

Kapitalmarktbericht USA

Nr. 3: US-Fed sieht vorerst keine weiteren Leitzinserhöhungen.



9. Mai 2023

Konjunktur und Geldpolitik: In den letzten Wochen dominierte die Bankenkrise in der Berichterstattung über die gemischt ausgefallenen Konjunkturdaten. Der Arbeitsmarkt baut nur sehr langsam seine Überhitzung ab, während die Inflation zuletzt deutlich fiel und sich die Kerninflation hartnäckig auf hohem Niveau hält. Die US-Notenbank hat mit der jüngsten Leitzinserhöhung von letzter Woche ihren Zinserhöhungszyklus vermutlich abgeschlossen. Weitere Anhebungsschritte sind eher unwahrscheinlich, aber die vom Markt erwarteten Leitzinssenkungen in der zweiten Jahreshälfte sind ebenfalls nicht realistisch.

Rentenmarkt: Die Bankenkrise sorgte für eine Flucht in sichere Anlagehäfen, wovon die Nachfrage nach Staatsanleihen profitierte. Die Renditen sanken spiegelbildlich und erholten sich in der Folgezeit auch nicht mehr. Da von der Geldpolitik in den kommenden Monaten erklärtermaßen kaum Impulse zu erwarten sind, dürften sich die Renditen vorerst seitwärts entwickeln.

Aktienmarkt: Trotz der Probleme auf dem US-Bankenmarkt stiegen die großen Indizes in den letzten beiden Monaten per Saldo an. Der Grund hierfür liegt nicht nur in den gesunkenen Renditen, die sich insbesondere im Fall der Indexschergewichte aus dem Technologiebereich positiv bemerkbar machten. Für steigende Kurse sorgte auch eine positiv verlaufene Berichtssaison mit Anhebungen der Unternehmensausblicke und üppigen Umsatzsteigerungen aufgrund höherer Produktpreise.

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

Konjunktur und Geldpolitik

Vermutlich noch nie war einer unserer Kapitalmarktberichte hinsichtlich der Stimmungslage an den Märkten so schnell veraltet wie die letzte Ausgabe vom 9. März 2023. Zwar wiesen wir darin auf den Umstand hin, dass die bisher schon durchgeführten und noch kommenden Leitzinserhöhungen Druck für Wirtschaft und Märkte mit sich bringen würden. Aber dass noch am gleichen Tag eine Bankenkrise in den USA begann, die bis heute nicht abgeschlossen ist und die Auslöser für eine Bankenkrise in der Schweiz wurde, kam dann auch für uns etwas überraschend.

Chronologie und Details der Geschehnisse ab dem 9. März haben größtenteils nur noch historischen Wert, weshalb hier auf ihre exakte Wiedergabe verzichtet werden kann. Wichtig sind jedoch zwei Kernpunkte. Diese können nämlich in den kommenden Wochen und Monaten wiederholt für Reibungen an den Märkten sorgen: Die Pleite der Silicon Valley Bank (SVB) wurde unter anderem durch eine unglückliche Kombination aus mangelnder interner Risikokontrolle, ungenügender Bankenaufsicht, einer fehlenden regulatorischen Verpflichtung zur Unterlegung von Staatsanleihebeständen mit Eigenkapital sowie einem ungewöhnlich starken Expansionskurs der Bank durch die Überschüttung des Technologiesektors mit Wagniskapital im Nachgang der Corona-Krise hervorgerufen. Entscheidend war darüber hinaus jedoch der steile Anstieg der Renditen am US-Rentenmarkt 2022 aufgrund von Inflation und der extrem schnellen Leitzinsanhebungen. Spiegelbildlich sanken die Kurse der Staatsanleihen und rissen damit sprichwörtliche Löcher in die Bilanz der SVB, die ihre deutlich angeschwollenen Finanzmittel bei noch hohen Kursen in diese Anleihen investiert hatte.

Offenbar lag der massive Renditeanstieg angesichts der jahrelangen Niedrig- und Nullzinspolitik in den USA damals außerhalb des Vorstellungshorizontes der SVB-Leitung, und vermutlich sind noch viel mehr Wirtschaftsakteure diesem Fehlschluss erlegen. Dies bedeutet, dass wahrscheinlich auch an anderen Stellen im weltweiten Wirtschafts- und Finanzsystem die gestiegenen Zinsen zu irgendeiner Art von Problemen führen. Neben den gesunkenen Anleihekursen kann hierzu insbesondere auch die Aufbringung gestiegener Kreditraten gehören. Darüber hinaus dürfte auch die Aufwertung des US-Dollars aufgrund des Zinsvorteils gegenüber anderen Währungen Reibungen verursachen. Ob und wo etwaige Schwierigkeiten letztlich das Licht der öffentlichen Aufmerksamkeit erreichen werden und wann dies der Fall sein wird, lässt sich naturgemäß immer erst nachträglich feststellen. Sicher scheint nur, dass die Wahrscheinlichkeit für solche „Unfälle im Weltfinanzsystem“ wie der Zusammenbruch der SVB zunimmt, je weiter die Leitzinsen steigen und je länger das Renditeniveau auf einem erhöhten Niveau bleibt.

Unter Volkswirten wurde bereits seit Anfang 2022 die alte Daumenregel in Erinnerung gerufen, wonach die US-Notenbank solange die Leitzinsen erhöht, bis „etwas kaputtgeht“. Als Referenzwerte hierfür dienen unter anderem der Kollaps des US-Immobilienmarktes und als Folge die Pleite der Lehman-Bank 2008, das Platzen der Dotcom-Blase im Jahr 2000 und die Emerging Markets-Krise Ende der 1990er Jahre. Im Grund genommen handelte es sich bei diesen Ereignissen stets um Folgen von Leitzinserhöhungen, die dann wiederum Konjunktur und Märkte entscheidend beeinflussten.

Die plötzlich eintretende Bankenkrise im März...

...hatte viele Ursachen,...

... doch entscheidend war der Zinsanstieg,...

...der das Potenzial für weitere Krisen birgt,...

...denn die Fed erhöht die Zinsen, bis etwas kaputtgeht.

