

Kapitalmarktbericht USA

## Nr. 3: Die Konjunktur zeigt sich noch immer robust.



9. Mai 2022

**Konjunktur und Geldpolitik:** Nach einem überraschend schwachen Jahresstart deuten die Konjunkturindikatoren für das laufende und mindestens auch noch für das 3. Quartal 2022 Wirtschaftswachstum an, aber die Perspektiven für 2023 trüben sich ein. Für die US-Notenbank ist dies jedoch eher zweitrangig, da ihr der gute Arbeitsmarkt den Rücken freihält, um sich dem zunächst vernachlässigten Inflationsproblem stärker zu widmen. Auf den nächsten Notenbanksitzungen sind deshalb Leitzinserhöhungen um jeweils 50 Basispunkte relativ wahrscheinlich, wohingegen danach bis zum Jahresende mindestens Anhebungen um 25 Basispunkte vorgenommen werden dürften.

**Rentenmarkt:** Die Absicht der US-Notenbank, den Zinserhöhungszyklus zeitlich zu straffen, sorgte in den vergangenen beiden Monaten für einen Anstieg der Zinsstrukturkurve über alle Laufzeiten hinweg. Nach dem jetzigen Stand der Inflations- und Konjunkturperspektiven ist vor allem am kurzen Ende mit einem weiteren Renditeanstieg zu rechnen, während das Potenzial im Bereich der langen Restlaufzeiten zunehmend kleiner wird.

**Aktienmarkt:** Nach dem kriegsbedingten Einbruch der Aktienkurse im Februar und Anfang März folgte eine Erholungsphase, die jedoch Anfang April endete. Seitdem drücken das nochmals verschärfte geldpolitische Bremsmanöver der US-Notenbank sowie die perspektivische Abkühlung der Konjunktur auf den Märkten. Ein weiterer Belastungsfaktor stellt die Saisonalität dar, wonach der Mai als guter Monat für Verkäufe gilt.

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

## Konjunktur und Geldpolitik

Rund zwei Monate nach Abfassung des letzten Kapitalmarktberichtes USA hat sich an den wesentlichen Einflussfaktoren für die Konjunktur und die Geldpolitik nur wenig geändert. Die Hoffnung auf einen baldigen Friedensschluss zwischen der Ukraine und Russland haben sich als unrealistisch erwiesen. Der Abbruch des russischen Vormarsches auf Kiew von Norden her diente nur einer Reorganisation der Truppen und einem zuletzt verstärkten Vorgehen an der Ost- und Südostflanke des angegriffenen Landes. Die Gefahr einer internationalen Eskalation des Krieges ist zudem nicht geringer geworden, auch wenn das russische Außenministerium zuletzt die davor in den Raum gestellten Drohungen über den Einsatz von Atomwaffen relativierte. An den Märkten hat man sich ohnehin in gewisser Weise bereits an den neuen Kalten Krieg zwischen dem Westen und Russland gewöhnt, beziehungsweise man blendet die Gefahren einfach aus. Hieran ändert auch der Umstand nichts, dass immer mehr westliche Staaten mal mehr und mal minder öffentlichkeitswirksam der Ukraine schwere und schwerste Waffen zur Verfügung stellen, was zuvor als Überschreiten einer „roten Linie“ abgelehnt wurde. Insofern besteht der größte Einfluss des Kriegs in der Ukraine bislang in den erhöhten Energiepreisen und einer Stimmungseintrübung, auf die gleich noch einmal zurückzukommen ist.

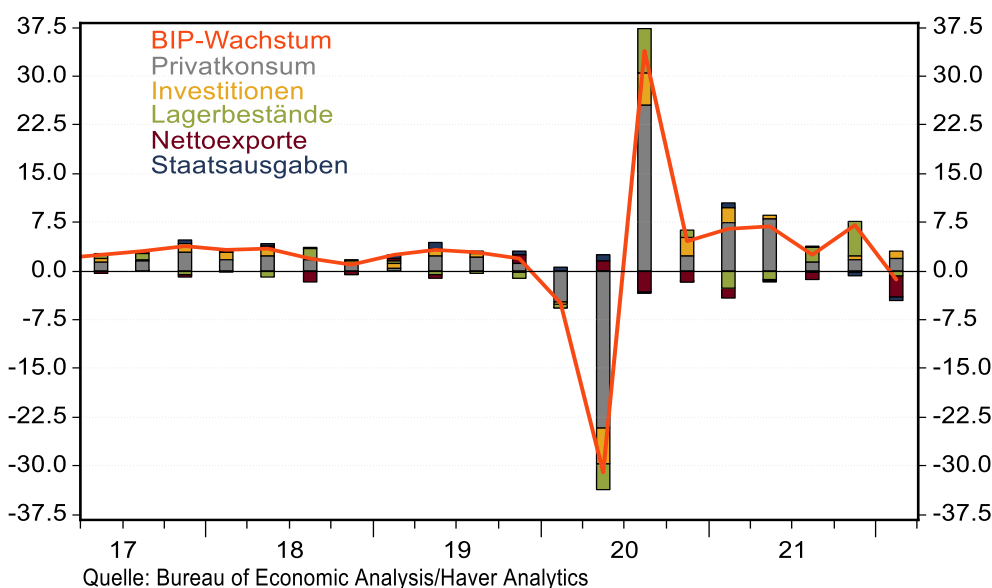
*Der Krieg in der Ukraine geht weiter,...*

*...aber die Gefahr einer Eskalation rückte zuletzt in den Hintergrund.*

Zunächst aber noch einen Blick in den Rückspiegel: Gemäß der sogenannten Vorabschätzung schrumpfte die US-Wirtschaft im 1. Quartal 2022 um saisonbereinigt und annualisiert 1,4 % gegenüber dem Schlussquartal 2021. Die Kontraktion kam für nahezu alle Beobachter unerwartet, und im Mittel wurde vielmehr eine Steigerung der Wirtschaftsleistung um 1,0 % prognostiziert. Außerdem fiel das Wachstum in der Zeitspanne von Oktober bis Dezember letzten Jahres mit 6,9 % noch sehr üppig aus.

