

Kapitalmarktbericht USA

Nr. 6 Bye bye Donald, hello Joe!



11. November 2020

Konjunktur und Geldpolitik: Steigende Corona-Neuinfektionen im Norden und im Mittleren Westen der USA machen neue Lockdown-Maßnahmen immer wahrscheinlicher. Mittelfristig rückt aber ein Impfstoff oder sogar eine Auswahl verschiedener Impfstoffe näher, wie die jüngste Bekanntgabe erfolgreicher Testergebnisse von Pfizer und Biontech belegt. Der Wahlsieg von Joe Biden bei der Präsidentschaftswahl stellte kurz zuvor die Weichen in Richtung einer etwas weniger vom Handelskonflikt mit China und anderen Staaten geprägten Wirtschaftspolitik. Am lockeren Kurs der Geldpolitik dürfte sich auf absehbare Zeit nichts ändern.

Rentenmarkt: Die Renditen von Staatspapieren mit kurzer Restlaufzeit sind nahezu unverändert. In diesem Segment des Marktes wirkt sich das glaubwürdige Festhalten an niedrigen Leitzinsen aus. Und am sogenannten langen Ende der Zinsstrukturkurve war zuletzt nur eine marginale Renditeerhöhung zu beobachten. Einem weiteren Anstieg dürfte die Fed entgegenwirken.

Aktienmarkt: Nach einer Phase mit hoher Volatilität im September und Oktober reagierten die Börsen zuletzt erleichtert über den Ausgang der Präsidentschaftswahl und hochgradig erfreut über die Aussicht auf einen Corona-Impfstoff. Dabei machte sich ein Favoritenwechsel bemerkbar. Die bisherigen Krisengewinner standen auf der Verkaufsliste, während die Krisenverlierer der letzten Monate üppige Kursgewinne verzeichneten. Die bessere Entwicklung der letztgenannten Gruppe dürfte vermutlich noch etwas anhalten, da der Nachholbedarf noch nicht vollständig abgearbeitet wurde.

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

Konjunktur und Geldpolitik

Mit der Präsidentschaftswahl und der Bekanntgabe einer erfolgreichen Zwischenanalyse der Phase III-Studie für einen Corona-Impfstoff durch das amerikanisch-deutsche Pharma-Konsortium Pfizer/Biontech ergaben sich in den letzten Tagen wichtige Weichenstellungen für die Wirtschaftspolitik und den Konjunkturausblick.

*Ein neuer Präsident
und ein neuer
Impfstoff,...*

Die Aussicht auf einen Impfstoff gegen das Coronavirus wurde an den Börsen wie ein Durchbruch gefeiert, doch bei näherem Hinsehen handelt es sich mehrheitlich nur um einen Meilenstein auf dem Weg dahin. Dass Impfstoffe technisch machbar sind, war bereits vorher bekannt. Und dass die mRNA-Variante von Pfizer und Biontech sowie andere Kandidaten in Phase III-Studien wie der Impfstoff von AstraZeneca gut verträglich sein sollen, ergab sich auch aus früheren Pressemitteilungen. Nichtsdestotrotz würde sich mit einer baldigen Zulassung durch die Arzneimittelbehörden die Hoffnung auf ein Ende oder zumindest eine wirksame Eindämmung der Pandemie verbinden. Dies wurde zuletzt immer dringlicher, nachdem die vergangenen Monate zeigten, wie schwer es den modernen, westlichen Gesellschaften Europas und Nordamerikas fällt, eine dauerhafte Eindämmung über andere Maßnahmen zu erreichen.

*...der Hoffnung auf ein
Ende der Pandemie
gibt,...*

In den nächsten Wochen und Monaten ändert sich an der bisherigen Pandemie-Situation zunächst ohnehin nichts. Der Impfstoff wird nämlich auf absehbare Zeit noch nicht in der ausreichenden Menge vorliegen. Auf den Einfluss der Corona-Pandemie auf die Wirtschaft ist gleich noch einmal zurückzukommen.

*...aber zunächst nichts
an der Lage ändert.*

Das zweite entscheidende Ereignis von Anfang November waren die Wahlen in den USA, aus denen der Präsidentschaftskandidat der Demokraten, Joe Biden, nach einem zumindest anfänglich viel knapper als erwartet ausgefallenem Rennen als Sieger hervorging. Zwar kündigte der bisherige Amtsinhaber, Donald Trump, an, eine Wahl Bidens durch das Elektorengremium am 14. Dezember mit allen juristisch möglichen Mitteln anfechten zu wollen. Aber nach vorherrschender Meinung dürfte dies kaum den von Trump gewünschten Erfolg bringen. Außerdem scheiterte der Republikaner bereits mit seiner vollkommen unberechtigten Forderung nach einem Stopp der Stimmenaushöpfung in denjenigen Bundesstaaten, in denen in den Tagen nach dem Urnengang zunächst noch kein abschließendes Ergebnis vorlag. Insofern scheint es sich bei den angekündigten juristischen Maßnahmen eher um Rückzugsgefechte auf dem Weg zur Verinnerlichung des Wahlverlustes zu handeln.

*Donald Trump hat
seine Abwahl noch
nicht akzeptiert.*

Mit Joe Biden als 46. Präsidenten der Vereinigten Staaten von Amerika sind voraussichtlich mehrere wichtige wirtschaftspolitische Änderungen verbunden. Zunächst ist zu erwarten, dass der Zoll- und Handelskonflikt mit dem Ausland weniger erratisch verläuft als bislang. Insbesondere mit den europäischen Staaten dürfte der erfahrene Außenpolitiker Biden eher eine einvernehmliche Lösung suchen, was dem transatlantischen Handel zugutekommen sollte. Der Streit mit China dürfte dagegen in eine neue Runde gehen, die aber möglicherweise weniger brachial ausgetragen wird. Dabei sollte nicht übersehen werden, dass die Darstellung in den Medien hierzulande, wonach Donald Trump den Konflikt mit China „vom Zaun gebrochen“ hätte, sehr einseitig ist. In den USA besteht vielmehr ein breiter politischer Konsens, wonach der militärische und wirtschaftliche Aufstieg

*Unter Joe Biden dürfte
der Handelskonflikt
zivilisierter ablaufen.*

Chinas gebremst werden müsse. Die noch von Präsident Barack Obama vertretene naiv-verträumte Sichtweise, die USA könne partnerschaftlich vom Aufstieg Chinas profitieren, findet in der demokratischen Partei schon seit längerer Zeit keine Anhänger mehr. Insofern müssen bestimmte Wirtschaftszweige und Unternehmen in den USA und auch hierzulande weiterhin oder mittel- bis langfristig sogar mit zunehmenden Schwierigkeiten rechnen, wenn sie in China Geschäfte tätigen oder von dort Vor- beziehungsweise Endprodukte beziehen.

