

Kapitalmarktbericht USA

Nr. 3 Geld- und Fiskalpolitik lassen Wirtschaft heißlaufen



7. Mai 2021

Konjunktur und Geldpolitik: Die zügigen Impffortschritte in den USA sowie der Wille zur baldigen Wiederherstellung des gesellschaftlichen und wirtschaftlichen Normalzustandes führten in den letzten zwei Monaten zu einer starken Aufschwungsdynamik, die von einem großzügigen Konjunkturprogramm der Regierung und der weiterhin sehr lockeren Geldpolitik der Notenbank zusätzlich unterstützt wurde. Die Konsequenz sind Überhitzungserscheinungen in manchen Bereichen der Wirtschaft wie stark steigende Preise für Vorprodukte und mangelnder Nachschub, der die Lieferketten beeinträchtigt. Der Arbeitsmarkt zeigt grundsätzlich Zeichen einer Verbesserung, doch sorgte die Wiederaufnahme der Arbeitsplatzsuche von solchen Menschen, die dem Jobmarkt zwischenzeitlich den Rücken kehrten, zuletzt für einen Wiederanstieg der Arbeitslosenquote auf 6,1 %. Spekulationen über das Vorziehen einer Tapering-Diskussion erteilte die Mehrheit der Mitglieder des Fed-Offenmarktausschusses zuletzt eine Absage.

Rentenmarkt: Der im 1. Quartal beobachtbare Renditeanstieg am langen Ende der Zinsstrukturkurve setzte sich im April und Mai bislang nicht fort. Hieran änderte auch der erwartete Anstieg der Inflationsrate nichts, die demnächst vermutlich nochmals anziehen dürfte. Mittelfristig ist mit etwas höheren Renditen zu rechnen, da die Wirtschaft expandiert und das Emissionsvolumen des Staates aufgrund der Ausgabenprogramme spürbar wächst.

Aktienmarkt: „Sell in May and go away“ ist jene alte Börsenweisheit, die aktuell vermutlich die Marktteilnehmer besonders umtreibt. Sie reagierten zuletzt sehr nervös auf Unternehmensberichte zum 1. Quartal, die aber ganz überwiegend hervorragend ausfielen und von Prognoseanhebungen begleitet wurden. Dennoch dürfte der zuletzt bereits erlahmte Aufwärtsimpuls an den Aktienmärkten angesichts des Fehlens von neuen positiven Nachrichten in den kommenden Wochen weiter nachlassen. Zwischenzeitliche Kursrückgänge können jedoch als Kaufgelegenheit betrachtet werden, da sich die Wirtschaft vermutlich erst am Beginn eines größeren Aufschwungs befindet.

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

Konjunktur und Geldpolitik

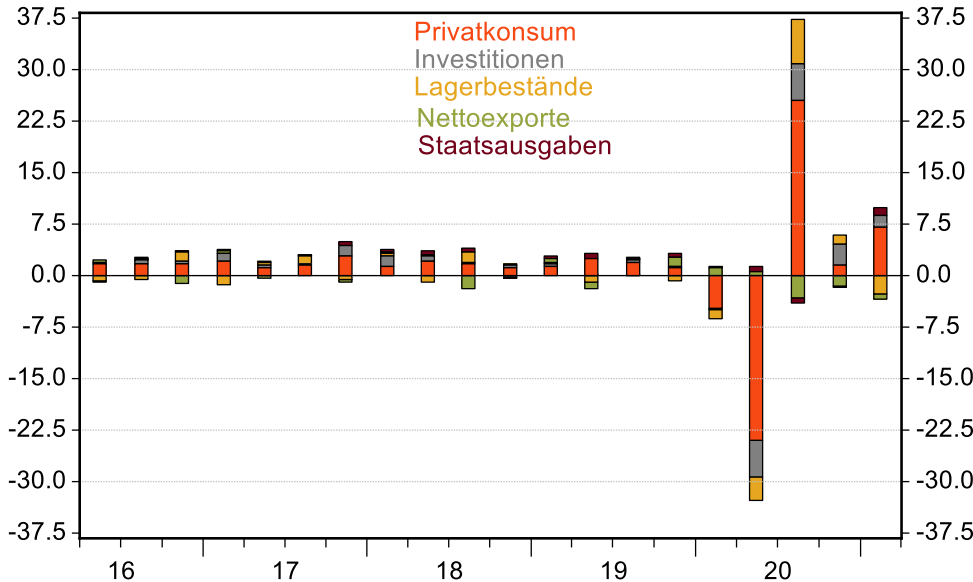
Die US-Wirtschaft wuchs im 1. Quartal 2021 nach vorläufiger Schätzung um annualisiert 6,4 %, womit das preis- und saisonbereinigte Bruttoinlandsprodukt Ende März nur noch 0,9 % unterhalb des Vorkrisenniveaus lag. Die USA überragen die Eurozone konjunkturell somit deutlich, denn dort fiel die Wirtschaft im Winterhalbjahr 2020/21 bekanntlich in die Rezession zurück, und das Bruttoinlandsprodukt lag im 1. Quartal noch immer 5,5 % unter dem Niveau vor Beginn der Corona-Krise.

BIP erreicht fast Vorkrisenniveau,...

Getragen wurde und wird das üppige Wachstum in den USA vor allem vom privaten Konsum, der gemäß den vorläufigen Zahlen jüngst rund 7,0 % zur annualisierten Quartalsrate beitrug. In etwas geringerem Umfang wirkten sich gestiegene Unternehmensinvestitionen und Staatsausgaben aus, die positive Beiträge in Höhe von 1,8 % beziehungsweise von 1,1 % lieferten. Gebremst wurde das Wachstum aus statistischer Sicht allerdings von den Lagerbeständen und dem Ausland, denn die hohe Güternachfrage wurde nicht nur durch inländische Produktion, sondern in einem nicht unerheblichen Ausmaß aus bestehenden Vorräten und durch Importe gedeckt. Die negativen Beiträge dieser beiden Sektoren zur Wachstumsrate beliefen sich von Januar bis März auf annualisiert 2,6 % beziehungsweise 0,9 % (siehe Grafik unten).