*Im 1. Quartal 2022 schrumpfte die US-Wirtschaft,...*

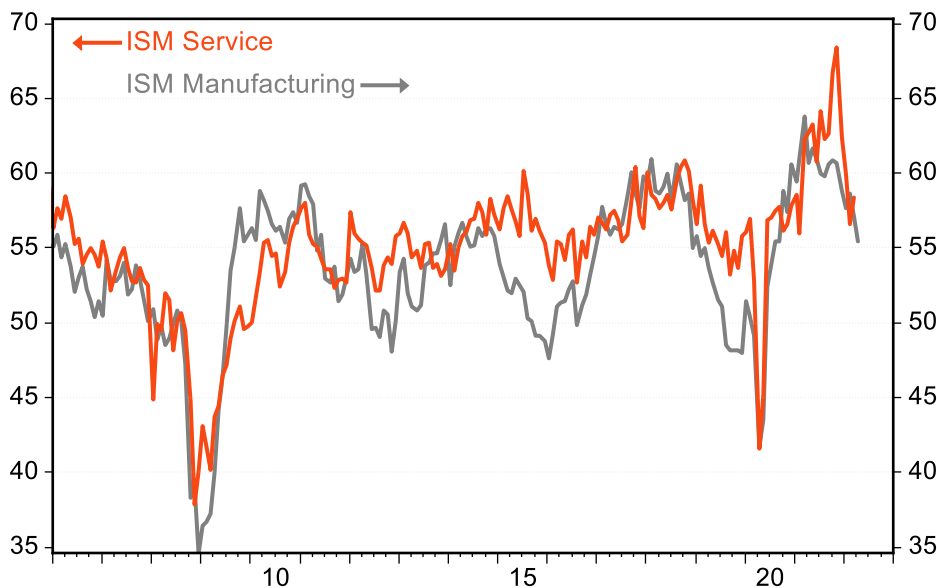
USA: BIP-Quartalsveränderungsrate Wachstumsbeiträge in Prozentpunkten



Dass es nun anders kam, kann jedoch mit einem Detail erklärt werden. So kam es nach einem Aufbau der Lagerhaltung der Unternehmen Ende 2021, der 5,3 % zum damaligen BIP-Anstieg beitrug, nun zu einem Lagerabbau, der mit -0,8 % zu Buche schlug. Grundsätzlich ist die Veränderung der Lagerhaltung die am schwersten abzuschätzende Komponente des Wirtschaftswachstums, und die zuletzt großen Bewegungen in diesem Bereich erklären auch die weit neben dem eigentlichen Wert liegenden Prognosen. Allerdings kann es in den kommenden Wochen mit der Vorlage der detaillierteren BIP-Schätzungen noch zu deutlichen Abweichungen von den vorläufigen Werten kommen.

*...was vor allem mit einem Abbau der Lagerbestände erklärt werden kann.*

USA: Stimmung im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungsbereich



Quelle: Institute for Supply Management/Haver Analytics

Für das aktuelle laufende 2. Quartal zeigen die meisten Früh- und Stimmungsindikatoren dagegen immer noch Wachstum an. So befinden sich die ISM-Einkaufsmanagerindizes für den Dienstleistungssektor und das verarbeitende Gewerbe trotz eines deutlichen Rückgangs weiterhin über der wichtigen 50-Punkte-Schwelle (siehe Grafik oben). So brach das Konjunkturbarometer für den Service-Sektor von 59,9 Punkten im Januar auf 56,5 Punkte im Februar nach dem Kriegsbeginn ein, aber es erholte sich im März wieder auf 58,3 Punkte, bevor im April abermals eine Welle nach unten auf 57,1 Punkte folgte. Im verarbeitenden Gewerbe ging es dagegen kontinuierlich nach unten, nämlich von 58,6 Punkten im Februar auf 57,1 Punkte im März und auf 55,4 Punkte im April. Anders ausgedrückt: Die Lage ist noch gut, aber sie verschlechtert sich.

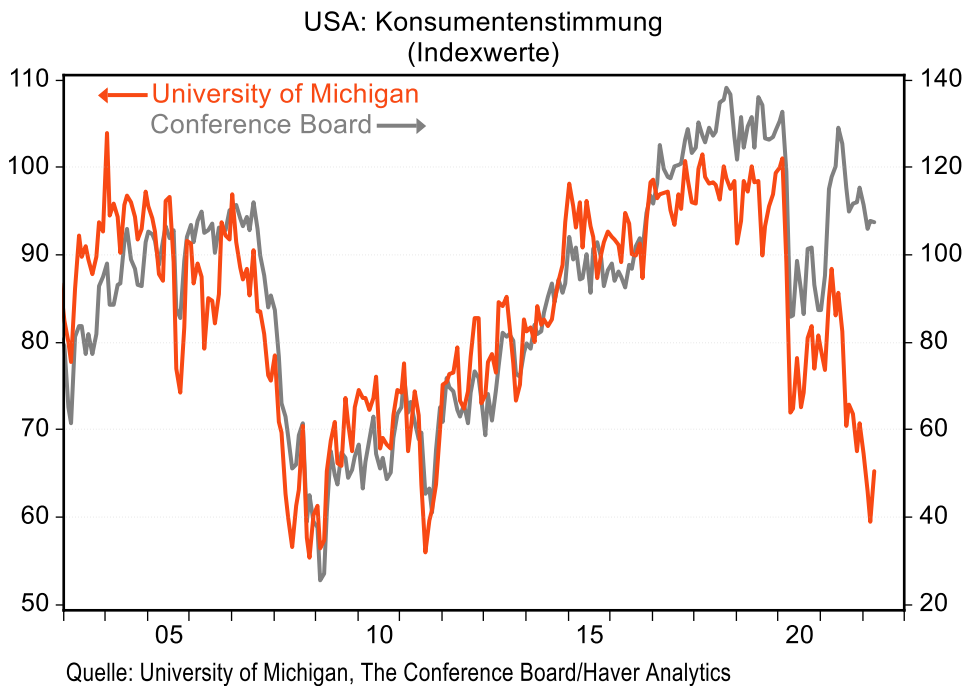
*Die Einkaufsmanagerindizes verschlechtern sich,...*

Zum Greifen nahe ist die Eintrübung der mittelfristigen Konjunkturaussichten mit Blick auf das Verbrauchervertrauen. Trotz des jüngsten Wiederanstiegs befindet sich der Index der Universität Michigan aktuell auf einem tieferen Niveau als während der Pandemie im Frühjahr 2020. Und auch der nicht so tief abgestürzte, da anders berechnete Index des Conference Board, ist erkennbar auf dem Rückzug (siehe Grafik nächste Seite). Die Gründe hierfür liegen unverändert in der bereits vor dem Krieg in der Ukraine begonnenen Hochinflationphase, welche es insbesondere den weniger begüterten Haushalten erschwert, über die Runden zu kommen.