Auch die Demokraten sehen in China ein Problem.

Zusammen mit der Präsidentschaftswahl fanden Anfang November auch Gouverneurswahlen in verschiedenen Bundestaaten statt, welche jedoch aus übergeordneter Perspektive weniger wichtig waren. Viel bedeutender für den zukünftigen politischen Kurs waren bekanntlich die ebenfalls durchgeführten Wahlen für den US-Senat und von einem Drittel der Abgeordneten im Repräsentantenhaus. Ein „demokratischer Durchmarsch“ kam dabei nach vorläufigem Ergebnis nicht zustande, also eine Mehrheit der Demokraten in beiden Parlamentskammern bei gleichzeitiger Stellung des Präsidenten. Allerdings steckt der Teufel an dieser Stelle im Detail, genauer gesagt im US-Senat. Eine demokratische Mehrheit wäre hier unter Umständen noch möglich.

Ein demokratischer „Durchmarsch“ blieb aus,...

Bislang stellten die Republikaner in der 100 Sitze umfassenden kleinen Parlamentskammer mit 53 Senatoren die Mehrheit und konnten damit Gesetzesvorhaben des unverändert demokratisch dominierten Repräsentantenhauses unterbinden. Nach der Wahl Anfang des Monats kommen die Republikaner wie ihre Gegenseite aber nur auf 48 Sitze. Noch offen sind vier Plätze. In Alaska und North Carolina ist die Auszählung noch nicht abgeschlossen, doch dort dürften Republikaner das Rennen machen. Darüber hinaus muss in Georgia aufgrund von Besonderheiten im Wahlrecht am 5. Januar eine Stichwahl stattfinden. Der Bundesstaat im Süden galt bislang als Hochburg der Republikaner, entwickelte sich zuletzt aber eher zu einem „Swing-State“, denn letztlich siegte dort Joe Biden mit hauchdünnem Vorsprung. Und auch die nun erreichten Wahlergebnisse für den Senat in Georgia versprechen ein knappes Rennen in zwei Monaten. So erhielt der republikanische Inhaber des einen Senatssitzes im ersten Urnengang nur 49,7 % Stimmen und sein demokratischer Herausforderer 47,9 %. Und im Fall des zweiten Sitzes führt der Kandidat der Demokraten mit 32,9 % klar vor der bisherigen republikanischen Senatorin, einer strikten Anhängerin Trumps, die 25,9 % der Stimmen erhielt.

...aber Nachwahlen in Georgia könnten für eine Überraschung sorgen.

Sollten die beiden Sitze letztlich an die Demokraten gehen, dann entstünde eine Patt-Situation von 50 zu 50 Stimmen, und in diesem Fall würde gemäß US-Verfassung das zusätzliche Votum der designierten demokratischen Vize-Präsidentin Kamala Harris das Zünglein an der Waage spielen. Ob ein „demokratischer Durchmarsch“ doch noch möglich ist, entscheidet sich also erst Anfang 2021!

Die Republikaner könnten den Senat verlieren,...

Würde einer der beiden Senatssitze für Georgia dagegen an die Republikaner fallen, dann würde dies dem neuen Präsidenten Biden das Regieren erschweren, doch auf der anderen Seite wäre jene Konstellation aus Sicht der Wirtschaft sehr vorteilhaft.

...oder andernfalls die Regierungsarbeit blockieren,...

Allgemein würde als positiv gewertet, dass die unternehmensfreundliche Politik von Donald Trump sehr wahrscheinlich noch längere Zeit bestehen bleiben könnte. Beispielsweise dürfte die Einführung höherer Steuern und Umverteilungsmaßnahmen in diesem Fall voraussichtlich durch den Senat wirksam verhindert

...was aus der Sicht der Wirtschaft vorteilhaft wäre.

werden. Weniger wahrscheinlich sind auch neue Regulierungsmaßnahmen, die sich bei einer kompletten Übernahme des Kongresses durch die Demokraten für die großen, übermächtigen Internet-Firmen und die Öl- und Gasförderer ergeben hätten. Allgemein dürften neue Belastungen durch eine geänderte Umwelt- und Gesundheitspolitik weniger drastisch ausfallen, was aber auch je nach politischem Standpunkt und betrieblicher Interessenlage als negativ interpretiert werden könnte. Beispielsweise erhofften sich manche Hersteller von Präsident Biden einen Startschuss zum massiven Ausbau der Atomenergie als in ihren Augen klimafreundliche Energiegewinnung.

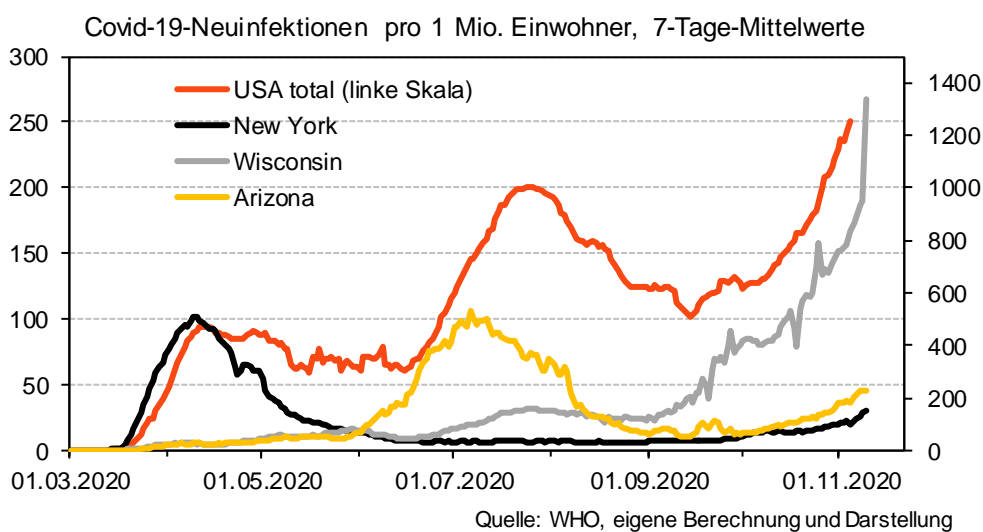
Aus Sicht der Kapitalmärkte relevant wäre der Umstand, dass ein republikanisch dominierter Senat ein Bollwerk gegen die Umsetzung der „Modern Monetary Theory“ wäre, die insbesondere vom sozialistischen Flügel der demokratischen Partei gefordert wird. Bereits in den letzten Tagen forderten deren Vertreter wie die junge Abgeordnete Alexandria Ocasio-Cortez lautstark die Berücksichtigung ihrer Interessen. Die offizielle Einspannung der Notenbank zur Finanzierung der Staatsausgaben hätte noch einmal eine andere Qualität als die jetzige Situation, wo zumindest nach außen Normalität und die Unabhängigkeit der Währungshüter demonstriert wird. Nichtsdestotrotz dürfte die Neigung der Demokraten zur Lancierung größerer Ausgabenpakete für ihre Wähler ein Zeichen ihrer zukünftigen Politik sein.