...was einem hohen Konsum geschuldet ist,...

USA: Quartärlisches BIP - Wachstumsbeiträge



Quelle: Bureau of Economic Analysis/Haver Analytics

Die grundsätzlich sehr erfreuliche konjunkturelle Entwicklung in den USA ist das Ergebniss des Zusammentreffens von drei Faktoren. An erster Stelle zu nennen sind die Lockerungen bisheriger Beschränkungen des Wirtschaftslebens, die im Zuge der Corona-Pandemie erlassen wurden. Sie ermöglichen es, dass aus den aufgestauten Bedürfnissen eine kaufkräftige Nachfrage wird. Entscheidend hierfür ist neben einem weniger ängstlichen Umgang mit der Pandemie im Vergleich zu Deutschland vor allem der schnelle Fortschritt der Impfkampagne. So hatten in den USA am Ende des 1. Quartals bereits 29 % der Bevölkerung mindestens eine

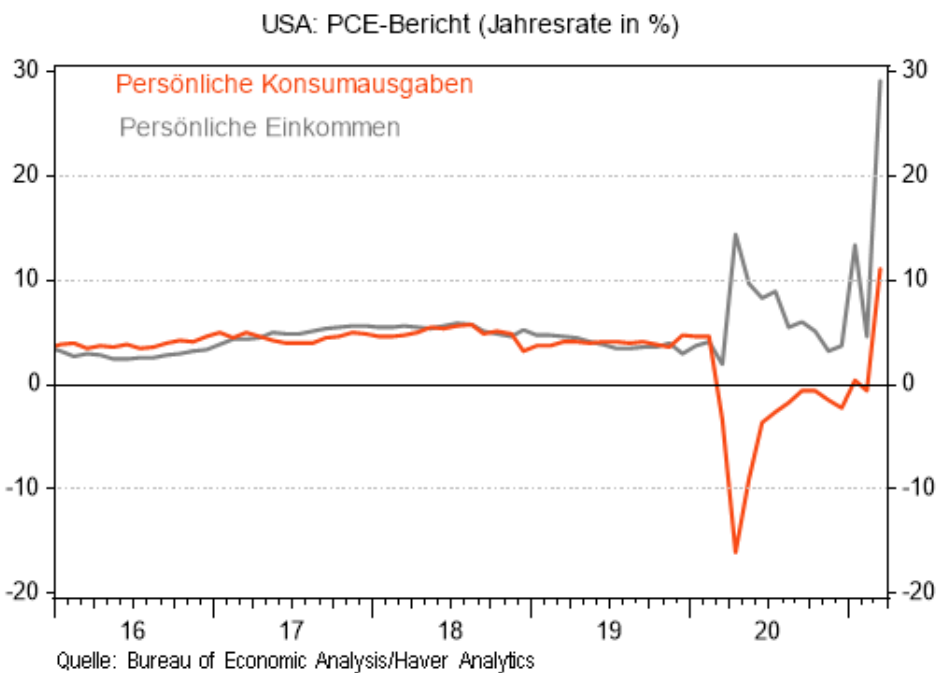
...welcher wiederum auf den Lockerungen beruht.

Impfung erhalten gegenüber lediglich 12 % in Deutschland. Mittlerweile kommen die USA sogar auf einen Anteil von 45 % (Deutschland 31 %). Nur nebenbei bemerkt sei die Ironie der Geschichte, wonach die vom damaligen Präsidenten Donald Trump frühzeitig initiierte „Operation Warp Speed“ eine Voraussetzung für diesen Erfolg war und die Früchte nun dessen Nachfolger Joe Biden in den Schoss fallen. Die zügige Wiederherstellung des Normalzustandes des Alltagslebens belebt derzeit in den USA jedenfalls fast alle Wirtschaftszweige und insbesondere die Freizeitbranchen.

Trump legte den Grundstein für Bidens Erfolg.

Da viele Privathaushalte aufgrund der Corona-Beschränkungen im Jahr 2020 ihre Einkommen nicht wie gewohnt für Konsumzwecke ausgeben konnten, sind die Portemonnaies prall gefüllt. Die Kaufkraft der Bevölkerung wird darüber hinaus durch die sehr großzügige beziehungsweise teilweise auch überraschend undifferenzierte finanzielle Unterstützung durch den Staat gestärkt. So sind die persönlichen Einkommen der US-Amerikaner gemäß PCE-Bericht im Durchschnitt selbst in der Krise nie gefallen, sondern stets weiter gewachsen (siehe Grafik unten). Die Stimulus-Schecks sorgten im März sogar für einen Anstieg der persönlichen Einkommen um 29 % gegenüber dem Vorjahresmonat und manche durch die Krise arbeitslos gewordene Menschen haben aktuell mehr Geld in der Tasche als vor der Pandemie. Die Konsumausgaben lagen im März 11 % über dem Niveau von März 2020.

Hohe (Transfer-) Einkommen der Privathaushalte sorgen für hohen Konsum.



Neben dem bereits am 11. März ausgefertigten 1,9 Bio. US-Dollar schweren „American Rescue Plan Act“ zur Konjunkturstimulierung werfen auch die aktuell noch im Gesetzgebungsprozess befindlichen Vorhaben „American Jobs Plan“ und „American Families Plan“ ihre Schatten voraus. Über das erstgenannte Projekt sollen rund 2 Bio. US-Dollar über die nächsten zehn Jahre in Infrastrukturprojekte fließen. Und der Familienplan sieht Ausgaben in Höhe von 1 Bio. US-Dollar und Steuererleichterungen über weitere 800 Mio. US-Dollar zum Ausbau des Sozialstaats vor. Beide Vorhaben dürften die Auftragslage der Betriebe zusätzlich befeuern, auch wenn die unter anderem zur Finanzierung vorgesehene und aktuell

Die Fiskalpolitik feuert aus allen Rohren,...

noch strittige Anhebung der Unternehmensbesteuerung von 21 % auf voraussichtlich 28 % die Investitionen belasten könnte.