*...und nähern sich damit dem gedrückten Niveau des Verbrauchervertrauens.*

Auf der anderen Seite ist der Arbeitsmarkt weiterhin angespannt, was den Konsum der Privathaushalte stützt, aber gleichzeitig die Arbeitgeberseite belastet. Im April verharnte die Arbeitslosenquote bei 3,6 %, ein historisch niedriger Wert, der in den kommenden Monaten nicht mehr wesentlich unterschritten werden dürfte. Angesichts der restriktiver werdenden Geldpolitik mit Ziel der Konjunkturabkühlung ist vielmehr damit zu rechnen, dass die Arbeitslosenquote in den vor uns liegenden Quartalen zumindest leicht ansteigt.

*Der Arbeitsmarkt ist weiterhin leergefegt.*



Eine Konjunkturabkühlung macht sich oftmals am schnellsten in denjenigen Wirtschaftssektoren bemerkbar, in denen zuvor eine Überhitzung stattfand. In diesem Sinne könnte der Immobilienmarkt besonders gefährdet sein und eine Art Frühindikator darstellen, denn gemäß einer kürzlich veröffentlichten Studie der regionalen Notenbank von Dallas kann für die letzten zwei Jahre von einer Blasenbildung gesprochen werden. Diese Einschätzung legen zumindest zwei von drei untersuchten Faktoren nahe. So erreichte die reale Hauspreisentwicklung statistisch gesehen ein Übertreibungsniveau, während die Preise in Relation zu den Einkommen diesen Bereich noch nicht erklommen haben, aber kurz davor stehen. Und gemessen an der Entwicklung der Mieten haben die Hauspreise ähnlich wie in den 2000er Jahren ein Blaseniveau erreicht. Die nachfolgende Grafik auf Grundlage von Zahlenmaterial der Dallas-Fed enthält neben der faktischen Relation von Wohnimmobilienpreisen zu Mieten (schwarze Linie) das aus Sicht der Notenbank fundamental gerechtfertigte Niveau (rote Linie). Gut erkennbar ist in der rechten Bildhälfte, wie sich die tatsächlich gezahlten Preise von diesem Niveau entkoppelt haben. Außerdem erinnert die Steilheit des Charts an die Endphase des Immobilienbooms von ungefähr 2004 bis 2006, der bekanntlich in einem Kollaps und der Subprime-Krise mündete.

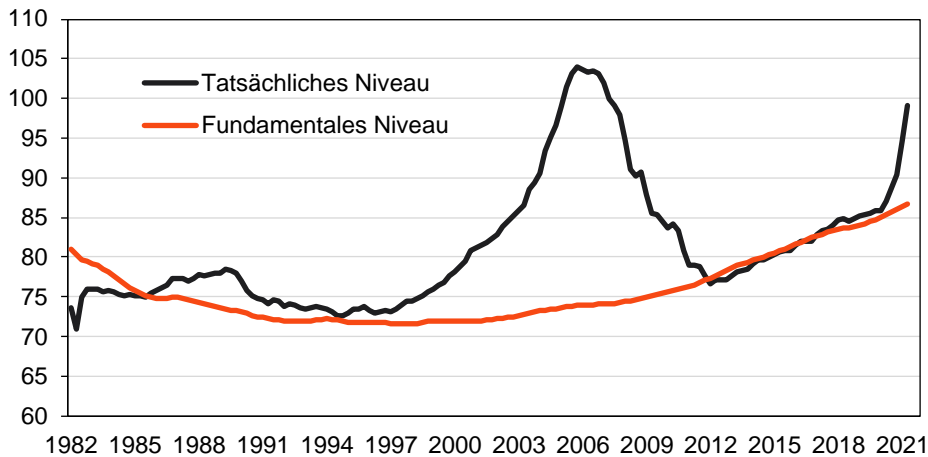
*Eine Konjunkturabkühlung könnte sich zuerst am Immobilienmarkt zeigen,...*

Gemessen an den Zahlen der National Association of Realtors fiel die Teuerung der Immobilien in den vergangenen Quartalen durchaus üppig aus. So kosteten gebrauchte Einfamilienhäuser im jüngsten Berichtsmonat März 2022 im Durchschnitt 391.200 US-Dollar. Dies ist ein Anstieg um 25,2 % seit Ende 2019, der neben Metropolen auch das sprichwörtliche platte Land mit einschließt.

*...wo die Preise seit 2020 stark gestiegen sind.*

Allerdings verlangsamte sich der Anstieg in den letzten Monaten auf eine Jahresrate von „nur“ noch 9,7 %, was die im 3. Quartal 2021 endende Auswertung der Federal Reserve of Dallas nicht anzeigt.

US-Wohnimmobilienpreise in Relation zu den Mieten, indexiert 2005=100



Quelle: Dallas Fed, eigene Darstellung

Ein wichtiger Grund für die Explosion der Immobilienpreise war die 2020 schlagartig gestiegene Nachfrage, die einerseits auf die Erfahrungen vieler bisheriger Wohnungsmieter mit dem Lockdown beruhte, andererseits aber dem in der Krise stark gedrückten Zinsniveau angelastet werden kann. Umgekehrt dürfte sich der rasche Renditeanstieg der letzten Wochen am Immobilienmarkt bemerkbar machen. So betrug der Zinssatz für 15-jährige Zinsbindungen nach Angaben der Mortgage Bankers Association Ende April 4,68 % nach 2,54 % vor exakt zwölf Monaten, ein Anstieg um mehr als 210 Basispunkte!

