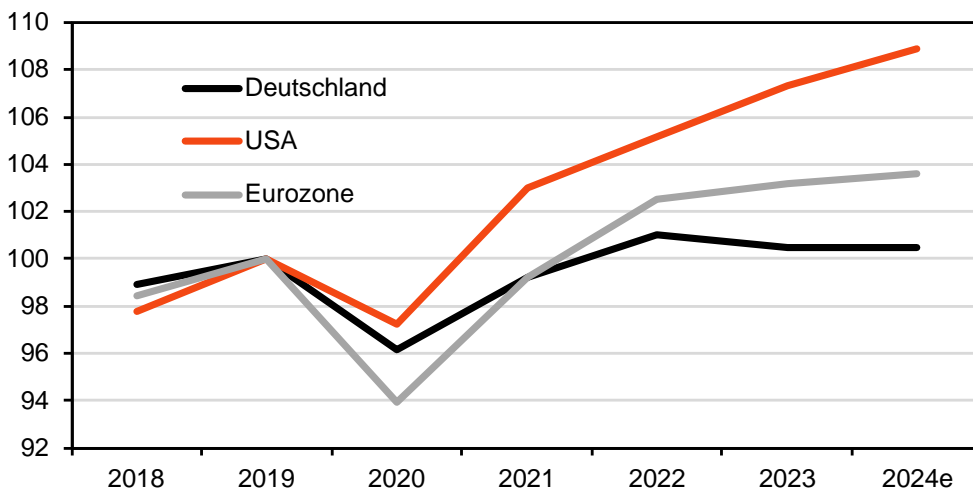
zwar nicht uneinholbar groß, aber die Voraussetzungen für einen Aufholprozess Bidens scheinen nicht sehr gut zu sein. Im Februar bezeichnete der Sonderermittler Robert Hur den 81-jährigen US-Präsidenten im Zusammenhang mit dessen Affäre um den unsorgfältigen Umgang mit als geheim eingestuften Dokumenten offiziell als „wohlmeinenden, älteren Mann mit einem schlechten Gedächtnis“. Dieses Image, dass Biden natürlich schon vorher anhaftete, dürfte er auch in den kommenden Monaten kaum abschütteln können. Die Strategie der demokratischen Partei besteht deshalb und auch vor dem Hintergrund vieler Aussetzer des Präsidenten darin, Biden möglichst von der Öffentlichkeit abzuschirmen. Stattdessen soll dem Herausforderer Trump die Präsenz in den Medien überlassen werden, damit dieser – so die Hoffnungen – die Erinnerungen der Menschen an seine Unzuverlässigkeit als Staatschef auffrischt.

*...und bereitet das Feld für Donald Trump,...*

Tatsächlich scheint Trump der ihm zgedachten Rolle gerecht zu werden. Auf einer Wahlkampfveranstaltung Mitte Februar sagte er, er wolle als zukünftiger US-Präsident die europäischen NATO-Mitgliedsstaaten nicht vor Russland beschützen, insbesondere, wenn diese nicht selbst ausreichend für ihre Verteidigung sorgen, und er würde Russland „sogar dazu ermutigen, zu tun, was auch immer zur Hölle sie wollen“. Diese Ankündigung bietet einen Vorgeschmack darauf, welche Turbulenzen Trump zukünftig auch an den Kapitalmärkten wieder verursachen könnte. Die Börsen reagieren bislang erstaunlich gleichgültig auf diese Perspektive, aber dies kann sich ebenfalls rasch ändern. Im Herbst 2020 wurde der bevorstehende Termin zur damaligen US-Präsidentschaftswahl ebenfalls lange Zeit ignoriert, bis dann knapp drei Wochen vorher ein Einbruch des Dow Jones aufgrund der politischen Unsicherheit um knapp 10 % erfolgte.