Grundsätzlich wäre die Verabschiedung eines fünften Konjunkturpakets durch den Kongress eine wichtige Maßnahme. Während beispielsweise die deutsche Bundesregierung die Verlängerung der Kurzarbeitergeldregelungen bereits jetzt bis Ende 2021 auf den Weg gebracht hat und damit über die aktuelle Legislaturperiode hinaus, könnten viele US-amerikanische Arbeitslose bald in finanzielle Schwierigkeiten geraten. Die Möglichkeit zur Verlängerung des Bezugs von Arbeitslosenhilfe um 13 Wochen gemäß dem Pandemic Emergency-Programms läuft für viele von ihnen um den Jahreswechsel aus. Gleichzeitig nahmen die Probleme aufgrund der Corona-Pandemie zuletzt wieder zu.

Zerschlagung der Technologiekonzerne wäre weniger wahrscheinlich.

Der linke Parteiflügel der Demokraten tritt sehr fordernd auf.

Ein neues Konjunkturpaket wird immer dringender.



Die mittlerweile dritte Pandemie-Welle in den USA (Grafik oben, rote Linie) übertrifft die ohnehin schon heftige zweite Welle aus dem Sommer nochmals spürbar. In den letzten Tagen wurden bundesweit stets mehr als 100.000 positive Testergebnisse gezählt. Bemerkenswert ist übrigens der unterschiedliche geographische

Aktuell dritte Corona-Welle in den USA.

Schwerpunkt des Infektionsgeschehens. Die erste Welle im Frühjahr spielte sich nicht nur, aber hauptsächlich in den Neuengland- und Atlantik-Staaten an der Ostküste ab, wohin das Virus von Touristen und Geschäftsleuten aus Europa eingeschleppt wurde. Exemplarisch hierfür ist in der obigen Grafik die Entwicklung der Neuinfektionen im Bundesstaat New York abgetragen (schwarze Linie). Die zweite Welle traf den „Sun Belt“ im Süden der USA, hier beispielhaft durch Arizona vertreten, während die aktuell dritte Welle den bislang tendenziell verschonten Norden und den Mittleren Westen trifft. Im hierfür exemplarischen Wisconsin wurden im Durchschnitt der vergangenen sieben Tage mehr als 1.300 Neuinfektionen pro 1 Mio. Einwohner erreicht. Dies ist ungefähr das Sechsfache des aktuellen Wertes für Deutschland. Natürlich dürfte in diesen Zahlen auch viele sogenannte falsch-positive Testergebnisse enthalten sein, also Resultate, die einer gesunden Person fälschlicherweise eine Infektion attestieren. Doch angesichts des rasanten Anstiegs ändert dies nichts am verheerenden Gesamteindruck.

Derzeit ist vor allem der Norden und die Landesmitte betroffen.

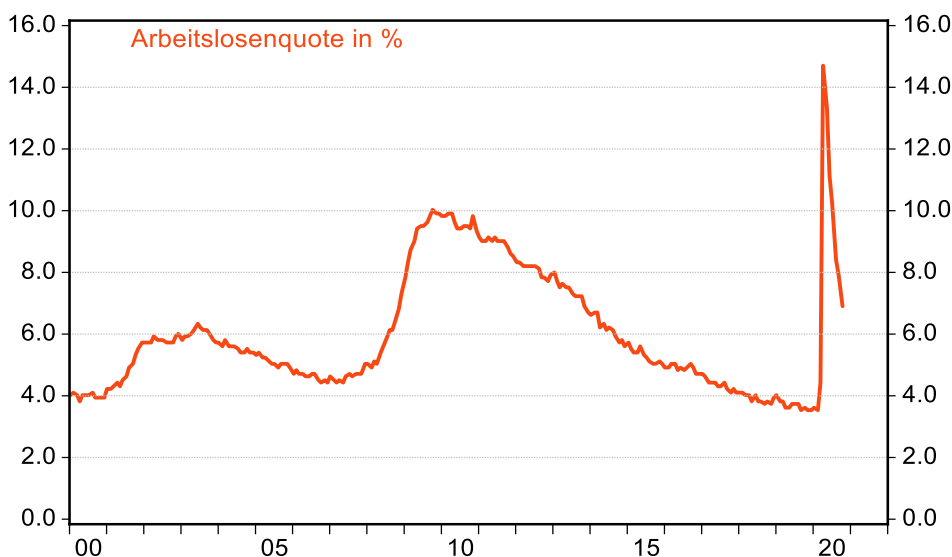
Insgesamt ist es deshalb nur eine Frage der Zeit, bis auch in den aktuell besonders betroffenen Bundesstaaten strenge Lockdown-Maßnahmen beschlossen werden müssen, wie seinerzeit an der Ostküste beziehungsweise im Süden.

Neue Lockdown-Maßnahmen unverzichtbar.

Da der Mittlere Westen und der Norden zwar das agrarische Herz der USA bilden, aber ökonomisch ansonsten weniger relevant sind, dürften sich die konjunkturellen Auswirkungen neuer Lockdowns in Grenzen halten. Dies verdeutlichen nicht zuletzt die jüngsten Daten zum Arbeitsmarkt. So sank die Arbeitslosenquote im Oktober um einen Prozentpunkt auf 6,9 %, während die Erwerbsquote um 0,3 Prozentpunkte auf 61,7 % anstieg. Die Schaffung neuer Stellen verlangsamte sich dabei etwas. Sie betrug außerhalb des Agrarsektors nur noch 638.000 Jobs, wohingegen im September nach Revision der Daten 672.000 neue Stellen geschaffen wurden. Die Entschleunigung dürfte sich auch zukünftig fortsetzen und die Verbesserungen am Arbeitsmarkt mit zunehmender Reife der Erholungsbewegung nach dem großen Wirtschaftseinbruch im Frühjahr immer kleiner ausfallen.