Als zweiter Kernpunkt aus der Bankenkrise seit März lässt sich eine aktuell sehr hohe Sensibilität des Marktes für Vertrauensverluste herauslesen, wobei ein klassischer Bank Run durch die Verbreitung der Panik über die sozialen Medien und das Online-Banking zügiger als früher ablaufen kann. So soll vor allem die Warnung des Investmentfonds Founders Fund des bekannten Gründers Peter Thiel vor Risiken bei der SVB zu einem massiven Mittelabzug geführt haben. Die Bank musste dann zur Liquiditätsbeschaffung die Verluste realisieren, die sich auf den Anleihebestand ergeben hatten. Und kurze Zeit später besiegelten beschleunigte Vertrauensverluste das Ende der Schweizer Credit Suisse und jüngst der kalifornischen First Republic Bank.

Die Märkte sind sehr sensibel für schlechte Nachrichten,...

Den Finanzaufsichten der betroffenen Ländern scheinen aktuell ihr Handeln abzuleiten von dem Negativbeispiel der unkontrollierten Pleite der Lehman-Bank im September 2008 mit der damaligen Folge einer tiefen weltweiten Rezession. Ein ähnlicher Fall soll sich unter keinen Umständen wiederholen. Deshalb wird die möglichst geräuschlose Abwicklung der strauchelnden Banken angestrebt, was zuletzt auch nahezu ohne Kollateralschäden gelang. In dieser Hinsicht besonders unauffällig gelang Anfang Mai die Übernahme der First Republic Bank durch JPMorgan, die von der US-amerikanischen Einlagensicherung FDIC orchestriert wurde.

...aber die Bankenaufsicht möchte die Fehler der Vergangenheit nicht wiederholen,....

Das reibungslose Vorgehen der Finanzbehörden verhinderte bislang, dass solche Fälle größere Kreise zogen und zu regelrechten Paniksituationen an den Märkten führten. Außerdem bringt die Stagnation der Renditen beziehungsweise das leichte Absinken in den letzten Wochen eine gewisse Entspannung. Die Gefahr weiterer Unfälle und möglicherweise auch systematischer Krisen, die aus unserer Sicht ein Nebenszenario darstellen, ist aber so lange nicht gebannt, bis eine nachhaltige Leitzinswende eintritt. Und dass die gegenwärtige Praxis der geräuschlosen Abwicklung von in die Schlagzeilen geratenen Banken mittel- bis langfristig ungewollte Nebenwirkungen mit sich bringen könnte, wurde nach unserer Beobachtung noch nicht wirklich diskutiert. Beispielsweise könnte die zügige Beschlagnahmung von Banken durch die Aufsicht zur Verhinderung von Markturbulenzen das Problem zeitlich nur nach vorne verlagern, indem die Inhaber von Bankaktien und -ergänzungskapital nun schon bei den geringsten Anzeichen von Schwierigkeiten ihr Geld abziehen, um ihre Verlustrisiken zu reduzieren, und so erst die Situation herbeiführen, die dann zur Abwicklung der betroffenen Bank durch die Aufsicht führt. Zu den Langfristfolgen würde erstens eine Ausdünnung des Wettbewerbs auf dem Bankenmarkt gehören sowie zweitens ein Bedeutungsgewinn von staatlichen Finanzierern, wie das am Immobilienmarkt bereits beobachtbar war. Drittens werden durch die Übernahme von Regionalbanken unerwünschter Weise solche Kreditinstitute noch wichtiger, die als „too big to fail“ gelten. Die Übernahme der First Republic Bank durch JPMorgan zeigt dies überdeutlich.

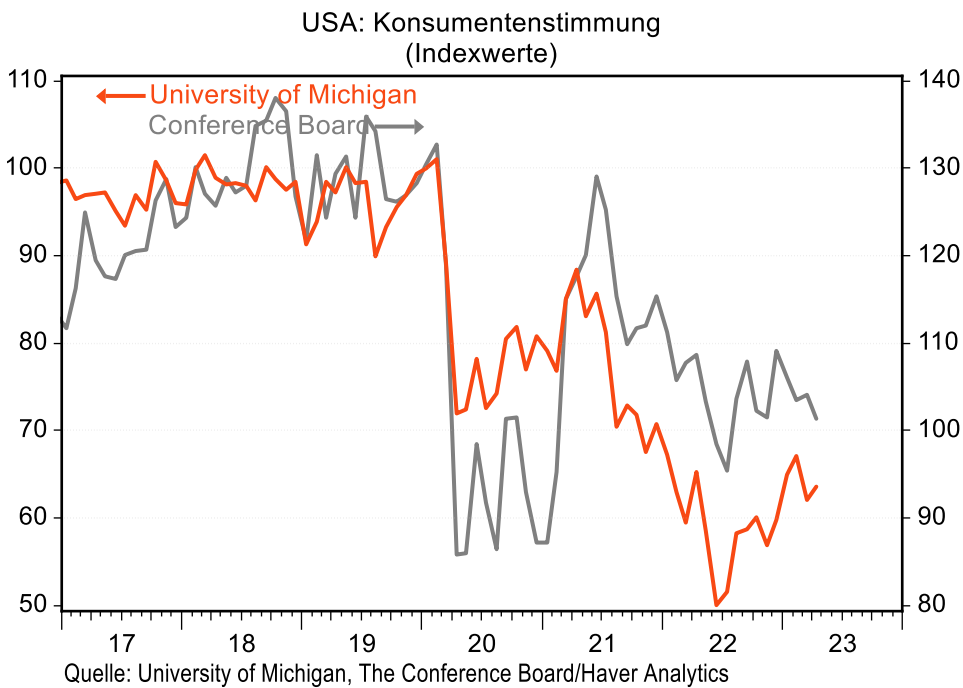
...und rettet die angeschlagenen Institute...

...ungeachtet etwaiger Nebenwirkungen.