*Die Hypothekenzinsen legten stark zu,...*

Die jüngsten Daten über die Umsätze am Immobilienmarkt von März zeichnen ein gemischtes Bild, welches alle Interpretationsmöglichkeiten von dem Beginn einer rückläufigen Nachfrage bis hin zu Schwankungen im Bereich der üblichen Größenordnung offen lässt. So stiegen die Baubeginne nochmals um saisonbereinigt 0,3 %, nachdem der Februar mit einem Plus von 6,5 % sehr stark ausfiel. Die Baugenehmigungen legten im Monatsvergleich um 0,4 % zu, womit der etwas schwächere Februar (-1,6 %) zumindest teilweise kompensiert wurde. Die Anzahl der Wiederverkäufe von gebrauchten Immobilien fiel dagegen nach einem deutlichen Rückgang um 8,6 % im Februar im März um weitere 2,7 %. Umgekehrt fand ein Einbruch der Neubauverkäufe um 8,6 % im März statt, nachdem bereits im Februar ein Minus von 1,2 % gemessen wurde.

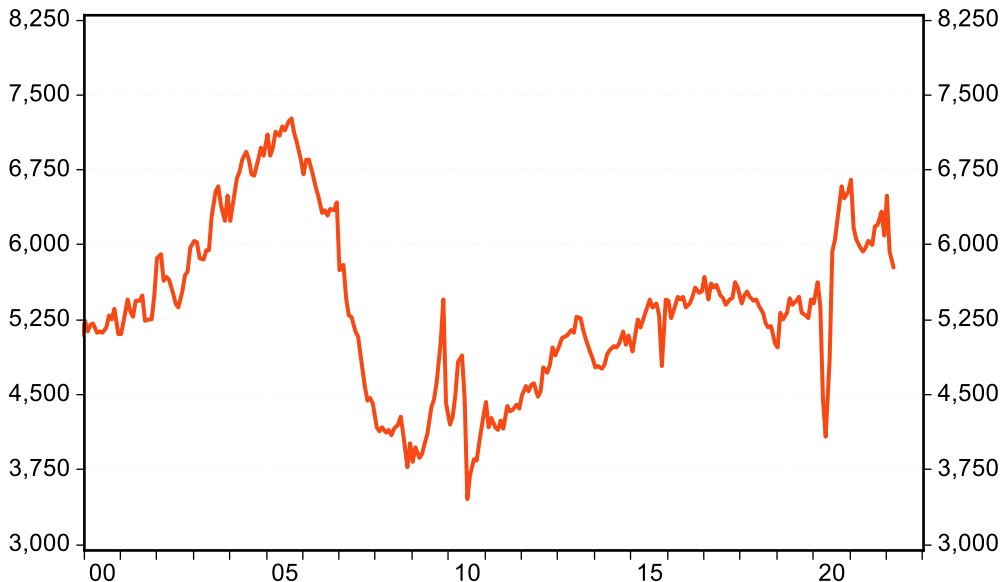
*...und zuletzt fielen die Immobilienkäufe deutlich geringer aus,...*

Unabhängig von diesen Schwankungen befinden sich die Käufe, Wiederverkäufe und Baugenehmigungen nach einem mehrjährigen Wiederanstieg unzweifelhaft auf einem erhöhten Niveau (siehe Grafik nächste Seite). Dabei wurden die Spitzenwerte von Mitte der 2000er Jahre zwar noch nicht erreicht, aber diese markieren ohnehin eine absolute Übertreibungsphase, so dass sie kaum als Vergleichsmaßstab erhalten können. Ein zweiter wichtiger Unterschied zu damals ermöglicht es, die Entwicklung mit einer gewissen Gelassenheit zu verfolgen: Im Gegensatz zur Situation vor knapp 20 Jahren war die Finanzierung der Immobilienkäufe in letzter Zeit deutlich solider. Die US-Banken haben aus ihren Fehlern gelernt, so dass vermehrt Darlehen mit festen Hypothekensätzen und

*...doch die Finanzierung ist heute solider als zu Subprime-Zeiten.*

niedrigeren Beleihungswerten an Familien vergeben wurden, die sich die Kredite auch leisten können. Zudem sind die Bankenaufsicht und andere Stellen stärker sensibilisiert, so dass eine Normalisierung der Immobilienpreise ziemlich sicher nicht zu ähnlich großen Verwerfungen an den Finanzmärkten führen dürfte wie nach dem Platzen der Subprime-Blase.

USA: Wiederverkäufe Wohnimmobilien (in Tsd.)



Quelle: National Association of Realtors/Haver Analytics

**Überraschenderweise schrumpfte die Wirtschaftsleistung gemäß vorläufigen Daten im 1. Quartal, und angesichts der von der Notenbank gewollten Abkühlung der Konjunktur mit dem Ziel der Inflationsdämpfung sind die Perspektiven für 2023 nur als verhalten einzustufen. Allerdings gibt es noch keine Anzeichen für eine unmittelbar bevorstehende Rezession. Aktuell und insbesondere mit Blick auf die Sommermonate, in denen im Gegensatz zum Winterhalbjahr eher keine Corona-Beschränkungen drohen, ist mit moderatem Wirtschaftswachstum zu rechnen. Ein guter Indikator für die weitere Entwicklung könnte einmal mehr die Bauwirtschaft sein, welche die steigenden Zinsen nach einer mehrjährigen Unterstützung durch die lockere Geldpolitik früh spüren dürfte.**

An der eingeschlagenen Marschrichtung der US-Notenbank hat sich in den vergangenen zwei Monaten grundsätzlich nichts geändert. Die Inflationsrate liegt weiterhin deutlich über dem tolerierbaren Niveau, zumal sie durch den kriegsbedingten Energiepreisanstieg nochmals einen Schub nach oben bekam. Im März wurden 8,5 % gemessen, während die Zahlen für April an diesem Mittwoch bekanntgegeben werden. Allerdings haben sich die Erwartungen hinsichtlich des Tempos der Leitzinserhöhungen noch einmal beschleunigt. Im März wurden ungefähr sechs Leitzinsanhebungen um 25 Basispunkte eingepreist. In der Zwischenzeit wurden dann immer mehr auch „große Zinsschritte“ erwartet.