Abbau der Arbeitslosigkeit setzt sich fort.

USA: Arbeitsmarkt



Quelle: Bureau of Labor Statistics/Haver Analytics

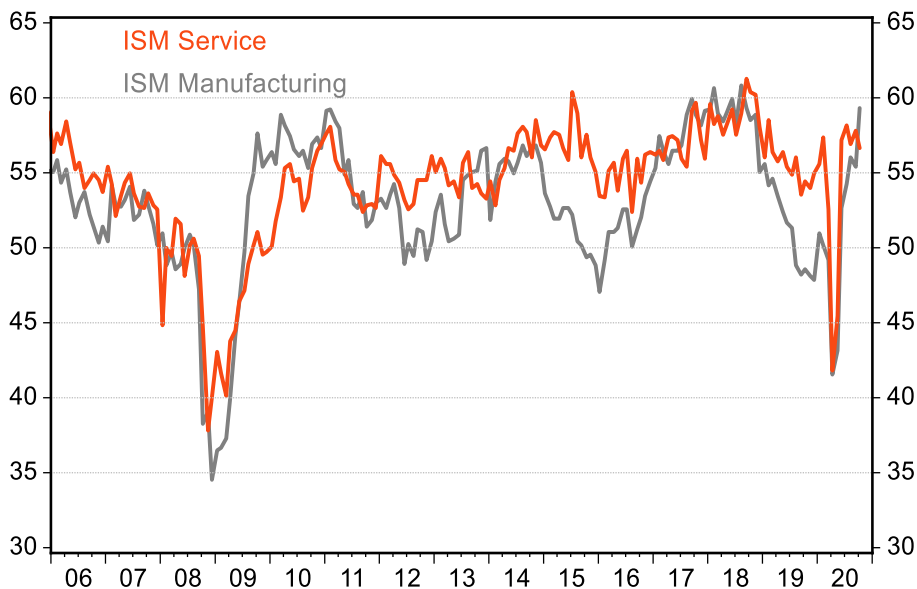
Das Blatt könnte sich allerdings sehr schnell wenden, wenn die volkswirtschaftlichen Zentren wieder stärker von der Corona-Pandemie betroffen werden sollten. Der Anstieg der Fallzahlen, beispielsweise in New York, der auf vorigen Grafik am rechten Bildrand erkennbar ist, birgt in diesem Sinne ein enormes Risikopotenzial. Außerdem verdeutlichen Negativbeispiele aus Westeuropa wie Frankreich, Spanien und Deutschland die Gefahren neuer Lockdown-Maßnahmen.

Pandemie-Ausweitung wäre großes Risiko,...

Gewisse Friktionen zeigen sich bereits in den wichtigen Einkaufsmanagerindizes des Institutes for Supply Management. Der Index für den Dienstleistungsbereich, welcher vermutlich am ersten von entsprechenden Restriktionen betroffen wäre, sank im Oktober um 0,8 Punkte auf 56,6 Punkte. Er befindet sich damit weiterhin deutlich oberhalb der sogenannten Expansionsschwelle von 50 Punkten, doch handelt es sich um den niedrigsten Wert seit Mai. Auf der anderen Seite verbesserte sich der Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe von 55,4 Punkten im September auf 59,3 Punkte im Oktober (siehe Grafik).

...und der Dienstleistungssektor bekommt dies schon zu spüren.

USA: Stimmung im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungsbereich



Quelle: Institute for Supply Management/Haver Analytics

Möglicherweise wird die Stimmung der Einkaufsmanager in der US-Industrie in den kommenden Tagen zusätzlich befeuert. Die Presse berichtet unter Berufung auf informierte Kreise, eine Wiederezulassung des Boeing-Unglücksfliegers 737 MAX 8 durch die Flugaufsichtsbehörde FAA stünde kurz bevor. Wenn die Produktion wieder voll anrollen könnte, würde sich ein erheblicher Auftragsstau bei vielen Zulieferbetrieben lösen. Gemäß den Daten einer etwas älteren Schätzung der FAA trug der zivile Flugzeugbau vor dem Boeing-Desaster etwa 2 % zum Bruttoinlandsprodukt der Vereinigten Staaten bei.

Boeing könnte bald wieder abheben.

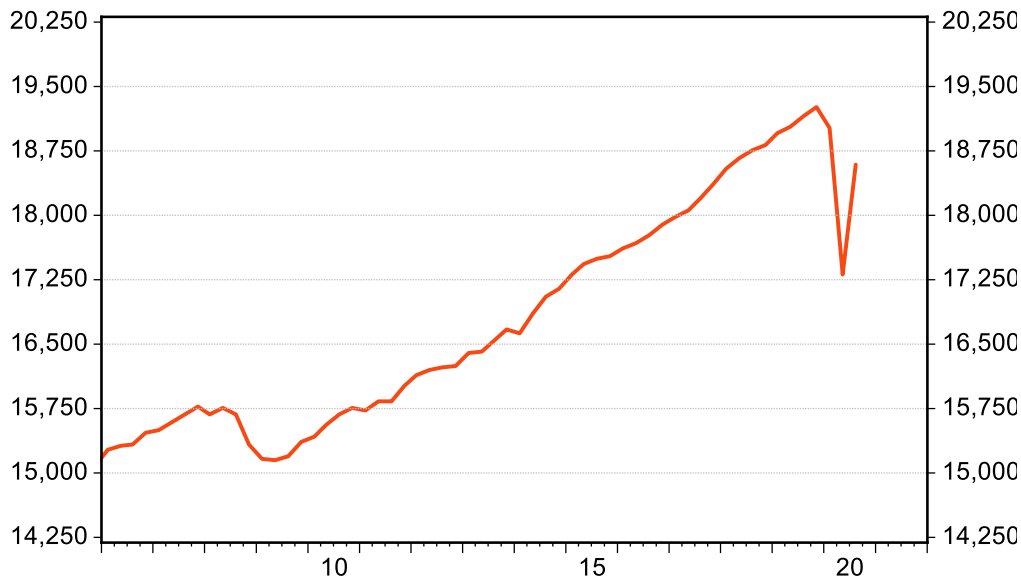
Zumindest der Blick auf die jüngste BIP-Wachstumsrate fällt sehr positiv aus. Das Bureau of Economic Analysis ermittelte in einer ersten Schätzung für das 3. Quartal 2020 ein auf das Jahr hochgerechnetes Wirtschaftswachstum in Höhe von sagenhaften 33,1 %. Prozentual fällt das Plus damit sogar noch höher aus als das Minus von 31,4 % im 2. Quartal, doch bei diesen Zahlen darf die abweichende Vergleichsbasis nicht außer Acht gelassen werden. In absoluten Zahlen betrachtet war der Anstieg von Juli bis September weiter geringer als der Einbruch von April