*...der Erinnerungen an eine mitunter chaotische Amtszeit weckt.*

Reales Bruttoinlandsprodukt, 2019=100



Quelle: IWF, eigene Prognose und Darstellung

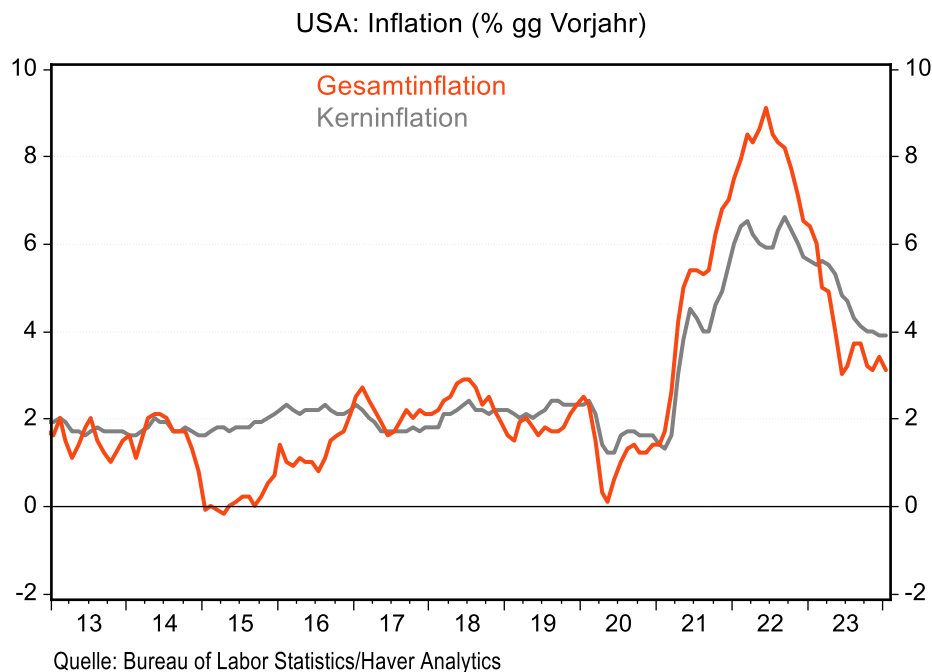
**Es bestehen zwar weiterhin Risikofaktoren für die US-Konjunktur, aber grundsätzlich ist der Konjunkturzustand sehr positiv und bislang bestehen keine Anzeichen für eine Änderung. Angesichts des hohen Wirtschaftswachstums öffnet sich die Schere zum Euroraum und insbesondere zu Deutschland 2024 voraussichtlich weiter (siehe Grafik oben).**

Hinsichtlich der geldpolitischen Lage gab es in den vergangenen zwei Monaten seit Abfassung des letzten Kapitalmarktberichtes keine wesentlichen Änderungen, aber der Zeitpunkt einer ersten Zinssenkung scheint prognosegemäß näher zu rücken. Zunächst werfen wir aber einen Blick auf die Inflation als wichtige Datengrundlage für die Entscheidungen der Fed.

Der zur Inflationmessung genutzte Warenkorb der „Urban Consumers“ verteuerte sich mit 0,3 % im Januar zwar etwas stärker als im November und Dezember mit damals 0,2 %. Außerdem wird am Markt für die nächste Woche anstehenden Zahlen für Februar mit einem Anstieg um 0,4 % gerechnet. Aber insgesamt bewegten sich die Inflationsraten zuletzt nur wenig und die Kernrate ohne Energie und unverarbeitete Lebensmittel entwickelt sich schleppend langsam nach unten und erreichte zuletzt 3,9 % (siehe Grafik). Ähnliches gilt für die Deflatoren des persönlichen Verbrauchs als die von der Notenbank bevorzugte Inflationsmaße. Die allgemeine Rate sank von 2,6 % im Dezember auf 2,4 % im Januar und die Kernrate ging von 2,9 % auf 2,8 % zurück.