Abgesehen von der Bankenkrise entwickelte sich die US-Wirtschaft in den letzten zwei Monaten wenig überraschend. Grundsätzlich lässt sich das Geschehen mit zwei Tendenzen beschreiben: Erstens präsentierte sich ein guter Teil der Konjunkturindikatoren in jüngster Zeit durchaus robust oder sogar mit einer Tendenz zur Verbesserung. Beispielsweise sank das Verbrauchervertrauen der Universität Michigan zwar im März von 67,0 auf 62,0 Punkte, aber es erholte sich im April wieder auf 63,5 Punkte und bewegt sich damit deutlich oberhalb der Stände vom Sommer 2022 (siehe Grafik nächste Seite). Auch der konkurrierende Index

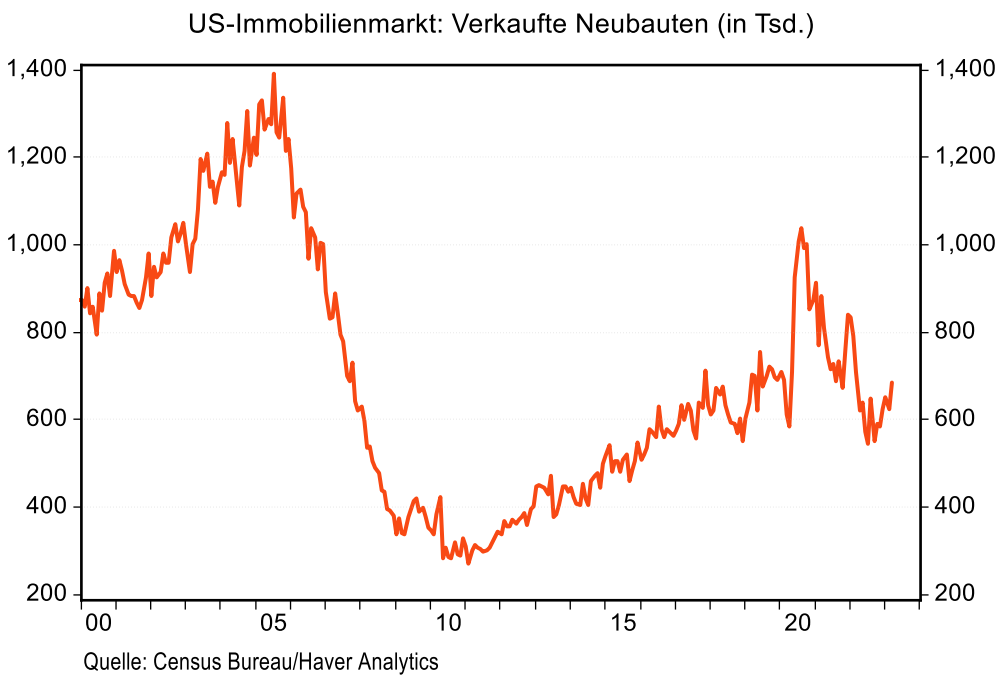
Das Konjunkturbild fällt sehr gemischt aus.

des Conference Board hält sich trotz zuletzt nach unten gerichteter Neigung seit mehreren Monaten über der runden Marke von 100 Punkten.



Ähnlich verhält es sich am Immobilienmarkt. Die Anzahl der Baugenehmigungen und Baubeginne war im jüngsten Berichtsmonat März rückläufig nach einem deutlichen Anstieg im Februar. Aber zumindest scheint der Abwärtstrend seit dem Jahreswechsel 2022/23 beendet zu sein. Ähnliches gilt für die Wiederverkäufe von gebrauchten Immobilien, und der Absatz von neuen Wohnbauten befindet sich seit Mitte 2022 sogar wieder im Aufwärtstrend (siehe folgende Grafik).

Der Immobilienmarkt scheint die Talsohle hinter sich gelassen zu haben,...

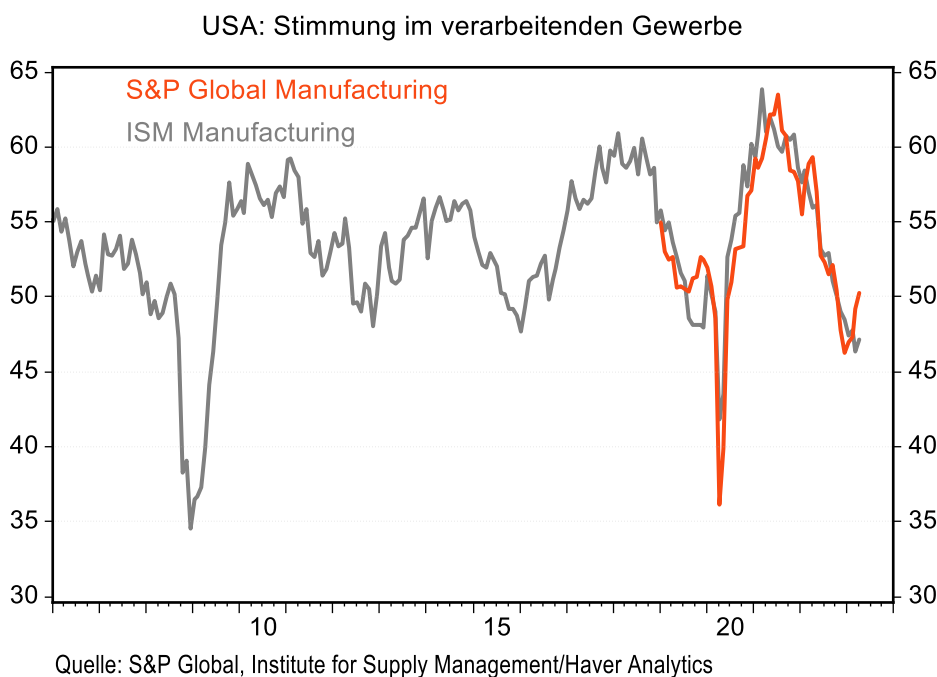


Insgesamt scheint der Immobilienmarkt schon seit mehreren Monaten von den wieder leicht von ihren Höhepunkten zurückweichenden Hypothekenzinsen gestützt zu werden, denn auch wenn sich die Leitzinsen aktuell auf dem höchsten Stand seit Jahren befinden, haben die Renditen 10-jähriger US-Staatsanleihen ihren Zenit bereits in der zweiten Oktoberhälfte letzten Jahres erreicht und liegen momentan rund 80 Basispunkte tiefer.