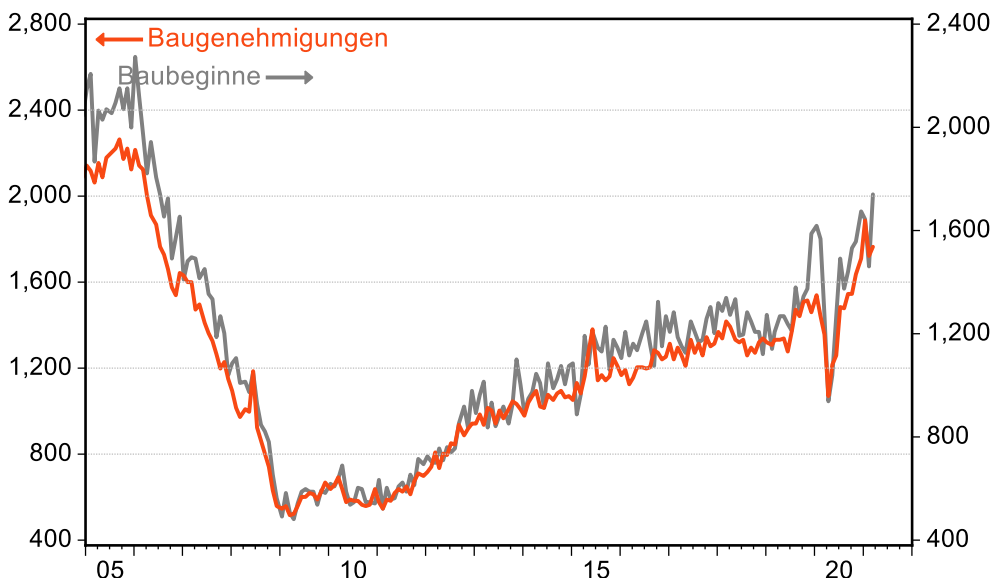
Neben dem allgemeinen Aufschwung und der stimulierenden Fiskalpolitik wirkt als dritter Faktor die weiterhin ultralockere Geldpolitik der Notenbank auf die Wirtschaft ein. Angesichts der überschäumenden Konjunkturlage würden zumindest traditionelle Lehrbücher der Federal Reserve nahelegen, den Fuss vom Gaspedal zu nehmen. Die Geldpolitik setzt jedoch unbeirrt ihren Kurs fort, worauf noch im nächsten Teil des Kapitalmarktberichtes näher einzugehen ist, und wodurch die Wirtschaft auch zukünftig weiter stimuliert werden wird.

...und wird von der Geldpolitik unterstützt.

Nur zur Vervollständigung sei noch erwähnt, dass aktuell auch die Bauwirtschaft mit voller Kraft arbeitet. Die Pandemie beschleunigte in den USA eine gewisse Stadtfucht aus den großen urbanen Zentren auf das Land. Dort sind aber verfügbare Wohnimmobilien knapp geworden, und die Preise lagen bundesweit im März 17,2 % über dem vor einem Jahr gemessenen Niveau. Das Resultat ist ein zügiger Wiederanstieg der Neubaubeginne auf annualisiert 1,739 Mio. Einheiten im März, nachdem 2020 zunächst die Pandemie und im Februar 2021 ein harter Wintereinbruch für zwischenzeitliche Rückgänge gesorgt hatten. Abgesehen hiervon arbeitet sich der Bausektor aber bereits seit Jahren aus dem Tief der Subprime-Krise heraus, wobei die Leitzinssenkungen der Fed ab Mitte 2019 und zuletzt wie erwähnt die Pandemie für Beschleunigungen des Trends sorgten.

Auch die Bauwirtschaft erlebt einen Boom.

USA: Immobilienmarkt



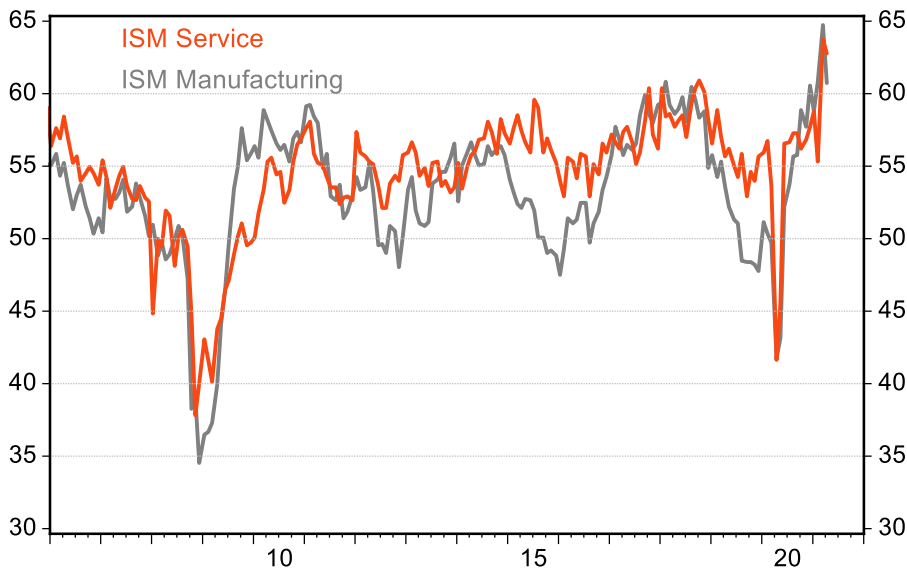
Quelle: Census Bureau/Haver Analytics

Die Einkaufsmanagerindizes spiegeln das Hochschalten der Konjunktur vom Erholungsmodus in den Boom mit ihren Mehrjahreshöchstständen gut wider (siehe Chart nächste Seite). Während die runde Marke von 50 Punkten grundsätzlich als Expansionsschwelle gilt, ist es angesichts von aktuellen Mehrjahreshöchstständen um 60 Punkte nicht ganz falsch, von überschäumendem Optimismus zu sprechen. Allerdings sind hierbei zwei Einschränkungen vorzunehmen. Wenn sich die Konjunktur bereits in voller Fahrt befindet, dann könnte ein Gewöhnungseffekt eintreten, der zu einer rückläufigen Einschätzung der Umfrageteilnehmer führen dürfte. Hierdurch könnten die vielbeachteten ISM-Einkaufsmanagerindizes in den