Hohes Wachstum im 3. Quartal.

bis Juni, und darüber hinaus schrumpfte die Wirtschaft bereits im 1. Quartal. Die „Corona-Delle“ ist deshalb noch lange nicht ausgebügelt, wie auch die nachfolgende Grafik illustriert, in welcher das auf das Jahr hochgerechnete absolute reale BIP abgebildet ist.

Delle ist noch nicht ausgebügelt.

USA: BIP in Bio. US-Dollar (von 2012), annualisiert und saisonbereinigt



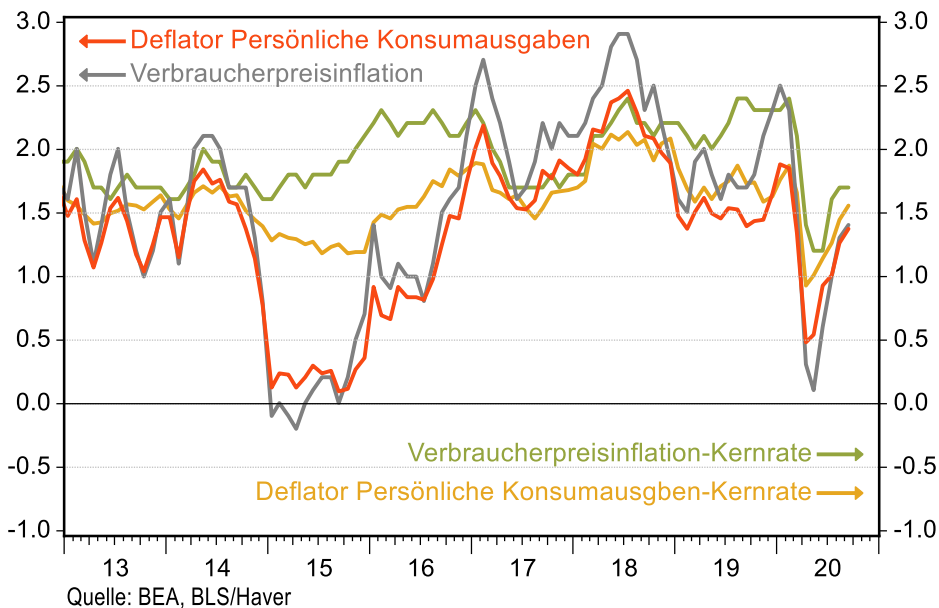
Quelle: Bureau of Economic Analysis/Haver Analytics

Der Konjunkturausblick für die USA steckt momentan voller Widersprüche: Einerseits befindet sich die Wirtschaft auf einem Erholungspfad nach dem starken Einbruch im Frühjahr. Aber auf der anderen Seite dürften weitere Besserungen zunehmend schwieriger werden und allein schon aufgrund des Basiseffektes kleiner ausfallen. Die Aussicht auf die baldige Zulassung eines Corona-Impfstoffes verheißt die mögliche Eliminierung eines Hauptproblemfeldes, doch bis zum Beginn von Massenimpfungen dürften mancherorts noch harte Lockdown-Maßnahmen bevorstehen. Und auch in der politischen Sphäre sind die Weichen wie oben ausgeführt noch nicht vollständig gestellt. Eine Konstellation aus Weißem Haus und Repräsentantenhaus in demokratischer Hand bei einem gleichzeitig republikanisch dominierten Senat wäre für die Wirtschaft vorteilhaft. Ob es dazu kommt, werden aber erst die beiden Stichwahlen in Georgia im Januar zeigen.

Die Inflationsraten als traditionell wichtiger Einflussfaktor der Geldpolitik erholten sich in den letzten Monaten erstaunlich schnell von ihren Krisentiefs. So kletterte die reguläre Inflationsrate von 0,1 % im Mai auf 1,4 % im September an. Und die Kernrate der Inflation ohne die volatilen Preise für Energie und Lebensmittel stieg von 1,2 % auf 1,7 % an. Damit hätten sich Notenbanken mit einem Inflationsziel in Höhe von 2 % früher schon sehr zufrieden gegeben. Selbst die Kernrate des Deflators der persönlichen Konsumausgaben liegt mit 1,4 % zwar wie üblich etwas tiefer (siehe Grafik nächste Seite). Aber problematisch ist dieser Wert nicht wirklich, zumal für das erste Halbjahr 2021 ein leichter allgemeiner Inflationsschub durch den Vergleich mit der niedrigen Basis aus dem Frühjahr 2020 wahrscheinlich ist.

Inflationsraten erholten sich zügig.

USA: Inflationsmaße (in % ggü. Vorjahr)



Die Geldpolitik bleibt von diesen Fakten allerdings vollkommen unberührt und steht weiterhin mit beiden Füßen auf dem Gaspedal. So bekräftigte Fed-Chairman Jerome Powell auf der jüngsten Notenbanksitzung in der vergangenen Woche erneut, dass die monatlichen Käufe von Staatsanleihen in Höhe von 80 Mrd. US-Dollar und die Käufe von Hypothekendarlehen über 40 Mrd. US-Dollar auf unbestimmte Zeit auf diesem oder einem höherem Niveau fortgesetzt werden. Ähnlich wie in der Eurozone finanziert die Zentralbank auf diesem Wege die Mehrausgaben des Staates quasi durchweg mit der Notenpresse.

*Fed kauft unbeirrt
Anleihen,...*

Offiziell verwarnte sich Powell auch nach eindringlichen Fragen von Journalisten in der Online-Presskonferenz gegen den Eindruck der Staatsfinanzierung. Das leicht eingängige Motto hierfür, welches eine Marketing-Agentur nicht besser hätte erfinden können, lautet, es handle sich bei diesen Aktionen um „lending powers, not spending powers“, also um Kreditmöglichkeiten und nicht um zu verteilende Geldtöpfe.