...was mit rückläufigen Hypothekenzinsen erklärt werden kann.

Zweitens ist feststellbar, dass sich die Leitzinserhöhungen allmählich konjunkturbremkend auswirken. Das Wirtschaftswachstum kühlte sich von auf das Jahr hochgerechneten 2,6 % im 4. Quartal 2022 auf nur noch 1,1 % nach erster Schätzung im 1. Quartal 2023 ab. Und der ISM Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe befindet sich mit 47,1 Punkten aktuell unterhalb seiner Tiefstände aus den 2010er Jahren (siehe folgende Grafik).

Die Leitzinserhöhungen wirken bremsend,...



Allerdings muss auch festgestellt werden, dass S&P Global für seinen Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe im April den vierten Monatsanstieg in Folge sowie mit einem Stand von 50,2 Punkten ein hauchdünnes Überschreiten der Expansionsschwelle von 50 Punkten meldete. Diese Erholungstendenzen passen nicht in das Bild einer sich eintrübenden Konjunktur, doch das widersprüchliche Bild wird von Indikatoren aus der zweiten Reihe ebenfalls gezeichnet. Beispielsweise bewegt sich der Herstellerindex der Richmond Fed mit -10 Punkten aktuell auf einem vergleichsweise niedrigen Niveau, während der Empire State Manufacturing-Index der regionalen Notenbank von New York zuletzt mit 10,8 Punkten aufgrund höherer Auftrageingänge sogar einen überdurchschnittlichen Stand erklomm.

...doch aktuell lässt sich für jede Konjunkturmeinung ein passendes Schaubild finden,...

Daneben liefert auch der Arbeitsmarkt zweideutige Zahlen. Zwar revidierte das Amt für Arbeitsmarktstatistiken die Werte für den Stellenaufbau außerhalb der Agrarwirtschaft im März kräftig von 236.000 auf 165.000 nach unten. Aber für April wurde ein Aufbau um 253.000 Jobs gemeldet. Damit wurde nicht nur die Konsenseinschätzung des Marktes von 160.000 neuen Jobs übertroffen, sondern auch der individuelle Schätzwert von 74 der 77 Analysten, die an einer Bloomberg-

...was auch für den Arbeitsmarkt gilt.

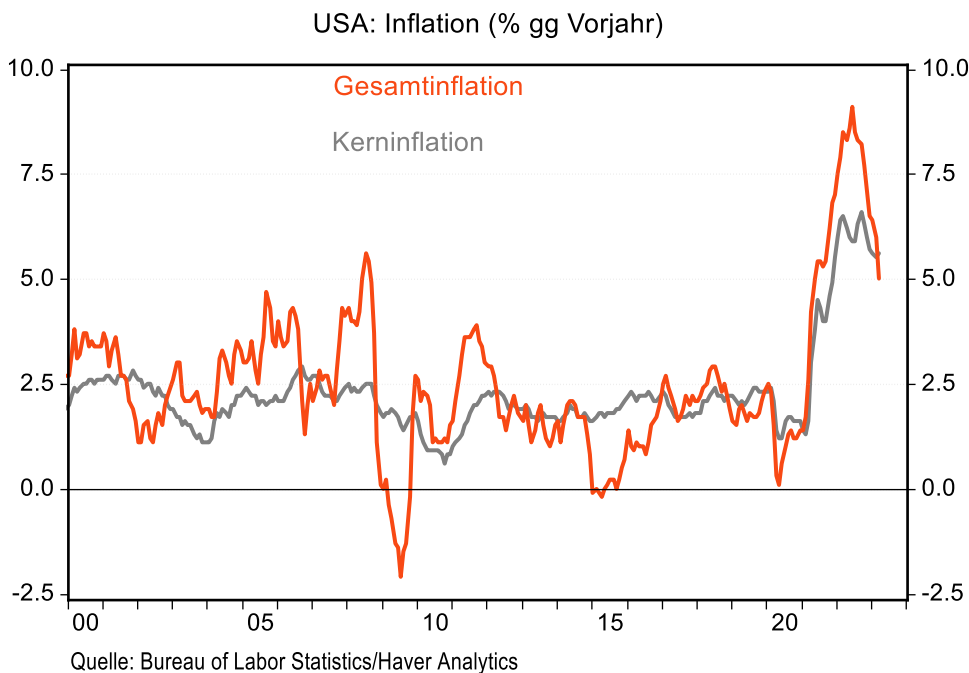
Umfrage teilgenommen hatten. Die Arbeitslosenquote sank von 3,5 % auf 3,4 % und damit auf den bereits im Januar erreichten tiefsten Stand seit mehr als einem halben Jahrhundert. Weiterhin kann festgestellt werden, dass der Jobaufbau zwar mittelfristig etwas zurückgeht, aber die Arbeitskräftenachfrage ist weiterhin sehr hoch. Der Anstieg der durchschnittlichen Stundenlöhne beschleunigte sich übrigens von 0,3 % im März auf 0,5 % im April.

Die Stundenlöhne stiegen zuletzt wieder schneller.

Die aufgezeigten Konjunkturindikatoren lassen alle Interpretationspielräume für die weitere Entwicklung von einem Abschwung bis hin zu einem Aufschwung offen. Unserer Einschätzung ist dagegen weiterhin pragmatisch ausgerichtet: Da sich drastische Leitzinserhöhungen nach einer gewissen zeitlichen Wirkungsverzögerung immer bremsend auswirken, rechnen wir mit einem leichten Schrumpfen der Wirtschaftsleistung im zweiten Halbjahr 2023. Die Aufwärtstendenzen mancher volkswirtschaftlicher Größen interpretieren wir vor diesem Hintergrund als Anzeichen einer Erholung in einer Zwischenphase, in der die Rezession noch nicht eingetreten ist, aber an den Rentenmärkten bereits vorweggenommen wird, wodurch beispielsweise auch die Hypothekenzinsen sinken und so für zwischenzeitlichen Rückenwind sorgen. An unserer allgemein nach unten gerichteten Erwartung für die kommenden Monaten ändert dies jedoch nichts.