Insofern war es keine Überraschung, dass der Offenmarktausschuss der Notenbank auf der jüngsten Sitzung in der letzten Woche das Zielband für den Geldmarktsatz um 50 Basispunkte auf 0,75 % bis 1,00 % anheb. Gleichzeitig wurden wie auf der März-Sitzung angekündigt die Details für den Bilanzabbau

*Die Fed beschleunigt den Zinserhöhungspfad,...*

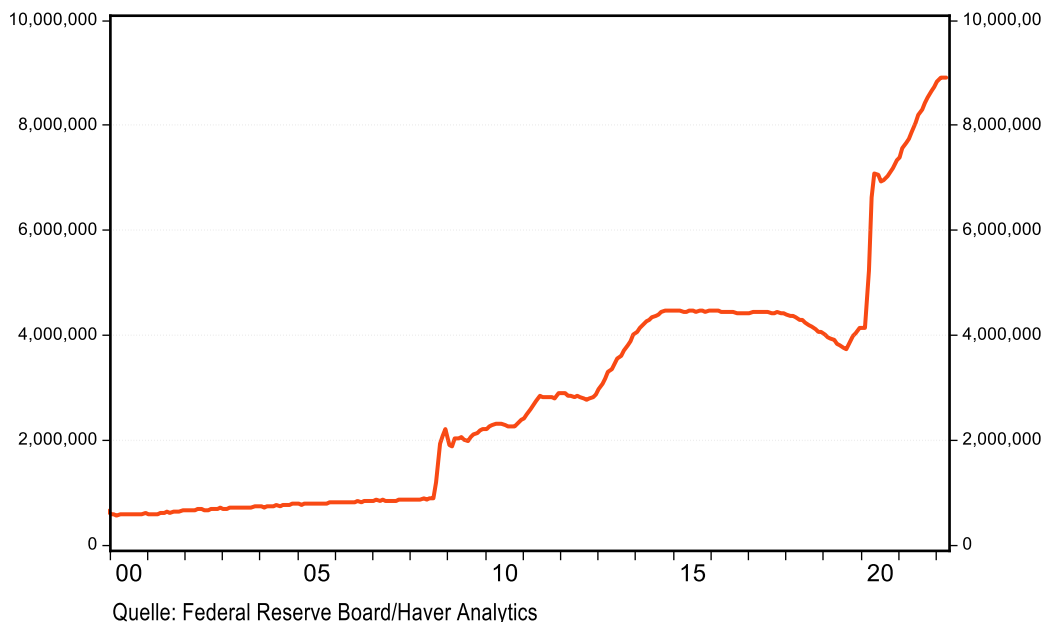
*...mit einer Leitzinsanhebung um 50 Basispunkte,...*



vorgestellt. Demnach werden gezahlte Zinsen und fällig gewordene Staatsanleihen aus dem Bestand der Notenbank im Volumen von bis zu 30 Mrd. US-Dollar pro Monat ab Juni nicht mehr reinvestiert. Das Gleiche gilt für Hypothekendarlehen im Volumen von bis zu 17,5 Mrd. US-Dollar pro Monat, so dass effektiv ein Bilanzabbau um 47,5 Mrd. US-Dollar stattfinden wird. Nach einer Übergangsfrist von drei Monaten werden diese Werte ab September verdoppelt, womit der Bilanzabbau in Höhe von dann 95 Mrd. US-Dollar ungefähr die zuvor kolportierte Größenordnung von 100 Mrd. US-Dollar pro Monat erreicht. Theoretisch muss sich dieser Prozess mehr als vier Jahre lang bis September 2026 fortsetzen, um die Bilanz in Höhe von rund 8,9 Mrd. US-Dollar wieder auf das Niveau vor der Pandemie im Februar 2020 bei rund 4,1 Mrd. US-Dollar zurückzuführen. Und selbst dann befände sich die Notenbankbilanz noch immer auf einem im historischen Vergleich aufgeblähten Niveau (siehe Grafik unten).

*...und sie beginnt im Juni mit dem Bilanzabbau.*

USA: Bilanzsumme der Fed in Mio. US-Dollar



Insofern ließen sich die Beschlüsse der Fed von letzter Woche als moderaten Weg der Normalisierung deuten, und die zeitliche Streckung des Abbaus als marktschonend interpretieren. Tatsächlich sollte aber der Einfluss des Liquiditätsentzugs nicht unterbewertet werden. Dies zeigen alleine schon die Kursbewegungen der vergangenen Tage als Reaktion auf die Notenbanksitzung. Zwar gab Fed-Chef Powell auf der anschließenden Pressekonferenz auf Nachfrage zu verstehen, dass sich der Offenmarktausschuss nicht mit einer sehr umfassenden Leitzinserhöhung um 75 Basispunkte beschäftigt hatte. Zuvor waren entsprechende Einschätzungen am Markt diskutiert und am Rentenmarkt war ein solcher Schritt zumindest teilweise bereits eingepreist worden. Aber dass sich das oberste Entscheidungsgremium der Fed mit dieser Option offenbar nicht näher befasst hatte, wurde als eine überraschend taubenhafte Haltung wahrgenommen, was an diesem Abend zu einer deutlichen Kursrallye am Aktienmarkt führte.