Einkaufsmanagerindizes haben ihre Höchststände vermutlich überschritten.

kommenden Monaten etwas zurückgehen, wie dies zuletzt bereits der Fall war. So ermäßigte sich der ISM-Index für das verarbeitende Gewerbe mit den Daten für April von 64,7 auf 60,7 Punkte und für den Dienstleistungsbereich von 63,7 auf 62,7 Punkte. Die Möglichkeit einer rückläufigen Entwicklung gilt in noch viel stärkerem Maße für andere umfragebasierte Indizes, beispielsweise dem Verbrauchervertrauen des Conference Board und der Universität Michigan, deren Berechnung neben der Lagebeurteilung auch eine Erwartungskomponente umfasst.

USA: Stimmung im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungsbereich



Quelle: Institute for Supply Management/Haver Analytics

Zweitens gehen die Berechnungskonzepte für die Einkaufsmanagerindizes davon aus, dass ein Anstieg der gezahlten Preise für Vorprodukte sowie Rohstoffe, höhere Absatzpreise und auch ein steigender Auftragsrückstand Anzeichen für eine positive Konjunktorentwicklung darstellen. In normalen Zeiten mag dies zutreffend sein, doch aktuell handelt es sich vielmehr um Symptome einer Konjunkturüberhitzung.

Indexkonzepte werten Überhitzungserrscheinungen als positiv.

Ein gutes Beispiel für die Konsequenzen der überaus hohen Nachfrage, die auf ein nicht so schnell ausdehnbares Angebot trifft, ist der Preis für Bauholz. Für 1.000 Brett-Fuß mussten an der Warenterminbörse Chicago bereits im vergangenen September 1.000 US-Dollar gezahlt werden, was dem höchsten Stand seit Beginn der Aufzeichnungen in den 1980er Jahren entspricht. Nach einem zwischenzeitlichen Rückgang auf 500 US-Dollar Ende Oktober wurden zuletzt sogar mehr als 1.600 US-Dollar bezahlt. Ein weiteres Beispiel ist die schon seit einigen Monaten global bemerkbare Chip-Knappheit.

Zuletzt deutliche Preissteigerungen für Rohwaren beobachtbar.

Angesichts dieser widersprüchlichen Gemengelage stellt sich die Frage, wie die konjunkturelle Lage in den USA und die Vorgehensweise von Fiskal- und Geldpolitik zu bewerten ist. Zunächst ist das entschiedene Handeln von Regierung und Notenbank auch vor dem Hintergrund der Erfahrungen aus den Jahren nach dem Lehman-Schock 2008 grundsätzlich zu begrüßen. Damals ermöglichte eine pragmatische Krisenbekämpfung bis hin zur Rekapitalisierung der angeschlagenen Banken einen Konjunkturaufschwung, der zwar weniger dynamischer ausfiel als nach früheren Krisen, aber deutlich besser als im eher zögerlichen und dazu mit den Währungsproblemen beschäftigten Europa. Zweitens ist das Vorhaben zur

Die aktuelle Vorgehensweise hat Vorteile,...

Erneuerung und dem Ausbau der Infrastruktur für die USA nicht nur allgemein positiv, sondern eigentlich längst überfällig. Und manche Ziele der Regierung Bidens, wie der gebührenfreie College-Besuch, führen lediglich zu einer Annäherung der USA an Zustände, die in Europa als selbstverständlich gelten.

Für Unbehagen sorgt jedoch die Rücksichtslosigkeit, mit der die US-Regierung die Konjunktur stimuliert und Klientelpolitik betreibt. Eine bessere Dosierung der Maßnahmen könnte einer zu starken Überhitzung und drohenden Ungleichgewichten vorbeugen helfen und die Entwicklung nachhaltiger gestalten. Kritiker werfen der Regierung von Joe Biden deshalb auch vor, mit ihrer Ausgabenpolitik Wählerstimmen kaufen zu wollen, damit bei den nächsten Kongresswahlen im November 2022 nicht der Verlust der Mehrheit in einer der beiden Kammern droht, der typischerweise die Partei des Gewinners der Präsidentschaftswahl beim nächsten Urnengang ereilt. Außerdem zeige sich im aktuellen Regierungsverhalten die gewachsene Staatsgläubigkeit der demokratischen Partei, die in einem diametralen Gegensatz zur angebotsorientierten Politik stehe, die von Ronald Reagan in den 1980er Jahren eingeführt wurde, und die seitdem die Basis für das wirtschaftliche Wohlergehen der Vereinigten Staaten gebildet hätte.

...aber auch Nachteile,...