Die Inflation nahm in den letzten beiden Monaten erwartungsgemäß ab. So sank die Monatsteuerung des breit gefassten Warenkorbs von 0,5 % im Januar auf 0,4 % im Februar und letztlich nur noch 0,1 % im März. Und da in der Jahresrate zusätzlich statistische Basiseffekte zum Tragen kamen, ging diese nahezu im Einklang mit den Markterwartungen von 6,4 % im Januar auf 6,0 % im Februar und schließlich 5,0 % im März nach unten (siehe Grafik unten).

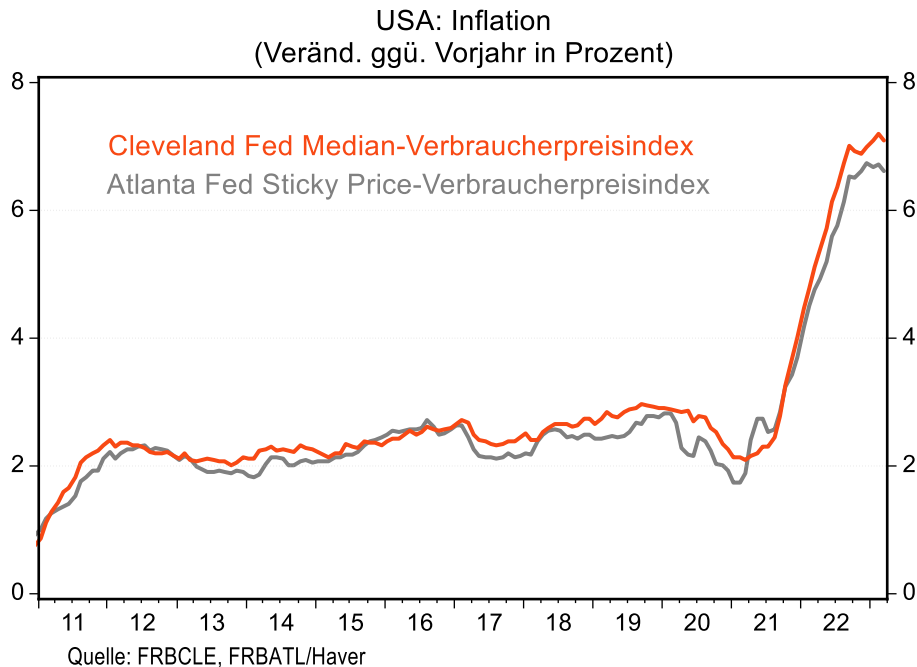
Im Februar und März waren die allgemeinen Inflationsraten rückläufig...



Vor allem am Aktienmarkt wurde diese Entwicklung als weitere Bestätigung für die Überwindung der Inflationsproblematik gefeiert. Jene Sichtweise erhielt zusätzlich Nahrung durch minimal jeweils um 0,1 Prozentpunkte rückläufige Jahresraten der zuletzt besonders im Fokus stehenden Median-Inflationsrate der Cleveland-Fed

...und ebenso die besonderen Inflationsmaße.

und der Sticky Prices-Rate der Atlanta-Fed sowie der Dienstleistungsinflation. Jene Zeitreihen sehen nun durchaus „toppish“ aus (siehe Chart unten). Darüber hinaus hat sich die Produzentenpreis-inflation auf Endverbraucherebene weiter abgekühlt. Die Monatsraten sanken sogar ausgehend von revidiert 0,4 % im Januar auf 0,0 % im Februar und -0,5 % im März. Die Jahresrate liegt sogar nur noch bei 2,7 %.



Auf der anderen Seite hält sich die Kerninflation der Verbraucherpreise immer noch auf einem hartnäckig hohen Niveau. Ohne Energie und Lebensmittel betragen die monatlichen Teuerungsraten 0,4 % im Januar, 0,5 %, im Februar und wieder 0,4 % im März, wobei die Jahresrate per Saldo unverändert bei hohen 5,6 % lag. Eine wirkliche Entspannung der Inflationsproblematik müsste auch auf diesen Index ausstrahlen, und die Gefahr ist nicht von der Hand zu weisen, dass eine Leitzinswende zum aktuellen Zeitpunkt die Teuerung rasch wieder anheizen könnte, zumal manche Konjunkturindikatoren wie gezeigt sogar schon wieder nach oben tendieren.

Die immer noch hohen Kerninflationsraten...

Auf der jüngsten Sitzung erhöhte der Offenmarktausschuss der US-Notenbank den Leitzins wie bereits bei dem vorigen Treffen am 22. März noch einmal um 25 Basispunkte auf nun 5,00 % bis 5,25 %, womit zufällig wieder der höchste Stand aus dem vorletzten Zinserhöhungszyklus in der zweiten Hälfte der 2000er Jahre erreicht wurde. Allerdings strich die Fed eine Formulierung aus ihrem Kommuniqué, wonach weitere Leitzinserhöhungen zur Bekämpfung der Inflation notwendig seien, und Notenbankchef Powell hob auf der anschließenden Pressekonferenz diesem Umstand deutlich hervor.

...rechtfertigten eine weitere Leitzinserhöhung,...

Insgesamt lassen sich die direkten Äußerungen von Powell sowie die Botschaften zwischen den Zeilen dahingehend interpretieren, dass die Verantwortlichen im Offenmarktausschuss die bisherigen Zinsschritte um insgesamt 500 Basispunkte innerhalb von nur 14 Monaten als ausreichend ansehen und nun erst einmal deren Wirkung auf die Inflation abwarten wollen. Hierfür spricht die typische zeitliche Wirkungsverzögerung der Geldpolitik, und offenbar hat die Fed auch kein Interesse daran, mit übermäßigen Erhöhungen zu übersteuern, das heißt, eine Rezession

...doch nun möchte die US-Notenbank abwarten.

herbeizuführen, die härter ist als unbedingt notwendig. Diese Interpretation kann natürlich auch als Beleg für die oft als asymmetrisch kritisierte Reaktionsfunktion der Notenbanken im Allgemeinen und der Fed im Besonderen angesehen werden. Demnach ist jedes Argument willkommen, welches für eine lockere Gangart spricht, während eine restriktivere Geldpolitik nur dann implementiert wird, wenn es absolut notwendig ist. Die höchsten Inflationsraten seit mehr als 40 Jahren und die niedrigsten Arbeitslosenquoten seit mehr als 50 Jahren haben an dieser Grundhaltung offenbar bis jetzt nichts geändert.