*Zinsanhebungen um 75 Basispunkte sind nicht geplant,...*

Tatsächlich ist die Fed auch trotz des Verzichts auf Zinsschritte um 75 Basispunkte keineswegs taubenhaft eingestellt, denn mindestens für die kommenden zwei Sitzungen können große Zinsschritte von 50 Basispunkten relativ sicher angenommen werden. Dann stünde das Zielband für den Leitzins bereits Ende Juli

*...wobei der Kurs auch so sehr restriktiv sein wird,...*

bei 1,75 % bis 2,00 %. Und wenn auf den anschließend folgenden Sitzungen nur „kleine Schritte“ um 25 Basispunkte vorgenommen werden würden, wäre mit einer Spanne des Geldmarktsatzes zwischen 2,50 % und 2,75 % mindestens das als langfristig neutral geschätzte Zinsniveau erreicht. Der Realzins wird dann zwar noch immer stark negativ sein, denn momentan deutet nichts auf einen drastischen Rückgang der Inflation hin. Aber sofern sich nicht in den kommenden ein bis zwei Monaten wenigstens ein signifikanter Rückgang der Kerninflationsrate von derzeit 6,5 % zeigen wird, könnte die Fed ihre großen Zinsschritte fortsetzen.

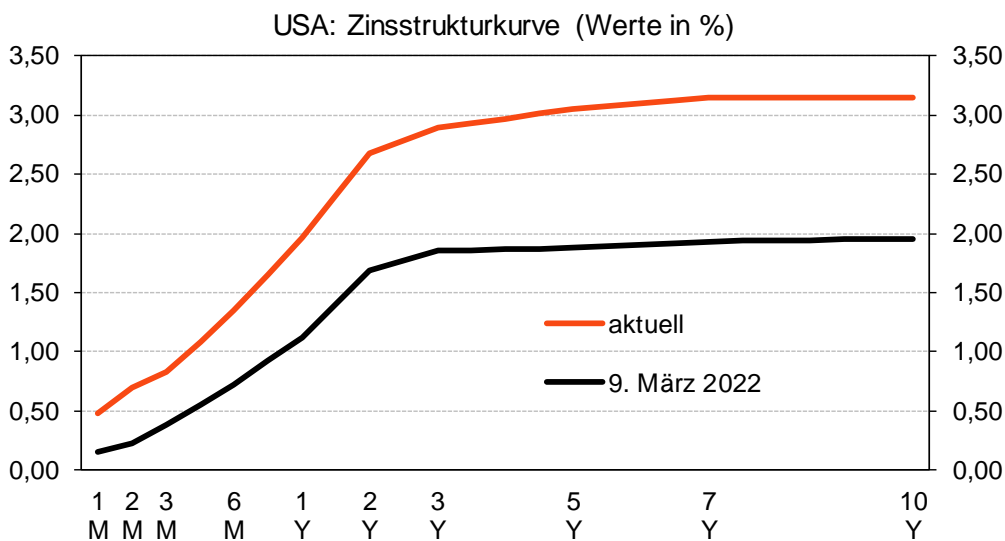
*...sofern nicht die Inflation überraschenderweise sinken sollte.*

**Der Fed ist die Kontrolle über die Inflationsentwicklung spätestens ab der zweiten Jahreshälfte 2021 entglitten, doch ihr mangelt es nicht am Willen, schnell restriktiv zu werden, und sie ist gleichzeitig auch in der Lage, ihre Instrumente einzusetzen. Mit den Leitzinserhöhungen und dem Bilanzabbau greift sie gleichzeitig von zwei Seiten aus an, so dass den Kapitalmärkten noch ungemütliche Zeiten bevorstehen dürften. Die Liquiditätsflut der Notenbanken und insbesondere der Fed als dem mit großen Abstand weltweit bedeutendstem Währungsinstitut hat die Preise von Vermögenswerten im letzten Jahrzehnt aufgebläht. Nun bringt der Entzug der Liquidität für die Börsen einen immensen Gegenwind.**

## Rentenmarkt

Die zeitliche Straffung des Zinserhöhungspfades in den letzten Wochen hinterließ am Rentenmarkt deutliche Spuren. Die Anleihekurse sanken quer über alle Laufzeiten, so dass sich die Zinsstrukturkurve (siehe Grafik unten) weiter nach oben verschob. Im Bereich der Papiere mit 10-jähriger Restlaufzeit vollzog sich innerhalb von nur zwei Monaten ein Renditeanstieg um beachtliche 120 Basispunkte auf zuletzt 3,15 %.

*Die Renditen setzten ihren Aufwärtstrend zuletzt fort.*



Quellen: Haver Analytics, eigene Darstellung



Im Laufzeitenbereich von 2 Jahren stieg die Rendite auf 2,67 % an, womit das oben skizzierte Niveau für den Leitzins am Jahresende 2022 ungefähr erreicht wurde. Da aber über den Jahreswechsel hinaus auch 2023 weitere Leitzinserhöhungen anstehen, sofern nicht eine unvorhergesehene Wendung im Konjunkturgeschehen eintritt, sind hier weitere Renditesteigerungen im Jahresverlauf wahrscheinlich. Am sogenannten langen Ende der Strukturkurve erscheint ein zumindest leichte Fortsetzung des Renditeanstiegs ebenfalls gut möglich, aber hier begrenzen die langfristigen Konjunkturperspektiven das Potenzial, und wie oben ausgeführt, hat das Risiko einer Rezession in den USA mit Blick auf das Jahr 2023 durchaus zugenommen. Vor diesem Hintergrund erscheint es gut möglich, dass die Zinsstruktur gemessen an der Differenz von 10-jährigen zu 2-jährigen Papieren in der zweiten Jahreshälfte 2022 wieder deutlich invers wird, nachdem Anfang April bereits für wenige Handelstage eine Invertierung stattfand.