*Aus Sicht der Geldpolitik läuft es fast nach Plan,...*

*...und trotz hartnäckiger Kerninflation,...*



Die Teuerung ist damit weiterhin zu hoch, weshalb sie geldpolitisch bekämpft werden muss. Der mit Abstand wichtigste Inflationstreiber ist unverändert der Dienstleistungsbereich, wobei hier neben Mieten auch höhere Löhne eine wichtige Rolle spielen. Über eine Abkühlung des Arbeitsmarktes durch nachlassendes Wirtschaftswachstum infolge hoher Leitzinsen ist hinsichtlich der Löhne theoretisch Abhilfe möglich, auch wenn der Arbeitsmarkt aus demographischen Gründen grundsätzlich schwierig bleiben dürfte.

*...die auf höheren Löhnen beruht,...*

Doch auf der anderen Seite ist die Inflationsdynamik der Jahre 2021 und 2022 schon seit längerer Zeit gebrochen. Nahrungsmittel und andere Güter verteuerten sich zuletzt kaum noch, und die tendenziell rückläufigen Energiepreise tragen bereits seit Frühjahr 2023 zu geringeren Inflationsraten bei. Da das Leitzinszielband mit 5,25 % bis 5,50 % zudem weit oberhalb der Inflationsrate von 3,1 % im Januar liegt und der Realzins mit mehr als 2 Prozentpunkten ungewöhnlich hoch ist,

*...bestehen Spielräume für Zinssenkungen.*

bestehen durchaus Spielräume für die US-Notenbank, die Leitzinsen etwas zu senken und dabei gleichzeitig weiterhin restriktiv auf die Inflation einzuwirken.

Entscheidend für den Erfolg einer solchen Operation ist natürlich das Ausmaß der Leitzinssenkungen und ihr Beginn. Zuletzt wiederholte Notenbankchef Powell in dieser Woche bei seiner Anhörung im Kongress die Einschätzung, dass es ein Risiko gäbe, die Zinsen zu früh und zu stark abzusenken, aber ebenso ein Risiko, zu wenig zu spät zu lockern. Die Fed warte darauf, verlässlicher sehen zu können, dass sich die Inflationsrate nachhaltig in Richtung 2 % entwickle. Insgesamt stieß Powell jedoch die Tür für einen ersten Zinsschritt nach unten ab diesem Sommer ein Stück weiter auf, denn er fügte auch an, dass es eine geldpolitische Lockerung angemessen sei, wenn die Bestätigung hierfür komme, und dass man hiervon nicht mehr weit entfernt sei.

*Eine erste Leitzinssenkung ist im Juni wahrscheinlich.*

**Insgesamt scheinen drei bis vier Leitzinssenkungen ab der Notenbanksitzung Mitte Juni weiterhin das wahrscheinlichste Szenario für die US-Geldpolitik zu sein. Die diesbezüglichen Markterwartungen befinden sich mittlerweile in Einklang mit den veröffentlichten Einschätzungen der Mitglieder des Offenmarktausschusses der US-Notenbank gemäß des sogenannten Dot Plot-Charts. Und die Äußerungen aus diesem Gremium enthielten in den letzten Wochen keine Hinweise darauf, dass sich bei der nächsten Veröffentlichung des Charts auf der kommenden Sitzung am 20. März hieran etwas Wesentliches ändern könnte. Ein kleiner Fehlton im geldpolitischen Konzert bleibt allerdings, dass Powell die sich nur schleppend nach unten bewegende Inflation eher als Erfolg denn als Problem einzuschätzen scheint. Möglicherweise steckt dahinter aber Kalkül, und Powell möchte, wie wir es bereits mehrfach im vergangenen Jahr an dieser Stelle beschrieben, mit einer Zinssenkung US-Präsident Biden im Wahlkampf unter die Arme greifen. Die Wirtschaft braucht damit zwar nicht angekurbelt zu werden, aber das Signal könnte lauten, dass der Kampf gegen die Inflation und damit eines der größten Übel während der Präsidentschaft Bidens erfolgreich zu Ende gebracht wurde.**