Die Fed tendiert weiterhin zu einer lockeren Geldpolitik...

Für den Verzicht auf weitere Leitzinserhöhungen spricht allerdings der bereits auf der letzten Fed-Zinssitzung im März diskutierte Umstand, wonach die aktuelle Bankenkrise zu einer restriktiveren Kreditvergabe der Geschäftsbanken führt, was letztendlich ähnlich wie eine Leitzinserhöhung wirkt. Ein weiterer Aspekt hatte vermutlich nur wenig Einfluss auf die Fed-Entscheidung, aber er demonstriert recht eindrücklich das politische Klima in Washington D.C.: Kurz vor dem Zinsentscheid hatte eine Gruppe von Kongressmitgliedern der regierenden demokratischen Partei, die von der einflussreichen Senatorin Elizabeth Warren angeführt wird, die Zentralbank dazu aufgefordert, die Leitzinsen konstant zu halten, um Schäden vom Arbeitsmarkt abzuwenden. In Pressekommentaren wurde dies als „blame game“ eingeordnet, das bedeutet als Versuch, vorsorglich für den Fall einer bevorstehenden Rezession der Fed die Schuld in die Schuhe zu schieben. Dabei geht die Inflation zumindest teilweise auf die exorbitanten Ausgabenprogramme zu Beginn der Regierungszeit von Joe Biden zurück. Mittel- bis langfristig wichtiger als diese Versuche der Einflussnahme ist allerdings die Frage, inwiefern es dem progressiven Teil der demokratischen Partei gelingen wird, Elemente der von ihr propagierten Modern Monetary Policy in der Geldpolitik der USA zu implementieren.

...und wird von politischer Seite unter Druck genommen.

Abschließend festzuhalten ist, dass sich die Fed offenhielt, bei Bedarf und in Abhängigkeit von der Datenlage weitere Leitzinserhöhungen vorzunehmen. Bevor es dazu kommt, müsste die Inflation nach unserer Einschätzung jedoch wieder deutlich anziehen.

Bei Bedarf gibt es weitere Zinsschritte nach oben.

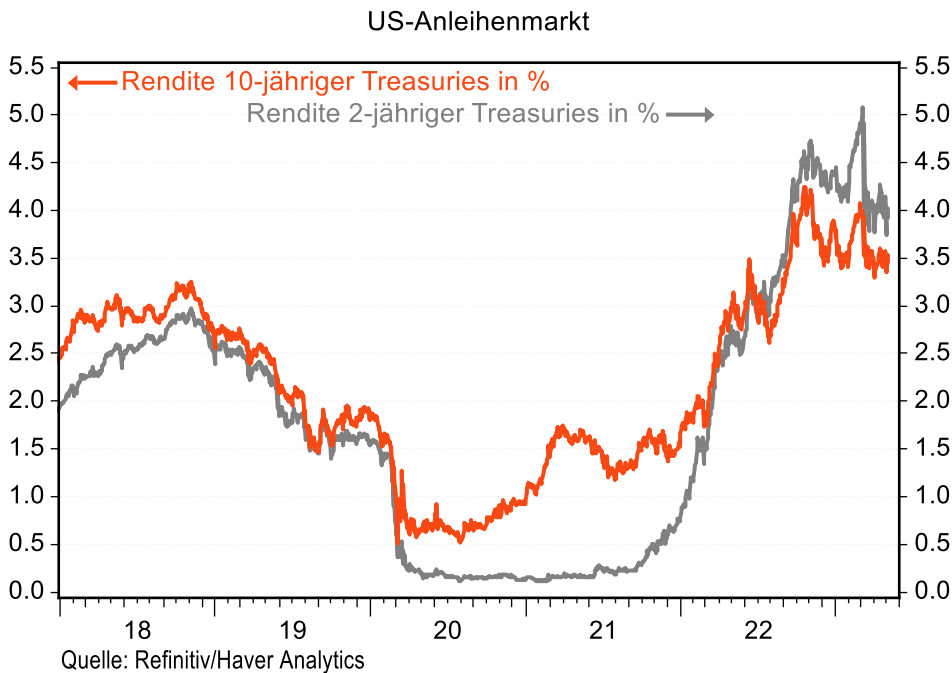
Der Hinweis der Fed auf mögliche weitere Leitzinserhöhungen sollte nur als Eventualmöglichkeit verstanden werden. Momentan spricht vielmehr alles dafür, dass der Zinserhöhungszyklus mit dem letzten Schritt auf 5,00 % bis 5,25 % abgeschlossen wurde. Den vom Markt herbeigesehnten baldigen Leitzinssenkungen erteilte Fed-Chef Powell allerdings eine klare Absage, und nach unserer Einschätzung sollte man diese Aussage ernst nehmen. Solange sich die Konjunktur nicht plötzlich und deutlich aufgrund unvorhergesehener Ereignisse abkühlt, sondern nur sehr maßvoll, gibt es keinen Grund für Leitzinssenkungen. Und auf dem Höhepunkt des vorletzten Zyklus verharrete der Zins immerhin von Juni 2006 bis September 2007 bei 5,25 %.

Rentenmarkt

Der Ausbruch der Bankenkrise im März ging mit einer höheren Nachfrage nach Staatsanleihen einher, was die Renditen innerhalb kurzer Zeit auf ein niedrigeres Niveau drückte, von dem sie sich bislang nicht wieder erholten. Beispielsweise sank die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen von rund 4,00 % am 8. März bis auf 3,29 % am 20. März. Aktuell befindet sie sich ziemlich genau auf dem Niveau von

Die Bankenkrise wirkte renditesenkend,...

3,5 %. Noch deutlicher ging es am sogenannten kurzen Ende der Zinsstrukturkurve bergab, welches typischerweise besonders stark von den Leitzinserwartungen beeinflusst wird. So wurde unmittelbar vor Ausbruch der Bankenkrise am 8. März mit 5,08 % der höchste Stand von Treasuries mit einer Restlaufzeit von zwei Jahren seit Sommer 2007 erreicht. Aber am 24. März war die Rendite im Tagestief dann bei 3,55 % angekommen, während sie aktuell die runde Marke von 4,00 % streift.