*...und sieht keine
Staatsfinanzierung,...*

Zur Rechtfertigung seiner Politik verwies Powell erneut auf die bislang zu niedrige Inflationsrate und auf das „dual mandate“. Danach ist die Fed im Gegensatz zu anderen Notenbanken in westlichen Staaten zur Verfolgung von „maximaler Beschäftigung“ verpflichtet. Dieser Punkt wurde zuletzt stärker als die Preisstabilität betont, und hier gibt es angesichts der Krise weiterhin Handlungsbedarf.

*...da die Arbeitslosigkeit
hoch ist.*

Kritisch betrachtet könnte man auch festhalten, dass die Notenbank sich stets hinter demjenigen Ziel versteckt, welches ihr ermöglicht, an der ultralockeren Geldpolitik festzuhalten. Dabei ist die fast schon devote Haltung Powells gegenüber dem Kongress auffällig, indem er den Auftragsgeber für das „dual mandate“ bei jeder Gelegenheit herausstreicht. Man könnte dies fast als eine Einladung an die Parlamentarier verstehen, der Fed jedes beliebige Ziel in ihr Pflichtenheft zu schreiben, womit der Einführung der oben angesprochenen „Modern Monetary Theory“ keine Hürden entgegenstehen würden. Jerome Powell wäre sicherlich folgsam.

*Powell sieht sich als
Diener des US-
Kongresses.*

Negativzinsen bleiben für die Fed dagegen bis auf weiteres ein Tabuthema. Die bestehende Leitzinsspanne von 0,00 % bis 0,25 % bleibt erhalten. Als in Stein gemeißelt sollte man eine solche Aussage jedoch nicht ansehen, wie jüngst die Entwicklung bei der Bank of England zeigte. Dort hatten Mitglieder des geldpolitischen Komitees Ende Oktober die Tür verbal ein Stück weit in diese Richtung aufgestoßen und dies mit der aktuellen Corona-Lage begründet.

*Negativzinsen bleiben
zunächst tabu.*

Trotz der massiven planmäßigen Anleihekäufe änderte sich die Bilanzsumme des Federal Reserve Systems seit Juni übrigens kaum noch. Der starke Anstieg von knapp 4,2 Bio. US-Dollar im Februar auf knapp 7,2 Bio. US-Dollar erfolgte vor allem im Zeitraum März bis Mai. Der Grund für die seither zu beobachtende Stagnation ist vor allem in den rückläufigen Swap-Linien für ausländische Notenbanken zu suchen. Diese in der Not bereitgestellten Liquiditätshilfen umfassten gemäß den wöchentlichen Datenausweisen Anfang Juni knapp 450 Mrd. US-Dollar, doch sie gingen bis Anfang November auf nur noch 7 Mrd. US-Dollar zurück. Auf der anderen Seite erhöhte sich der Bestand an Hypothekendarlehen von 1,84 Bio. US-Dollar auf 2,00 Bio. US-Dollar und das Volumen der US-Staatspapiere von 4,13 Bio. US-Dollar auf 4,54 Bio. US-Dollar. Beide Bewegungen hoben sich gegenseitig fast auf.

*Bilanzsumme der Fed
seit Monaten unver-
ändert.*

In diesem Zusammenhang ist noch ein weiterer Aspekt erwähnenswert: Im Zuge der ersten Notfallmaßnahmen schien bei der Fed geradezu ein Dambruch stattzufinden, da sie den Ankauf von Kommunalanleihen und Unternehmensanleihen bis hin zu verbrieften Studienkrediten ankündigte, um die Märkte für diese Kreditformen zu stützen. Diese eigentlich gesetzeswidrigen Aktivitäten wurden in der Praxis nur recht fadenscheinig durch die Zwischenschaltung von Zweckgesellschaften getarnt. Wie die wöchentlichen Bilanzausweise jedoch darlegen, reichte fast alleine der Ankündigungseffekt zur Stabilisierung der Märkte aus. Der Fed-Bestand im Bereich Corporate Kredit umfasst aktuell lediglich 45,6 Mrd. US-Dollar, und er stieg seit Juni kaum noch an. Auf der anderen Seite sank der Bilanzposten der Commercial Papers von 12,8 auf zuletzt 8,6 Mrd. US-Dollar. Verbriefte Studienkredite machten Anfang November bei leicht steigender Tendenz 12,3 Mrd. US-Dollar aus, Kommundarlehen 16,6 Mrd. US-Dollar und verbriefte Darlehen für die mittelständische Wirtschaft 41,7 Mrd. US-Dollar. Gemessen an der Größe der USA sind das recht überschaubare Beträge.

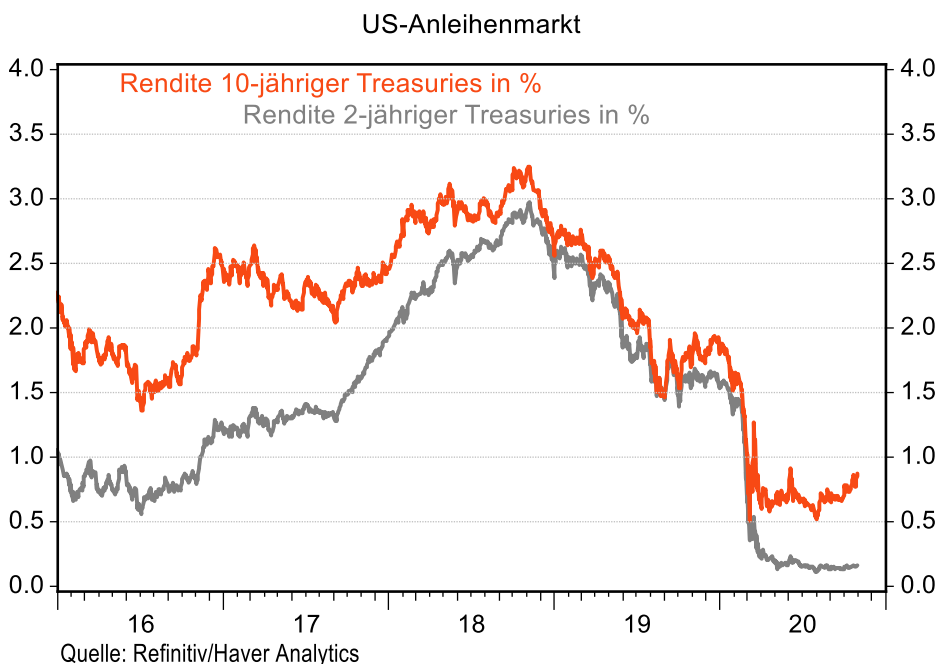
*Krisenprogramme
wirkten ohne größere
Eingriffe.*