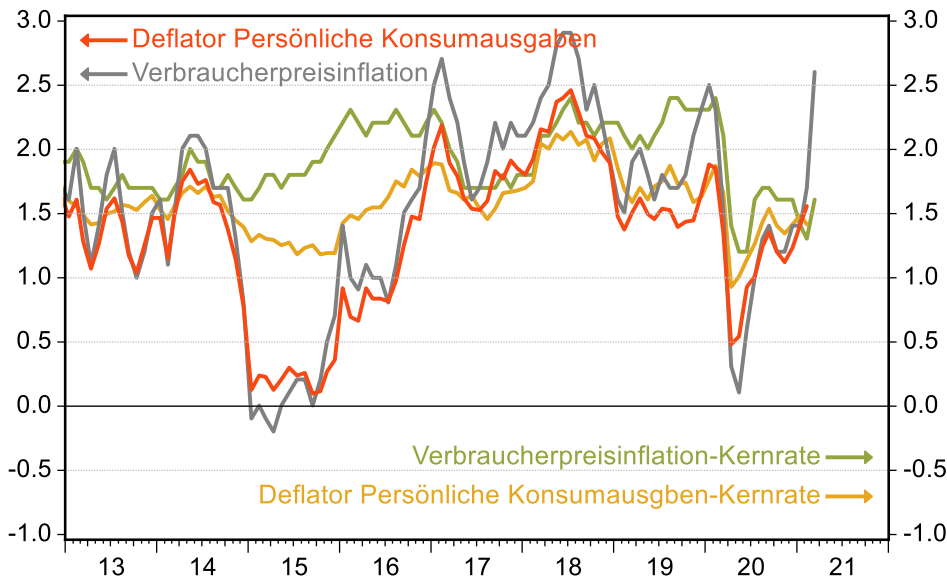
...und sie könnte auf politischen Motiven beruhen.

Der Konjunkturmotor der USA läuft mit höchsten Drehzahlen, und das Gaspedal bleibt weiterhin fest durchgedrückt. Doch der Wagen kommt erst allmählich vom Fleck, da die Reifen quietschend durchdrehen. Negative Begleiterscheinungen in Form höherer Preise und durch lange Lieferfristen beeinträchtigte Wertschöpfungsketten scheinen für die Biden-Administration dazuzugehören, wie Reifenabriebspuren auf dem Asphalt bei einem Straßenrennen. Ins Schleudern bringen könnte den Wagen ein neuerliches Aufflammen der Corona-Pandemie durch eine neue Virus-Mutation, gegen welches die bislang verabreichten Impfungen wirkungslos wären. Aber wenn dieses Risiko nicht eintritt, scheint die Fahrtrichtung weiter vorgezeichnet. Für die kommenden Quartale bedeutet dies eine zügig fortschreitende Erholung mit einer allerdings etwas nachlassenden Dynamik, ähnlich der abnehmenden Beschleunigung eines Fahrzeugs nach Erreichen der vorgesehenen Geschwindigkeit.

In den ersten Monaten des Jahres 2021 waren stellenweise Spekulationen am Markt aufgekommen, wonach die Notenbank zügiger aus ihrer ultralockeren Geldpolitik aussteigen könnte als ursprünglich gedacht. Ein wichtiges Argument für diese Sichtweise ist der deutliche Anstieg der allgemeinen Verbraucherpreis-inflation von Werten unter 1,5 % auf 2,6 % im März als jüngstem Berichtsmonat (siehe Chart unten). Für die in der kommenden Woche zur Veröffentlichung anstehende Inflationsrate für April wird am Markt mittlerweile ein weiterer Anstieg auf ungefähr 3,6 % angenommen. Es wäre die höchste Rate seit September 2011.

Gestiegene Inflation sorgt für Tapering-Phantasie.

USA: Inflationsmaße (in % ggü. Vorjahr)



Quelle: BEA, BLS/Haver

Grundsätzlich gehen viele Volkswirte in Einklang mit den Aussagen der Notenbank von einem nur vorübergehenden Inflationsanstieg in den USA aus, der vor allem durch den Vergleich der aktuellen Preise mit den Tiefständen vom Frühjahr 2020 zustande kommt. In der zweiten Jahreshälfte 2021 wäre demnach mit einem Rückgang auf wieder etwas niedrigere Werte zu rechnen, da sich die wichtigen Preise für Kraftstoffe im dann relevanten Vergleichszeitraum des Jahres 2020 bereits erholt hatten. Diese Perspektive wird aber zunehmend angezweifelt, denn die noch nicht voll von der Corona-Krise erholte, aber teilweise schon überhitzte Wirtschaft sorgt wie oben beschrieben für steigende Rohwaren- und Endproduktpreise.

Auch der Einwand der nach wie vor hohen Arbeitslosigkeit als Ausschlusskriterium für das Lostreten einer Lohn-Preis-Spirale lässt sich nicht mehr vorbehaltlos anbringen. Viele Unternehmen beklagen sich darüber, die benötigten Arbeitskräfte nicht einstellen zu können oder zumindest nicht zu den bisherigen Stundensätzen. Aus der Gastronomie wurde zuletzt von einem Lohnanstieg in Höhe von mehr als 6 % berichtet. Dies ist nicht weiter überraschend, da die Politik wie ebenfalls schon beschrieben das Füllhorn über Arbeitslose ausgeschüttet hat und diese aktuell ohne Job manchmal mehr Geld in der Tasche haben als nach Auszahlung ihres früheren Arbeitslohns. Vor allem im Niedriglohnbereich dürften die Hilfs- und Stimulus-Schecks mit Pauschalbeträgen den Anreiz zur Aufnahme einer Tätigkeit abgesenkt haben.

An der Notenbankpolitik dürfte der erwartbare Inflationsanstieg jedoch nichts ändern. Wie von uns bereits mehrfach an dieser Stelle in den letzten Monaten erläutert, rechnen wir noch nicht mit einer Tapering-Ankündigung in diesem Jahr, da die Fed kein Interesse daran hat, die Glaubwürdigkeit ihrer „Forward Guidance“ zu verspielen. Zweitens ermöglicht es auch das angepasste Notenbankziel einer „durchschnittlichen Inflationsrate“ von 2 %, über einen mehrmonatigen Zeitraum mit höheren Raten hindurchzuschauen.

Statistischer Basiseffekt ist nur vorübergehend,....

...aber der unerliegende Preisdruck nahm zuletzt zu,...

...und die Bereitschaft zur Jobsuche scheint etwas nachgelassen zu haben.

Notenbank wird ihren Kurs vorerst nicht ändern.