Nimmt man die US-Notenbank beim Wort, wonach es nicht so schnell Leitzinssenkungen geben wird, wie stellenweise vom Markt erwartet wird, dann bedeutet dies, dass in den nächsten Wochen relative Ruhe auf dem Bondmarkt einkehren müsste. Wahrscheinlich ist allerdings, dass mit jeder Veröffentlichung von schlechten Konjunkturdaten die Hoffnungen auf baldige Leitzinssenkungen wieder aufleben und umgekehrt. Insofern ist ein moderates Auf und Ab aktuell das wahrscheinlichste Szenario für die vor uns liegende Zeit. Größere Ausschläge sind erst bei einer fundamentalen Neubewertung der Lage wahrscheinlich, beispielsweise wenn sich die Tendenz zu einer Rezession manifestiert.

...und zunächst dürften Impulse durch die Geldpolitik ausbleiben.

Die Rentenmärkte haben auf die Bankenkrise unmittelbar mit Renditerückgängen reagiert und somit auch das Ende der Leitzinserhöhungen vorweggenommen. Da die Notenbank ihren Kurs in den kommenden Monaten nicht so schnell ändern dürfte, fehlen den Rentenmärkten auf absehbare Zeit entscheidende Impulse.

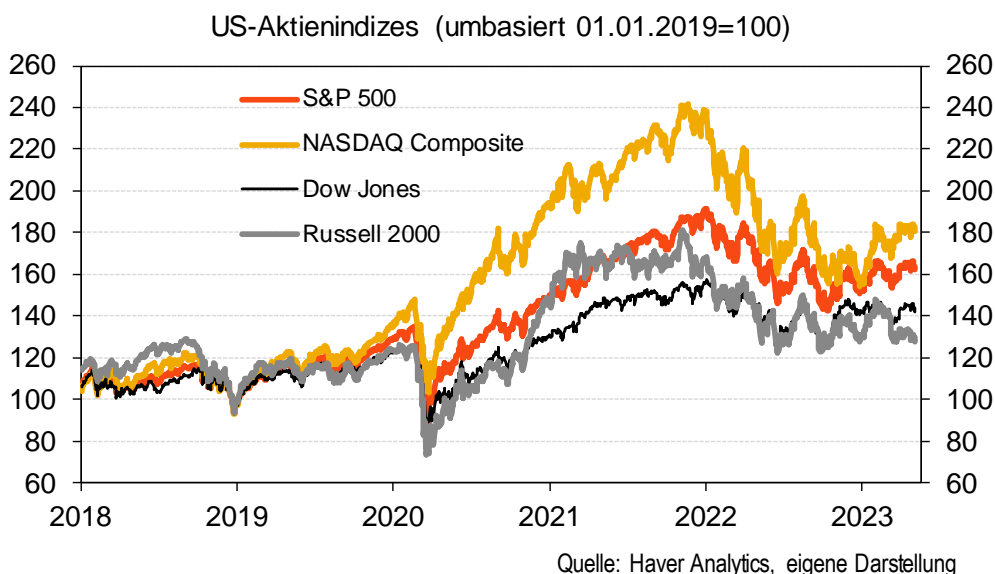
Aktienmarkt

Die Bankenkrise im März ließ die Kurse an den US-Aktienmärkten zunächst einbrechen. Für einen kurzen Moment herrschte Verunsicherung, so dass die Anleger in den Risk-off-Modus schalteten und sich von Aktien trennten. Diese Episode währte aber nur wenige Tage. Ziemlich schnell setzte eine Beruhigung ein, und die

Die Bankenkrise beeinflusste auch die Aktienmärkte,...

Aussicht auf eine weniger restriktive Notenbankpolitik aufgrund der Bankenkrise sorgte für zusätzlichen Auftrieb. Zwar sorgte das erneute Aufflackern der Bankenkrise Anfang Mai abermals für leicht rückläufige Kurse. Die Auswirkungen waren aber zumindest bislang geringer, und per Saldo stiegen die Notierungen seit der Veröffentlichung des letzten Kapitalmarktberichts für die USA vor zwei Monaten sogar an. Der Dow Jones legte um knapp 3 % zu, der S&P 500 stieg um mehr als 3 %, und der NASDAQ Composite stieg um fast 6 %. Lediglich der häufig ignorierte Nebenwerteindex Russell 2000 verlor kräftig, und zwar um mehr als 6 % (siehe Chart). Ein Grund unter mehreren hierfür sind die in diesem Index vertretenen Regionalbanken, deren Kurse seit März stark gelitten haben. Allerdings muss auch angemerkt werden, dass die bislang vom Kurszettel verschwundenen Aktien der ehemaligen Signature Bank, der Silicon Valley Bank-Mutter SVB Financial und der First Republic Bank allesamt Mitglieder des S&P 500-Index waren und zwischenzeitlich ersetzt wurden.

...und sorgte für eine neue Zusammensetzung des S&P 500.



Ein weitaus wichtigerer Grund für das Auseinanderklaffen der Indizes sind die Kursanstiege der besonders zinssensiblen Technologiewerte in den letzten Wochen. Sie sind bekanntlich in der NASDAQ-Indexfamilie am stärksten vertreten und im Russell 2000 nur wenig. Hierzu ist anzumerken, dass in den letzten Wochen keineswegs allein die Tech-Aktien Kursgewinne verzeichneten. Aber jene Unternehmen dominieren mit ihrer sehr hohen Marktkapitalisierung selbst die Entwicklung breiter Indizes mit vielen Titeln wie dem S&P 500.

Die niedrigeren Renditen verhalfen Tech-Aktien zu Kursanstiegen, ...

Aus Sicht der Aktienmärkte war natürlich auch die gut verlaufene Berichtssaison der Unternehmen zum 1. Quartal hilfreich. Sie ist fast abgeschlossen. Beispielsweise haben bereits 436 von 500 Unternehmen aus dem S&P 500 ihren Quartalsbericht vorgelegt. Hiervon übertrafen 296 beziehungsweise 68 % die Umsatzerwartungen des Marktes, und 339 beziehungsweise 78 % meldeten einen höheren Gewinn als vom Konsens angenommen.