Die Fed betonte auch zuletzt wieder, bei Bedarf noch über genügend „Munition“ zur Verfolgung ihres Ziels der „maximalen Beschäftigung“ zu verfügen und durch zwischenzeitlich etwa höhere Inflationsraten hindurchsehen zu wollen. Sollte eine weitere Lockerung in den kommenden Monaten notwendig werden, dann dürfte vermutlich zunächst das Volumen der Wertpapierkäufe erhöht werden. Eine Absenkung des Leitzinses in den Negativbereich kann zwar nicht für alle Ewigkeit ausgeschlossen werden. Sie ist aber zunächst eher unwahrscheinlich. Trotz aller Kritik an der Fed als willfährigem Erfüllungsgehilfen ausgabefreudiger Politiker muss auch festgehalten werden, dass die US-Notenbank in der Krise vieles richtig gemacht hat. Der Nutzen durch Liquiditätshilfen für ausländische Notenbanken im dreistelligen Milliardenbereich und die Unterstützungszusagen für den heimischen Kreditmarkt kann zwar nicht beziffert werden. Doch diese Aktivitäten dürften im Frühjahr 2020 maßgeblich zur Verhinderung von größeren Schwierigkeiten gemäß dem Muster nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers im Jahr 2008 beigetragen haben.

Rentenmarkt

Auch in den vergangenen zwei Monaten machten sich die Auswirkungen der Anleihekäufe der Fed auf dem Rentenmarkt stark bemerkbar. Die Rendite 10-jähriger Treasuries bewegte sich angesichts der politischen und konjunkturellen Unsicherheit in einem bemerkenswert engen Band. Allerdings ergab sich per Saldo ein leichter Anstieg von Werten um 0,66 % im September auf zuletzt 0,95 %. Im Vorfeld der Präsidentschaftswahl legten die Renditen leicht zu. Da die Umfragen einen Sieg des Demokraten Joe Biden prognostizierten, rechneten offenbar viele Anleger mit zukünftig größeren Ausgabenprogrammen, was unter sonst gleichen Umständen einem vermehrten Angebot an Staatspapieren gleichkommt. Das zunächst rechte knappe Zwischenergebnis am Tag nach der Wahl sorgte für einen Renditesturz, doch mit der zuletzt aufgekommenen Impfstoffeuphorie sprang die Rendite wieder nach oben. Hierin drückt sich die Zuversicht aus, wonach eine baldige Besserung hinsichtlich des Infektionsgeschehens zusätzliche Lockerungen der Notenbank unnötig machen könnte.

Nur minimale Renditeänderungen sichtbar.



Möglicherweise ist es jedoch vor allem der Renditeanstieg, der die Fed zum Nachlegen animiert könnte. Zur Stützung des Investitionsklimas hat sie ein Interesse an möglichst niedrigen Renditen. Da die Fed das „lange Ende“, also den Bereich der Papiere mit Laufzeit um 10 Jahren mit Leitzinssenkungen weniger gut beeinflussen kann, spricht auch dieser Aspekt gegen Negativzinsen und im Zweifel für eine Ausweitung der Anleihekäufe. Im Bereich der Treasuries mit kürzeren Restlaufzeiten bewegte sich die Rendite übrigens auch in den letzten Wochen kaum. Papiere, die in zwei Jahren fällig werden, rentieren unverändert bei rund 0,16 % und damit fast in der Mitte des Leitzinszielbandes.

Am „kurzen Ende“ stehen die Renditen wie festgenagelt.

Der US-Staatsanleihenmarkt ist noch nicht tot. Geringfügige Zuckungen in die erwartbare Richtung sind bei starken Anreizen, wie sie die Präsidentschaftswahl Anfang November bot, zu beobachten. Und eine

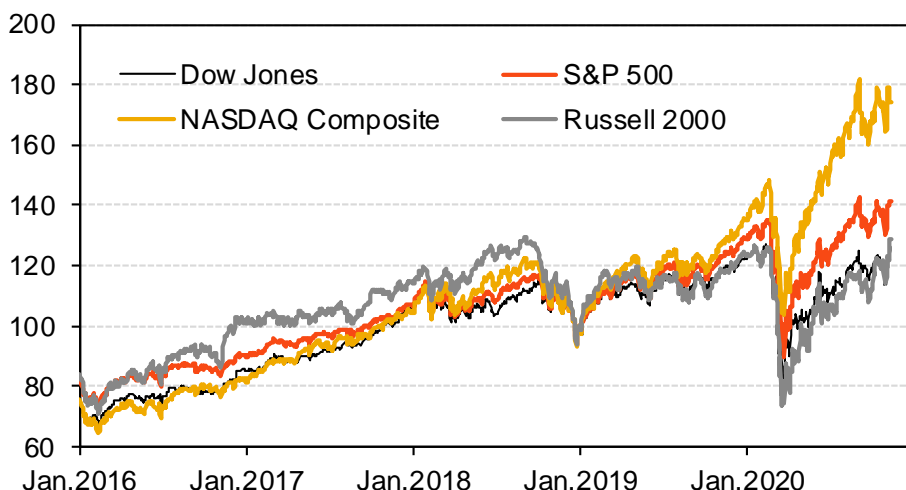
Normalisierung des Wirtschaftslebens nach umfassenden Impfungen in den kommenden Monaten hat das Potenzial, eine allmähliche Normalisierung herbeizuführen. So wäre zu erwarten, dass die Renditen mittel- bis langfristig mindestens wieder auf das Niveau der Inflationsraten ansteigen. Kurzfristig dürfte aber die Notenbank jede größere Bewegung kritisch bewerten und bei Bedarf mit höheren Anleihekäufen dagegehalten. Hierfür spricht auch die weiterhin hohe Arbeitslosigkeit.