Vor diesem Hintergrund rechnen wir weniger mit einer Anpassung der Geldpolitik an die äußeren Rahmenbedingungen, sondern allenfalls mit einer Anpassung der Argumentation zu ihrer Rechtfertigung. Dies war bereits auf den letzten Pressekonferenzen der Federal Reserve beobachtbar, als Notenbankchef Jerome Powell einerseits spürbare Verbesserungen am Arbeitsmarkt konzidierte, aber andererseits die schwere Lage einzelner Bevölkerungskreise hervorhob. Außerdem glaubt er an die Rückkehr von vielen Arbeitslosen auf den Jobmarkt, die sich aus Angst vor einer Corona-Ansteckung bislang noch nicht um eine neue Stelle bemüht hätten.

Powell rechtfertigt Geldpolitik mit ungleicher Partizipation am Arbeitsmarkt.

Mit seiner taubenhaften Grundhaltung bildet Powell im Offenmarktausschuss der Notenbank keine Ausnahme. Zwar meldete sich diese Woche der Chef der regionalen Notenbank von Dallas, Robert Kaplan, mehrmals zu Wort und forderte „eher früher als später“ eine Diskussion über das Abschmelzen der Konjunkturlösungen durch die Fed. Demnach könnten die Anleihekäufe zu Exzessen und Ungleichgewichten an den Kapital- und Immobilienmärkten führen, zumal sich die Wirtschaft schneller als erwartet erholt hätte. Aber Kaplan ist in dem Entscheidungsgremium in diesem Jahr nicht stimmberechtigt, und die große Mehrheit seiner Kollegen setzte aus Anlass von etwas unbedachten Äußerungen der ehemaligen Fed-Chefin und jetzigen Finanzministerin Janet Yellen zur Zinsentwicklung andere Akzente. Loretta Mester (Cleveland) gibt sich „bewusst geduldig“, Charles Evans (Chicago) hat „keine Eile“ für Tapering-Gespräche, Eric Rosengreen (Boston) hält diese für „voreilig“, und Richard Clarida (Vize, Chairman) sieht die Fed von ihren Zielen noch „weit entfernt“.

Diskussion über Tapering ist nicht erwünscht.

In die gleiche Richtung zielt die Sprachregelung, wonach „weitere substanzielle Fortschritte“ hinsichtlich der Notenbankziele der maximalen Beschäftigung und der durchschnittlichen Inflationsrate in den Daten ablesbar sein müssen. In der Vergangenheit hätte aufgrund der zeitlichen Wirkungsverzögerung der Geldpolitik vermutlich schon ein prognostiziertes Erreichen der Zielgrößen als Anlass für einen Richtungsschwenk ausgereicht. Der Wiederanstieg der Arbeitslosenquote auf 6,1 % mit dem Arbeitsmarktbericht für April, der zu einem guten Teil tatsächlich auf der Wiederaufnahme der Arbeitssuche von vorab passiv gebliebenen Menschen beruht, gibt der Fed immerhin kurzfristig Rückenwind. Letztlich spricht darüber hinaus auch das bereits in früheren Ausgaben des Kapitalmarktberichts angesprochene Ende der ersten Amtszeit von Powell 2022 für eine Beibehaltung der lockeren Geldpolitik. US-Präsident Biden dürfte an der Finanzierung seines umfassenden Haushaltsdefizits interessiert sein und die Vertragsverlängerung oder Neubesetzung der Notenbankspitze an diesem Ziel ausrichten.

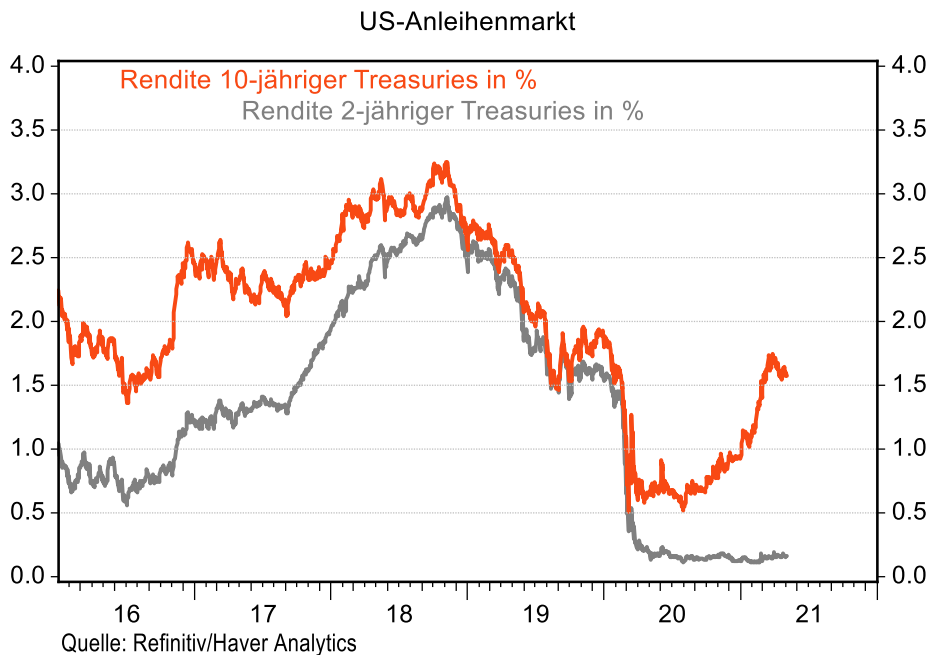
Fed wartet auf „weitere substanzielle Fortschritte“.

Die Fed dürfte in den kommenden Monaten sehr flexibel auf die konjunkturelle Entwicklung und die makroökonomischen Daten reagieren, allerdings nur in ihrer Kommunikation, warum eine unveränderte Geldpolitik weiterhin richtig sei. Der eingeschlagene Pfad mit einem Leitzinszielband von 0,00 % bis 0,25 % und monatlichen Käufen von Staatsanleihen in Höhe von 80 Mrd. US-Dollar sowie Hypothekendarlehen in Höhe von 40 Mrd. US-Dollar dürfte unverändert beibehalten werden.