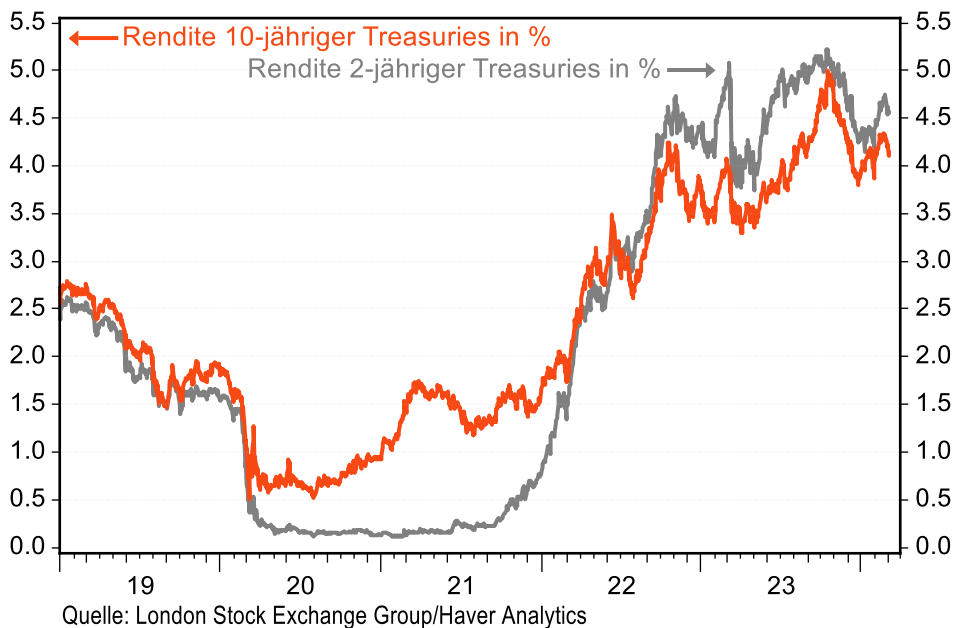
## Rentenmarkt

Nach einer wahren Achterbahnfahrt über weite Teile des Jahres 2023 dürften sich die Renditen aktuell auf einem fairen Niveau befinden, zumal wenn eine sinkende Tendenz in den kommenden Monaten vor dem Hintergrund der von uns erwarteten Leitzinssenkungen unterstellt wird. Im Verlauf der letzten zwei Monate wurde jedenfalls die übertriebene Erwartung von umfassenden Leitzinssenkungen in den USA, die mit stark fallenden Renditen einherging, ein gutes Stück weit abgebaut. Die Rendite von US-Treasuries mit 10-jähriger Laufzeit erholte sich von ihren Verlauftiefs bei rund 3,80 % kurz vor dem Jahresende 2023 auf zwischenzeitlich etwa 4,35 % in der zweiten Februarhälfte. Zuletzt war die Tendenz nach der Kongressanhörung von Fed-Chef Powell wieder nach unten gerichtet. Die Rendite von Papieren mit kürzerer Laufzeit entwickelte sich in den gleichen Bahnen bei einem insgesamt leicht höheren Niveau (siehe Grafik), da sich in diesem Segment das aktuelle Leitzinsniveau stärker bemerkbar macht.