*Am kurzen Ende haben die Renditen noch Potenzial nach oben.*

**Der Rentenmarkt spiegelt das harte geldpolitische Bremsmanöver der US-Notenbank wider, wobei der mögliche Zenit des Zinserhöhungszyklus noch nicht eingepreist zu sein scheint. Vor allem am kurzen Ende hat die Zinsstruktur deshalb vermutlich noch weiteres Anstiegspotenzial, während sich am langen Ende die Sorgen vor einer Rezession demnächst immer stärker bemerkbar machen dürften. Dieses Szenario wäre hinfällig, wenn sich entscheidende Neuerungen hinsichtlich der übergeordneten Makrodaten ergeben würden. Dies könnte beispielsweise ein Waffenstillstand in der Ukraine sein, der über eine gesunkene Risikoprämie auf Energierohstoffe zu einer Entspannung der Inflationsproblematik führen und es somit der Fed ermöglichen würde, ihre Vollbremsung zeitlich zu strecken. Auch eine stärkere Ausweitung der konjunkturellen Probleme in China aufgrund der dort noch immer praktizierten Null-Covid-Politik könnte die Rohstoffpreise weiter unter Druck setzen und somit die Inflation dämpfen.**

## Aktienmarkt

Der Zeitpunkt der Veröffentlichung des letzten Kapitalmarktberichtes USA Anfang März fiel zufälligerweise ziemlich exakt mit dem Tiefpunkt des Aktienmarktrückganges aufgrund des Kriegsbeginns in der Ukraine zusammen. Als um den 7. beziehungsweise 8. März Befürchtungen vor einem Dritten Weltkrieg aufkamen, die durch die Absicht von Kampfflugzeuglieferungen aus NATO-Beständen an die Ukraine geschürt wurden, hatte der S&P 500 ungefähr 14 % seit seinem Allzeithoch bei 4.818 Punkten am Jahresbeginn verloren. Ein Waffenstillstand zwischen den Konfliktparteien blieb in der Folgezeit zwar aus. Aber die Hoffnungen hierauf, die nicht zuletzt durch das Stocken der russischen Offensive gestärkt wurden, führten zusammen mit dem Gewöhnungseffekt zu einer teilweisen Erholung der Märkte bis Ende März (siehe Grafik nächste Seite).

*Seit Anfang März erholten sich die Aktien vom Ukraine-Crash,...*

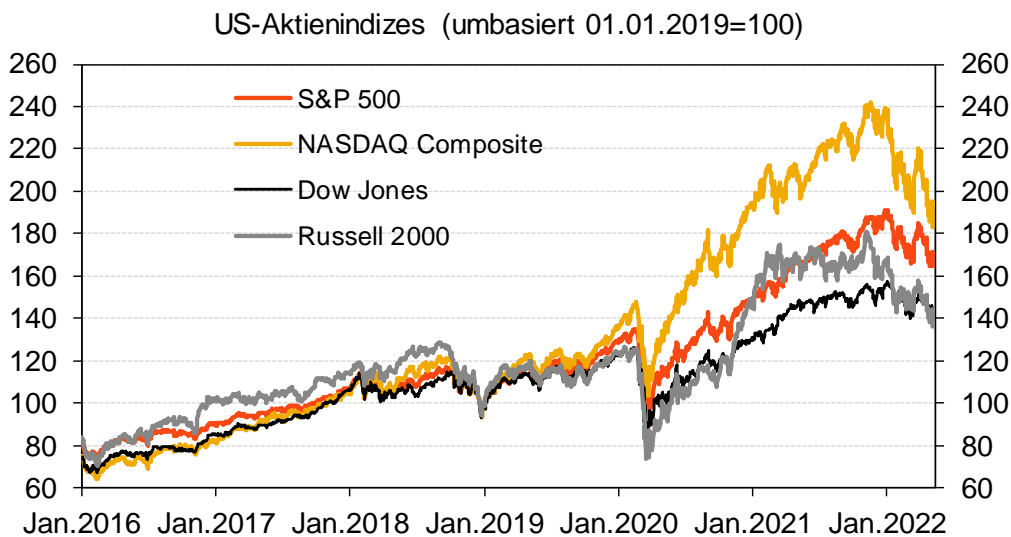
Seitdem haben sich entsprechend unserer Einschätzung wieder die Hochinflationsphase und die Reaktion der Notenbank als Thema in den Vordergrund gedrängt, und im April fand ein beschleunigter Abverkauf statt. Anfang Mai rutschten die Kurse sogar unter das Niveau des kriegsbedingten Rückgangs von Ende Februar bis Anfang März. Zum aktuellen Zeitpunkt beträgt das Minus seit Jahresbeginn beim Dow Jones 9,5 %, bei dem marktbreiten S&P 500-Index 13,5 %, ...

*...aber im April sorgte die Inflationsproblematik für Kursrückgänge.*

bei der NASDAQ Composite 22,4 % und beim Klein- und Nebenwerteindex Russell 2000 gut 18 %.

Mit der obigen Aufzählung ist auch bereits etwas über die größten Verliererbranchen gesagt, denn die bislang hoch bewerteten Technologieaktien, die vor allem an der NASDAQ gelistet sind, litten zuletzt besonders unter dem Verkaufsdruck. Hinsichtlich der Klein- und Nebenwerte ist zwar festzuhalten, dass die Inflation aktuell vor allem auf den Privathaushalten am unteren Ende der Einkommensskala lastet. Damit sinken die finanziellen Spielräume für nicht lebensnotwendige Ausgaben, was wiederum vielen mittelständischen Betrieben aus den Bereichen Tourismus, Gastgewerbe und Unterhaltung Umsatzrückgänge bescheren könnte. Für den Rückgang des Russell 2000 waren zuletzt aber in einem nicht unerheblichen Maße mittelgroße Biotechnologie- und Pharmaaktien verantwortlich, die oftmals ähnlich wie Technologiewerte erst in der fernen Zukunft – wenn überhaupt – profitabel werden.

*Verkauft werden vor allem hoch bewertete Technologietitel.*



Quelle: Haver Analytics, eigene Darstellung

Natürlich stellt sich angesichts des Abverkaufs an den Aktienmärkten in den letzten Wochen auch die Frage nach einer Gegenbewegung, also einer Zwischenerholung, zumal die Börsen charttechnisch durchaus als „überverkauft“ angesehen werden können. Und dass solche Zwischenerholungen ziemlich heftig ausfallen können, zeigte die rasche Aufwärtsbewegung von Mittwochabend letzter Woche nach der Pressekonferenz der US-Notenbank, als die großen Indizes an der Wall Street rund 3 % zulegten.