Rentenmarkt

Die von uns im letzten Kapitalmarktbericht für die zweite Jahreshälfte prognostizierte Beruhigung der Renditeentwicklung am US-Rentenmarkt setzte bereits in den letzten Wochen ein. Nachdem 10-jährige Treasuries Ende März in der Spitze bei 1,77 % rentiert hatten, folgte im April ein Rückgang bis in den Bereich von 1,53 %, der seitdem unter Schwankungen beibehalten wurde (siehe Grafik unten).

Renditeanstieg ging in Konsolidierung über.



Momentan scheint es, als wäre der Elan für eine Fortsetzung der Rendite-Aufwärtsbewegung zunächst gebrochen. Für diese Sichtweise sprechen das unverändert niedrige Leitzinsniveau und auch die Vermutung, dass die vehemente Absage an eine Tapering-Diskussion aus den Reihen des Offenmarktausschusses die entsprechenden Spekulationen am Markt in den kommenden Wochen eher eindämmen sollten. Der wahrscheinliche Rückgang der Inflationsraten vom mutmaßlichem Hoch im April auf wieder etwas niedrigere Werte ab Mai wird voraussichtlich auch nicht renditesteigernd wirken.

Mit einem Rückgang der Inflationsrate würde ein Argument für höhere Renditen wegfallen,.

Nichtsdestotrotz ist mittelfristig vor dem Hintergrund des Wirtschaftswachstums und der großen Haushaltsdefizite mit einem weiteren Renditeanstieg zu rechnen. Zuletzt veröffentlichte das US-Schatzamt angesichts der gesteigerten Staatsausgaben geänderte Planungen für die Anleiheemissionen. Demnach ist für das 2. Quartal die Aufnahme von 463 Mrd. US-Dollar anstatt der noch im Februar prognostizierten 95 Mrd. US-Dollar geplant. Und für das 3. Quartal sind 821 Mrd. US-Dollar vorgesehen. Ein Anstieg der Rendite 10-jähriger Staatsanleihen über das im März erreichte Jahreshoch hinaus, beziehungsweise auf rund 2,0 % ist deshalb im weiteren Jahresverlauf nicht unwahrscheinlich.

...doch mittelfristig sind höhere Renditen wahrscheinlich.

Der Anleihemarkt befindet sich aktuell in einer Beruhigungsphase nach dem steilen Anstieg der Renditen am langen Ende der Zinsstrukturkurve im 1. Quartal. Die Konsolidierung könnte angesichts der unveränderten Geldpolitik noch etwas länger andauern, aber grundsätzlich befindet sich die US-

Wirtschaft erst am Anfang eines voraussichtlich längeren Aufschwungs, so dass die Renditen weiteres Anstiegspotenzial haben.

Aktienmarkt

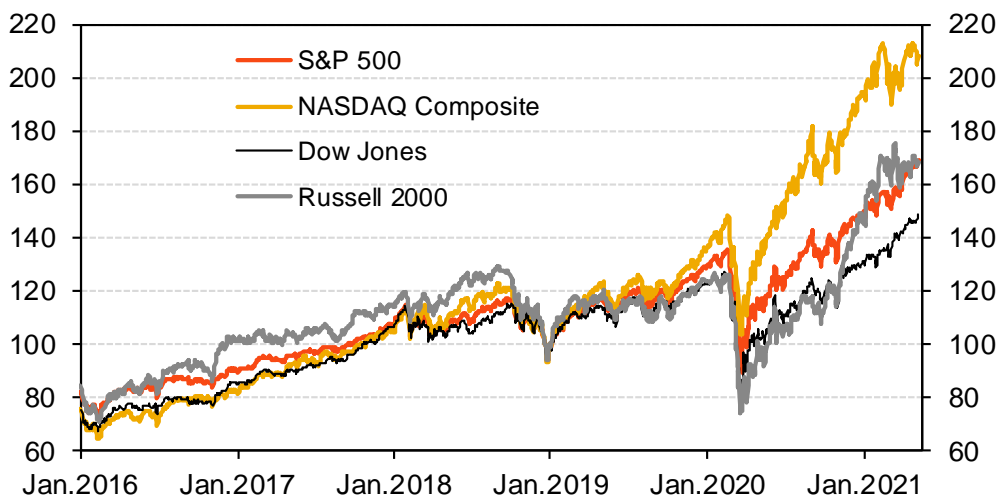
Der US-Aktienmarkt kann derzeit ohne Umschweife als ausgesprochen nervös bezeichnet werden, denn den Marktteilnehmern ist nach den steilen Anstiegen seit Frühjahr 2020 bewusst, dass die Kurse der wirtschaftlichen Realität weit vorausgelaufen sind. Dies zeigt sich insbesondere an den Reaktionen des Marktes während der aktuell noch laufenden Berichtssaison zum 1. Quartal. Zwar übertrafen mehr als 87 % der Unternehmen aus dem S&P 500, die bislang ihre Zahlen auf den Tisch legten, die Erwartungen der Analysten. Dies ist der höchste jemals gemessene Wert. Doch selbst Unternehmen, welche die hochgesteckten Ziele noch übertrafen, wurden zuletzt nicht selten mit Kursverlusten ihrer Aktien abgestraft, da die Erwartungen nicht ausreichend genug übererfüllt wurden. Und bei einer Verfehlung der Konsensprognose der Analysten waren Rückgänge im zweistelligen Prozentbereich keine Seltenheit.

Die Bilanz der Kursentwicklung im April und von Anfang Mai fällt deshalb verhalten aus. Der Technologieindex NASDAQ Composite erreichte lediglich den alten Höchststand von Mitte Februar. Kurz danach sorgten zunächst die Kapriolen um die GameStop-Aktie und ähnliche Werte sowie später der Renditeanstieg für Kursrückgänge, die zuletzt nur aufgeholt wurden. Der Dow Jones-Index sowie der S&P 500 erreichten zuletzt zwar neue Allzeithochs, doch die Dynamik hat merklich nachgelassen. Und der Nebenwerteindex Russell 2000 befindet sich aktuell knapp 5 % unterhalb des bisherigen Jahreshöchststandes von Mitte März.