...und die Berichtssaison verlief bislang erfreulich, ...

Dieses positive Resultat geht auf auf deutlich abgesenkte Umsatz- und Gewinn-schätzungen im Vergleich zu den noch vor ein paar Monaten kursierenden Erwartungen zurück. Allerdings haben nicht wenige Unternehmen mit der Vorlage der Zahlen ihren Ausblick für das Gesamtjahr 2023 wieder angehoben. Darüber hinaus zeigt sich, dass viele Firmen in der Lage sind, trotz hoher Inflation und seit

...da viele Unternehmen ihre Umsätze und Gewinne steigern können.

2022 eingetrübter Konjunkturperspektiven glänzende Geschäfte zu machen. Zu den Aktien mit den größten Kursgewinnen in den letzten zwei Monaten gehören neben den Technologiewerten übrigens auch die Hersteller von Konsumgütern. Dies ist insofern überraschend, da deren Aktien sich bereits im letzten Jahr dem allgemeinen Abwärtstrend aufgrund steigender Leitzinsen und der Flucht in vermeintlich stabile Geschäftsmodelle entzogen.

Für eine kleine Auswertung haben wir acht bekannte Unternehmen der Konsumgüterbranche mit Markenartikeln aus den Bereichen Getränke, Snacks, Süßigkeiten und verarbeitete Lebensmittel herausgegriffen. Zwar litten alle diese Unternehmen in den letzten Monaten unter dem starken US-Dollar, was die im Ausland erwirtschafteten Gewinne negativ beeinflusste. Außerdem erhöhten sich die Unternehmensaufwendungen aufgrund der allgemeinen Inflation. Allerdings konnten die Unternehmen ihre Umsätze stark ausweiten, und der vergleichbare Gewinn je Aktie legte bei sieben von acht Unternehmen im Vergleich zum Vorjahresquartal zu. Die durchschnittliche prozentuale Steigerungsrate aller acht Firmen betrug 9,7 %. Besonders eindrücklich sind die Zahlen zu dem Umsatzerlösen, die zwischen 8,9 % und 16,3 % anstiegen. Der durchschnittliche Zuwachs in Höhe von 13,6 % beruhte dabei zum überwiegenden Teil auf Preiserhöhungen. So meldeten nur drei von acht betrachteten Unternehmen auch einen mengenmäßigen Umsatzanstieg, während fünf Unternehmen vor dem Hintergrund der höheren Preise moderate Volumentrüben zwischen 1 % und 5,3 % hinnehmen mussten, die aber in allen Fällen von den höheren Verkaufspreisen weit überkompensiert wurden.

Diese Zahlen sind in verschiedener Hinsicht bemerkenswert. Die Inflation sorgt für nominal höhere Umsatzerlöse und Gewinne, was dann an der Börse positiv aufgegriffen wird, da der Markt Steigerungen sehen möchte und nicht in inflationsbereinigten Zahlen denkt. Zweitens scheinen viele Kunden trotz der Teuerung immer noch zahlungsfähig und konsumwillig zu sein, denn sonst hätten die für die Auswertung betrachteten acht Unternehmen die Preise nicht überdurchschnittlich stark anheben können, ohne mit deutlicheren Volumeneinbrüchen konfrontiert zu werden. Drittens betätigt sich eine in den letzten Wochen am Markt diskutierte Beobachtung, wonach den beiden ersten Phasen der Inflation 2021 und 2022 infolge von Materialknappheit und höheren Energiepreisen zwischenzeitlich eine dritte Phase mit einer „Gewinninflation“ gefolgt ist. Die Konsumenten haben sich an den fortwährenden Preisanstieg gewöhnt, und die Unternehmen nutzen diese Gelegenheit zur Verbesserung der Margen aus. Für die US-Notenbank ist dies eine schlechte Nachricht.

Die Aktienmärkte profitierten in den letzten Wochen von dem absehbaren Ende des Leitzinserhöhungszyklus und wieder nach oben gerichteten Gewinnprognosen der Unternehmen. Angesichts der zwischenzeitlich erreichten hohen Kurse und der Perspektive einer milden Rezession ist das Rückschlagrisiko allerdings gestiegen. Wieder etwas tiefere Kurse im weiteren Jahresverlauf stellen mittel- bis langfristig allerdings attraktive Einstiegsgelegenheiten dar.

Die Umsatzsteigerungen rühren von Preisanhebungen her,...

...und bestätigten damit indirekt, dass der Inflationsdruck noch nicht vorbei ist.

Prognoseübersicht

G3 (+UK) Konjunkturindikatoren und Wechselkurse

	Reales BIP Wachstum (%)					Inflation (CPI) ¹					Arbeitslosenquote (%) ¹				
	2019	2020	2021	2022	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	3,6	4,3
Japan	0,0	-4,7	1,7	1,0	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	-0,7	-7,0	-5,1	-3,8	-3,3	1,12	1,22	1,14	1,07	1,13
- DE	7,6	7,0	7,4	4,2	5,3	1,5	-4,3	-3,7	-3,3	-2,5	-	-	-	-	-
UK	-2,7	-2,5	-2,6	-4,8	-4,5	-2,2	-12,8	-8,0	-4,3	-2,3	1,30	1,37	1,35	1,21	1,28
USA	-2,1	-3,0	-3,7	-3,9	-3,1	-5,5	-14,5	-10,9	-4,0	-5,7	-	-	-	-	-
Japan	3,4	2,9	2,9	1,4	2,2	-3,0	-9,0	-6,7	-7,9	-3,6	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	5,0-5,25	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

	Q4 20	Q1 21	Q2 21	Q3 21	Q4 21	Q1 22	Q2 22	Q3 22	Q4 22	Q1 23	28.04.
CRB-Index**	167,8	185,0	213,4	228,9	232,4	295,2	291,1	268,3	277,7	267,7	268,2
Ölpreis (Brent)*	51,8	63,5	75,1	78,5	77,8	107,9	114,8	88,0	85,9	79,8	79,5

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.