*Die Renditeentwicklung war zuletzt fundamental angemessen.*



## US-Anleihenmarkt



Die etwas unruhige Renditeentwicklung im vergangenen Jahr war indes insofern gerechtfertigt, da an den Märkten die Einschätzungen über den zukünftigen Pfad der Geldpolitik zwischen einem baldigen Ende der Zinserhöhungen über deren Fortsetzungen bis hin zu baldigen Absenkungen einem stetigen Wechsel unterworfen waren. Die relativ eindeutige Kommunikation der Fed in diesem Jahr sowie der von uns angenommene Pfad des Leitzinsbandes in Richtung 4,25 % bis 4,50 % am Jahresende könnte jedoch zu einer etwas stetigeren Entwicklung der Renditen in den nächsten Monaten beitragen. Am langen Ende der Zinsstruktur dürfte sich jedoch der Kapitalhunger des Staates in Form einer hohen Emissionstätigkeit weiter stützend bemerkbar machen. Ein Risiko aus Anlegersicht bleibt die Inflationsentwicklung. Sollte sie sich verhärten und die Raten zeigen am Jahresende wieder nach oben, dann könnte sich die Fed gezwungen sehen – nach dem Wahltermin – zumindest eine Pause der Leitzinssenkungen einzuleiten. Es würde nicht überraschen, wenn an den Märkten in diesem Szenario auch über einen Wiederanstieg der Leitzinsen spekuliert werden würde.

**Die Übertreibungen der Renditebewegungen der letzten Monate in beide Richtungen wurden in den ersten Wochen des Jahres 2024 wieder abgebaut und das Renditeniveau kann aktuell als angemessen betrachtet werden. Vor dem Hintergrund der von uns erwarteten moderaten Leitzinssenkungen ab Juni gehen wir auch von einem Rückgang der Renditen aus, der am sogenannten langen Ende der Zinsstrukturkurve etwas gemäßiger ausfallen dürfte.**

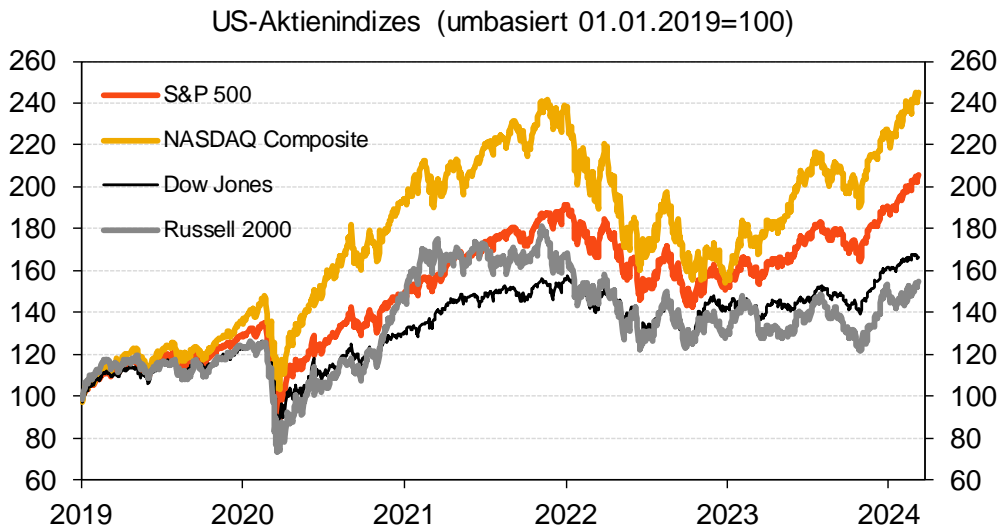
## Aktienmarkt

In der Medienberichterstattung der letzten Wochen überwog das Bild eines boomenden Aktienmarktes. Ständig wurden neue Bestmarken von Einzelwerten aufgestellt und auch die Leitindizes S&P 500 sowie Dow Jones erzielten mehrere neue Allzeithochs in Folge. Dem NASDAQ Composite-Index gelang jüngst der

*Bleibt die Inflation hartnäckig, dann droht spätestens im Herbst eine Diskussion über eine Leitzinssenkungspause.*

*Die großen Leitindizes erreichten neue Rekordstände,...*

Sprung über seine bisherige Höchstmarke von November 2021. Dazu kamen mehrere Einzelwerte aus dem Technologiebereich, die erstmals eine Marktkapitalisierung von einer Billion US-Dollar oder dem zwei oder dreifachen hiervon erreichten. Auch der Klein- und Nebenwerteindex Russell 2000 gewann hinzu.