*Der Markt ist hochgradig nervös,...*

Ein Indiz für das nahe Ende der Abwärtsbewegung könnte der hohe Pessimismus der Kleinanleger sein. Gemäß der regelmäßigen Umfrage der American Association of Individual Investors (AAII) gaben Ende April 59,4 % der Teilnehmer an, bearish zu sein, also von fallenden Märkten auszugehen. Nur noch 16,4 % bezeichneten sich als bullish, also auf steigende Märkte ausgerichtet. Im langjährigen Durchschnitt waren dagegen nur 30,5 % der Umfrageteilnehmer bearish und etwa 38 % bullish. Außerdem markierte das Ergebnis von Ende April das höchste Niveau des Pessimismus seit März 2009.

*...und die Stimmung der Kleinanleger im Keller,...*

Da dieser Monat den Tiefpunkt des Aktienmarktsturzes nach der Pleite der US-Investmentbank Lehman Brothers im Zuge der Subprime-Krise markiert, verdeutlicht, dass die Stimmung unter den Kleinanlegern durchaus die Qualität eines Kontraindiktors aufweist. Zumindest wäre es im März 2009 gut gewesen, bullish zu sein und Aktien zu kaufen.

*...was in der Vergangenheit einen guten Kontraindikator darstellte,...*

Vor diesem Hintergrund würde eine Kurserholung in den kommenden Wochen gut in das Muster der bisherigen Erfahrungen passen. Allerdings ist eine schlechte Marktstimmung noch kein Beleg dafür, dass der Ausverkauf an den Börsen wirklich beendet ist, denn der eigentliche Grund für den Niedergang der Kurse, nämlich in erster Linie die restriktivere Geldpolitik der Notenbank, dürfte noch mindestens zwölf Monate anhalten, je nach Inflationsentwicklung auch länger. Hinzu kommt die bereits mehrfach erwähnte konjunkturelle Abkühlung, so dass die Aktienkurse in den kommenden Monaten sowohl von der Bewertungsseite wie auch von den Gewinnperspektiven unter Druck geraten dürften.

*...doch die Belastungsfaktoren dürften anhalten.*

**Für die Aktienmärkte zeichnet sich immer mehr ab, dass 2022 als sehr schwieriges Jahr in die Annalen eingehen wird. Zuerst drückte der Krieg in der Ukraine auf die Kurse, und daneben stehen mit dem Liquiditätsentzug durch die Notenbank und dem nicht zuletzt hierdurch induzierten Risiko einer spürbaren Konjunkturabkühlung zwei weitere Belastungsfaktoren auf dem Parkett. Darüber hinaus ist zumindest auf Sicht der kommenden Wochen die Saisonalität zu nennen: Typischerweise erlahmt das Kaufinteresse in den Sommermonaten, bevor es im Herbst wieder etwas zunimmt.**

## Prognoseübersicht

### G3 (+UK) Konjunkturindikatoren und Wechselkurse

	Reales BIP Wachstum (%)					Inflation (CPI) <sup>1</sup>					Arbeitslosenquote (%) <sup>1</sup>				
	2018	2019	2020	2021	2022e	2018	2019	2020	2021	2022e	2018	2019	2020	2021	2022e
EWU	1,9	1,4	-6,5	5,3	3,5	1,8	1,2	0,3	2,6	6,0	8,2	7,6	8,0	7,7	7,0
- Deutschland	1,1	1,1	-4,9	2,9	2,3	1,7	1,4	0,5	3,1	5,8	5,2	5,0	5,9	5,7	5,0
UK	1,3	1,4	-9,7	7,4	3,7	2,5	1,8	0,9	2,6	7,0	4,1	3,8	4,5	4,6	4,0
USA	2,9	2,3	-3,4	5,7	3,0	2,4	1,8	1,2	4,7	4,5	3,9	3,7	8,1	5,4	3,8
Japan	0,6	0,0	-4,7	1,7	2,2	1,0	0,5	0,0	-0,2	1,4	2,4	2,4	2,8	2,8	2,5

	Leistungsbilanz (% des BIP)					Budgetsaldo (% des BIP)					Wechselkurs (US\$) <sup>2</sup>				
	2018	2019	2020	2021	2022e	2018	2019	2020	2021	2022e	2018	2019	2020	2021	2022e
EWU	3,0	2,4	2,2	2,6	2,7	-0,5	-0,6	-7,2	-7,7	-3,4	1,15	1,12	1,22	1,14	1,13
- Deutschland	7,8	7,4	6,9	6,8	6,9	1,9	1,5	-4,3	-6,8	-1,8	-	-	-	-	-
UK	-3,7	-3,1	-3,7	-3,4	-3,4	-2,2	-2,3	-12,5	-11,9	-5,6	1,28	1,30	1,37	1,35	1,29
USA	-2,1	-2,2	-2,9	-3,5	-3,5	-5,4	-5,7	-14,9	-10,8	-6,9	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Japan	3,5	3,4	3,3	3,5	3,3	-2,7	-3,1	-10,3	-9,0	-3,9	110	110	103	115	110

<sup>1</sup> Jahresdurchschnitt

<sup>2</sup> 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 <sup>1</sup>					10 Y (Government)				
	2018	2019	2020	2021	2022e	2018	2019	2020	2021	2022e
EWU	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	0,0	0,24	-0,19	-0,26	-0,18	0,5
UK	0,75	0,75	0,1	0,25	1,25	1,28	0,82	0,20	0,97	1,75
USA	2,25-2,5	1,5-1,75	0,0-0,25	0,0-0,25	2,5-2,75	2,68	1,92	0,91	1,51	3,0
Japan	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,03	0,0	0,04	0,07	0,2

Angaben jeweils zum Jahresende

<sup>1</sup> EWU: Deposit Rate; 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

	04 19	Q1 20	Q2 20	Q3 20	Q4 20	Q1 21	Q2 21	Q3 21	Q4 21	Q1 22	09.05.
CRB-Index**	185,8	121,8	138,0	148,5	167,8	185,0	213,4	228,9	232,4	295,2	311,3
Ölpreis (Brent)*	66,0	22,8	41,2	41,0	51,8	63,5	75,1	78,5	77,8	107,9	107,5

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.