Märkte reagieren nervös auf Quartalsberichte,...

...und die Marktentwicklung blieb zuletzt verhalten.

US-Aktienindizes (umbasiert 01.01.2019=100)



Quelle: Haver Analytics, eigene Darstellung

Wie werden sich die Kurse in den nächsten Wochen und Monaten entwickeln? Der insbesondere in Deutschland verehrte und 1999 verstorbene „Börsen-Guru“ André Kostolany vertrat die Auffassung, dass sich die Börsenkurse zur Realwirtschaft verhalten würden wie ein Hund zum Spaziergänger. Sie liefen voraus, aber sie kämen immer wieder zurück. Dieses grundsätzliche Bild scheinen auch jene Anleger im Kopf zu haben, die sich wie oben beschrieben aus dem Markt

Märkte laufen der Realwirtschaft voraus.

zurückziehen, selbst wenn Unternehmen gute Quartalsberichte veröffentlichen. Hinzu kommt die Saisonalität, wonach über die vor uns stehenden Sommermonate eher mit einer moderaten Entwicklung zu rechnen sei. Und drittens stellt sich die Frage, welche positiven Impulse noch kommen könnten, nachdem die Konjunkturerholung sowie umfassende staatliche Stützungsmaßnahmen und eine lockere Geldpolitik bereits eingepreist sind. Das Überraschungsrisiko liegt deshalb eher in schlechten Nachrichten.

*Überraschungen
drohen eher auf der
Negativseite,...*

Auf der anderen Seite stehen die USA vermutlich am Beginn eines noch längere Zeit anhaltenden Aufschwungs. Die Überhitzung der Wirtschaft mag zwar noch für einige Friktionen sorgen. Aber es ist kaum zu befürchten, dass sich die positive Tendenz überraschend umkehrt, beispielsweise da die Stimulierungsmaßnahmen nicht nachhaltig genug sind und sich lediglich als Strohfeder entpuppen. Beispielsweise dürften die geplanten Infrastrukturmaßnahmen die Konjunktur noch jahrelang stützen. Vor diesem Hintergrund ist es gut möglich, dass die Aktienkurse in die erhöhten Bewertungsniveaus hineinwachsen, oder mit Kostolany bildlich gesprochen, der Spaziergänger den vorausgelaufenen Hund wieder einholt.

*...doch die USA
befinden sich
vermutlich erst am
Beginn es
Aufschwungs,...*

Größere Rückschläge sind auch deshalb weniger wahrscheinlich, da aufgrund der weiterhin bestehenden Niedrigzinspolitik für viele Anleger kaum Alternativen zu Aktienanlagen bestehen. Das Motto lautet wie schon zu früheren Zeiten „Buy the dip“, womit gemeint ist, dass jeder Kursrückgang eine Kaufchance darstellt. Und wenn die Vermutung zutreffen sollte, dass der größte Teil des Renditeanstiegs der Staatsanleihen in diesem Jahr bereits hinter uns liegt, dann drohen auch von dieser Seite nicht allzu große Gefahren. Allerdings muss in diesem Punkt etwas differenziert werden, denn das Vorstehende gilt insbesondere für Aktien von profitablen Unternehmen mit funktionierendem Geschäftsmodell und weniger für manche Hoffnungswerte, die im abgelaufenen Winterhalbjahr einen spekulativen Höhenflug erlebten, der sich aber in den letzten Wochen als nicht nachhaltig herausstellte. Mit der voraussichtlichen Normalisierung des Wirtschaftslebens dürfte auch eine stärkere Fokussierung auf althergebrachte Bewertungsmaßstäbe einhergehen mit einem Schwerpunkt auf tatsächliche Umsätze und Gewinne anstelle von blühender Phantasie für die Nach-Corona-Zeit.

*...weshalb
Kursrückgänge
Kaufchancen
darstellen.*

Der Kursspielraum für die Aktienmärkte ist zumindest auf Sicht der kommenden Wochen und Monate beschränkt, da die meisten positiven Nachrichten bereits verarbeitet sein dürften und kaum noch kurssteigendes Überraschungspotenzial besteht. Es ist deshalb nicht unwahrscheinlich, dass die Strecke neuer Allzeithochstände der großen Aktienindizes demnächst abreißt. Insgesamt bedeuten die konjunkturelle Aufwärtsbewegung trotz der Überhitzungserscheinungen sowie die weiterhin ausgabefreudige Fiskalpolitik und die lockere Geldpolitik günstige Rahmenbedingungen für den Aktienmarkt.

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	2020	2021e	2017	2018	2019	2020	2021e	2017	2018	2019	2020	2021e
EWU	3,1	3,1	2,7	2,3	2,8	-1,0	-0,5	-0,6	-7,6	-6,7	1,20	1,15	1,12	1,22	1,23
- Deutschland	7,8	7,4	7,1	7,1	7,6	1,2	1,8	1,5	-4,2	-5,5	-	-	-	-	-
UK	-3,5	-3,9	-4,0	-3,9	-3,9	-1,8	-2,3	-2,2	-13,4	-11,8	1,35	1,28	1,30	1,37	1,28
USA	-2,3	-2,2	-2,2	-3,1	-3,9	-4,5	-5,8	-6,3	-15,8	-15,0	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Japan	4,2	3,6	3,6	3,3	3,6	-3,2	-2,5	-3,3	-12,6	-9,4	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

	Q4 18	Q1 19	Q2 19	Q3 19	Q4 19	Q1 20	Q2 20	Q3 20	Q4 20	Q1 21	07.05.
CRB-Index**	169,8	183,8	181,0	173,9	185,8	121,8	138,0	148,5	167,8	185,0	206,3
Ölpreis (Brent)*	53,8	68,4	66,6	60,8	66,0	22,8	41,2	41,0	51,8	63,5	68,4

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.