Quelle: Haver Analytics, eigene Darstellung

Auf den zweiten Blick wird das Bild zwar nicht getrübt, aber es entsteht ein differenzierter Eindruck. Die Nebenwerte sind längst nicht so sehr gestiegen, wie die Indizes vermuten lassen. Insbesondere die Tech-Werte verzerren die Bewegungen durch ihr großes Gewicht. Und während der S&P 500 aktuell rund 7 % oberhalb seiner Bestmarke aus dem Jahr 2021 steht, liegt der Russell 2000 knapp 15 % darunter.

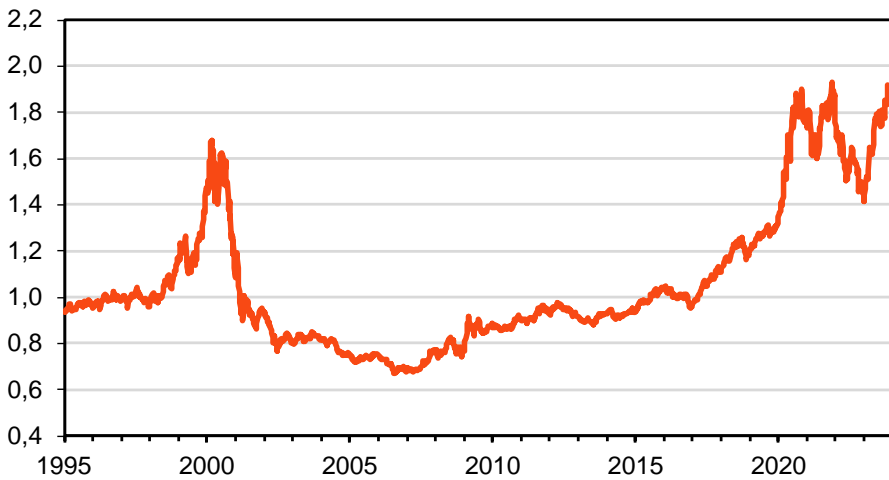
*...und hängen die Klein- und Nebenwerte ab.*

Noch deutlicher wird das Bild, wenn zwischen Growth-Werten, also Aktien aus Wachstumsbranchen wie Künstliche Intelligenz, Software, Computer-Chips, Biotechnologie und Value-Werten auf der anderen Seite, also Aktien aus eher klassischen Industrie- und Dienstleistungsbranchen, unterschieden wird. Zuletzt stiegen zwar auch die längere Zeit vernachlässigten Value-Aktien an, aber die Dynamik im Growth-Bereich war deutlich stärker. Als Folge erreichte der Quotient aus Value- und Growth-Aktien einen neuen Mehrjahreshöchststand. Für das Schaubild unten wurden die entsprechenden Indizes von Russell herangezogen, aber auch mit Datenreihen aus anderen Indexfamilien ergibt sich das gleiche Bild. Ähnlich hohe Niveaus wie aktuell wurden nur zur Zeit der Dotcom-Blase um das Jahr 2000 und während des sogenannten Radio Corp.-Booms Ende der 1920er Jahre erreicht.

*Growth-Aktien sind historisch hoch bewertet,...*



Russell 1000 Growth / Russell 1000 Value

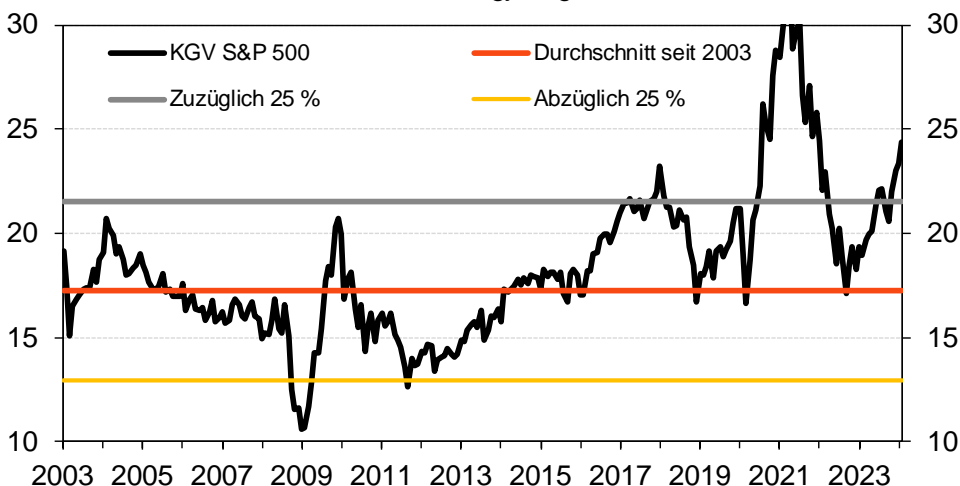


Quelle: Haver, eigene Darstellung

Im Zuge der steigenden Aktienkurse weiteten sich auch die Marktbewertungen aus. Der S&P 500 kommt aktuell auf ein Kurs/Gewinn-Verhältnis (KGV) weit oberhalb des langjährigen Durchschnitts und sogar oberhalb einer gewissen Bandbreite (siehe unten). Hierbei ist aber einzuschränken, dass die Bewertungen der Aktien nicht allgemein gestiegen sind, denn die Unternehmensgewinne bewegen sich im insgesamt freundlichen Konjunkturmilieu ebenfalls nach oben, was wiederum die Bewertungen drückt. Der Anstieg des KGV beruht zu einem guten Teil auf die nun höhere Gewichtung der Technologiewerte im Index, die sich aus deren Kursanstieg ergibt. Und Technologiewerten werden in der Regel deutlich höhere KGVs zugebilligt als etablierten Unternehmen in klassischen Branchen, da oftmals deutlich höhere Wachstumsraten möglich sind.

*...und der marktweite S&P 500-Index weist ein hohes KGV auf.*

KGV des S&P 500 sowie langjähriger Durchschnittswert



Quelle: Haver Analytics, eigene Darstellung

In der Summe muss deshalb festgestellt werden, dass in den Aktienkursen derzeit durchaus viel Euphorie enthalten ist. Diese beruht erstens auf einer Prise Optimismus für Unternehmen aus dem Bereich Künstliche Intelligenz, zweitens auf dem hohen Wirtschaftswachstum mit erwartet hohen Gewinnsteigerungen und drittens auf der Erwartung baldiger Leitzinssenkungen. Sollten in den kommenden

*„KI“, Wirtschaftswachstum und Zinssenkungen befeuern die Kurse.*

Wochen und Monaten wider Erwarten Zweifel an diesen Szenarien aufkommen, dann drohen Kursverluste. Aber auch ohne Neubewertung der zukünftigen Entwicklung könnte das Tempo am Aktienmarkt zunächst nachlassen. Nach dem starken Anstieg wäre eine Konsolidierung gesund und deshalb wünschenswert, wobei aufgrund des Abschlusses der Berichtssaison zum vergangenen Quartal der Nachrichtenfluss ab sofort auch kleiner werden sollte.

Mit Blick auf die US-Präsidentschaftswahl im November wäre eine gewisse politische Verunsicherung nicht auszuschließen, insbesondere, wenn die Wahlumfragen einen Sieg von Donald Trump sicher erscheinen lassen und dieser Hinweise auf einen neuen Handelskrieg oder ähnliches gibt. Allgemein gilt jedoch, dass Trump sehr wirtschaftsfreundlich ist. Sollte sich der Immobilienmogul in verschiedenen Themenbereichen gemäßigt präsentieren, dann könnten die Börsen auf seine erneute Wahl ähnlich positiv reagieren wie bei einer Wiederwahl von Joe Biden, der unter Inkaufnahme eines üppigen Haushaltsdefizits einen Investitionsboom in den USA ausgelöst hat.

*Im Herbst drohen politische Börsen.*

**Die Aktienmärkte sind zuletzt sehr stark gestiegen, und eine Konsolidierung wäre überfällig und auch als gesund zu betrachten. Abgesehen von gewissen Risiken bestehen aber keine grundsätzlichen Argumente für eine Trendumkehr. Es gilt deshalb unvermindert das Börsenmotto „Buy every dip“.**

## Prognoseübersicht

### G3 (+UK) Konjunkturindikatoren und Wechselkurse

	Reales BIP Wachstum (%)					Inflation (CPI) <sup>1</sup>					Arbeitslosenquote (%) <sup>1</sup>				
	2020	2021	2022	2023e	2024e	2020	2021	2022	2023e	2024e	2020	2021	2022	2023e	2024e
EWU	-6,5	5,3	3,5	0,4	0,4	0,3	2,6	8,4	5,5	2,7	8,0	7,7	6,7	6,5	6,7
- DE	-4,1	2,6	1,9	-0,2	0,0	0,5	3,1	6,9	5,9	2,8	5,9	5,7	5,3	5,7	6,1
UK	-9,7	7,4	4,1	0,5	0,2	0,9	2,6	9,0	7,5	3,0	4,5	4,6	3,7	4,0	4,3
USA	-3,4	5,7	2,1	2,4	1,4	1,2	4,7	8,0	4,1	2,8	8,1	5,4	3,6	3,6	4,1
Japan	-4,7	1,7	1,0	2,0	1,0	0,0	-0,2	2,5	3,3	2,5	2,8	2,8	2,6	2,8	2,6

	Leistungsbilanz (% des BIP)					Budgetsaldo (% des BIP)					Wechselkurs (US\$) <sup>2</sup>				
	2020	2021	2022	2023e	2024e	2020	2021	2022	2023e	2024e	2020	2021	2022	2023	2024e
EWU	1,8	2,8	-0,7	1,2	1,4	-7,1	-5,3	-3,6	-3,5	-2,7	1,22	1,14	1,07	1,10	1,13
- DE	7,1	7,7	4,2	6,0	6,6	-4,3	-3,6	-2,5	-2,9	-1,7	-	-	-	-	-
UK	-3,2	-1,5	-3,8	-3,7	-3,7	-13,0	-8,3	-5,5	-4,5	-3,9	1,37	1,35	1,21	1,27	1,26
USA	-2,8	-3,6	-3,8	-3,0	-2,8	-14,0	-11,6	-3,7	-8,2	-7,4	-	-	-	-	-
Japan	3,0	3,9	2,1	3,3	3,7	-9,1	-6,2	-6,9	-5,6	-3,7	103	115	131	141	135

<sup>1</sup> Jahresdurchschnitt

<sup>2</sup> US\$ gg. Währung, Japan: JPY gegen US\$, jeweils zum Jahresende

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

### G3 (+UK) Zinsen

	Leitzinsen <sup>1</sup>					10 Y (Government)				
	2020	2021	2022	2023	2024e	2020	2021	2022	2023	2024e
EWU	0,0	0,0	2,5	4,5	4,0	-0,26	-0,18	3,2	2,02	2,25
UK	0,1	0,25	3,5	5,25	4,5	0,20	0,97	3,67	3,54	3,2
USA	0,0-0,25	0,0-0,25	4,25-4,5	5,25-5,5	4,25-4,5	0,91	1,51	3,87	3,88	3,5
Japan	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,04	0,07	0,422	0,61	0,95

Angaben jeweils zum Jahresende

<sup>1</sup> 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 21	Q4 21	Q1 22	Q2 22	Q3 22	Q4 22	Q1 23	Q2 23	Q3 23	Q4 23	8.3.
CRB-Index**	228,9	232,4	295,2	291,1	268,3	277,7	267,7	262,0	284,5	263,8	279,1
Ölpreis (Brent)*	78,5	77,8	107,9	114,8	88,0	85,9	79,8	74,9	95,3	77,0	82,5

Angaben jeweils zum Periodenende

<sup>1</sup> 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.