Aktienmarkt

Im Gegensatz zum Rentenmarkt sind die Aktienmärkte weiterhin quicklebendig. Die beiden vergangenen Monate verdeutlichen dies mit einer vergleichsweise hohen Volatilität nach dem recht kontinuierlichen Anstieg im Sommer. Auf eine Phase mit übermäßigen Kursanstiegen Ende August/Anfang September folgte eine rund zweiwöchige Korrektur. Anschließend stiegen die Märkte bis Mitte Oktober wieder deutlich an. In dieser Zeit wechselten sich die Vorfreude über ein angekündigtes neues Konjunkturpaket, welches dann doch nicht beschlossen wurde, und Sorgen über steigende Corona-Neuinfektionen ab.

Hohe Volatilität am Aktienmarkt,...

US-Aktienindizes (umbasiert 01.01.2019=100)



Quelle: Haver Analytics, eigene Darstellung

Von Mitte Oktober bis zum Ende des Monats wurden dann die konjunkturellen und politischen Risiken vor der US-Präsidentenwahl wieder stärker eingepreist. Die großen Indizes gaben nach. Anschließend spielten entgegen den sonst üblichen internationalen Ritualen ausnahmsweise die europäischen Börsen den Taktgeber. Als in Deutschland und Frankreich Ende Oktober neue Lockdown-Maßnahmen beschlossen wurden, war die Talsohle erreicht, und auch in den USA entwickelten sich die Kurse wieder nach oben. Der Anstieg wurde im Gegensatz zu den Märkten in Europa nicht einmal durch das zunächst unklare Wahlergebnis in den USA unterbrochen, denn als die Wall Street den Handel am Tag nach der Wahl aufnahm, zeichnete sich bereits der Sieg von Joe Biden ab. Das Auspreisen der politischen Risiken ging letztendlich in die beschriebene Impfstoff-Euphorie am Beginn dieser Woche über.

...geht auch auf die Präsidentenwahl zurück.

Wie bereits angemerkt ist es noch ein weiter Weg, bis der Impfstoff von Pfizer und Biontech oder alternative Produkte der Konkurrenten in ausreichendem Maße verabreicht werden können. Insofern sind weiterhin größere Rückschläge für den Konjunkturausblick und damit auch für die Aktienmärkte jederzeit möglich. Dies gilt umso mehr, da in den USA in manchen Staaten neue Lockdowns angesichts des extrem stark ansteigenden Infektionsgeschehens unumgänglich erscheinen.

Neue Lockdowns könnten neue Rückschläge bringen.

Generell zeichnete sich in den letzten Tagen aber ein Favoritenwechsel auf dem Aktienmarkt ab. Bislang gehörten solche Unternehmen zu den bevorzugten Zielobjekten der Anleger, die von der gegenwärtigen Krise profitierten, oder die ein krisenfestes Geschäftsmodell vorweisen konnten. Dazu gehören vor allem Online-Händler und Anbieter von Ausrüstungsgegenständen und Software für Internetaktivitäten vom Konsum bis zum Arbeiten von zu Hause. Erkennbar ist dies unter anderem am besseren Abschneiden des Technologieindex NASDAQ Composite, der viele jener Firmen enthält. Auch Pharmaunternehmen standen auf der Einkaufsliste. All diese Aktien wurden seit Anfang dieser Woche jedoch massenhaft abgestoßen. Die Anleger versuchten, ihre Buchgewinne zu realisieren beziehungsweise ihr Kapital auf eine andere Gruppe von Aktien umzuschichten.

Impfstoffeuphorie brachte Favoritenwechsel.

Unternehmen aus den Bereichen des stationären Handels und den Sektoren Vor-Ort-Unterhaltung, Tourismus, Fluggesellschaften, Öl-Verarbeiter und dergleichen verzeichneten zwar seit Mitte März zunächst auch steigende Aktienkurse. Die Bewegungen mündeten allerdings oftmals in einer Seitwärtsbewegung oder einem allmählichen Niedergang. Erkennbar ist dies in der Grafik auf der vorhergehenden Seite an der unterdurchschnittlichen Entwicklung des Mittelstandsindex Russell 2000 und dem „Old Economy“-Index Dow Jones. Exakt diese Werte gehörten seit dem positiven Zwischenergebnis von Pfizer und Biontech zu den großen Kursgewinnern, denn ihr Geschäftsmodell könnte im Zuge einer Normalisierung wieder aufblühen.

Bisherige Verlierer dürften weiter aufblühen.

An den Aktienmärkten verbesserten sich die Aussichten für eine kleine Jahresendrallye in den letzten Wochen erheblich. Eine Intensivierung des Handelsstreits ist nach der Abwahl von Donald Trump unwahrscheinlich geworden. Die Geldpolitik bleibt bis auf weiteres mindestens ebenso locker wie bislang. Und die Corona-Pandemie scheint mit einem Impfstoff allmählich beherrschbar zu werden. Allgemein dürfte der oben beschriebenen Favoritenwechsel bestehen bleiben. Dies muss jedoch nicht in einem langanhaltenden Rückgang der bisherigen Krisengewinner und insbesondere der Tech-Werte münden. Denkbar ist aber, dass jene Aktien in den kommenden Wochen nicht mit dem Anstieg der bisherigen Krisenverlierer mithalten können, die jetzt Nachholpotenzial haben.

Prognoseübersicht

G3 (+UK) Konjunkturindikatoren und Wechselkurse

	Reales BIP Wachstum (%)					Inflation (CPI) ¹					Arbeitslosenquote (%) ¹				
	2016	2017	2018	2019e	2020e	2016	2017	2018	2019	2020e	2016	2017	2018	2019	2020e
EWU	1,9	2,7	1,9	1,3	-7,5	0,2	1,5	1,8	1,2	0,4	10,0	9,1	8,2	7,6	8,0
- Deutschland	2,1	2,8	1,5	0,6	-6,0	0,5	1,5	1,7	1,3	0,6	6,1	5,7	5,2	5,0	6,0
UK	1,9	1,9	1,4	1,3	-10,0	0,7	2,7	2,5	1,8	0,75	4,9	4,4	4,1	3,8	6,0
USA	1,6	2,4	2,9	2,3	-4,5	1,3	2,1	2,4	1,8	1,3	4,9	4,4	3,9	3,7	8,0
Japan	0,6	1,9	0,8	0,7	-5,5	-0,1	0,5	1,0	0,5	0,0	3,1	2,8	2,4	2,4	2,8

	Leistungsbilanz (% des BIP)					Budgetsaldo (% des BIP)					Wechselkurs (US\$) ²				
	2016	2017	2018	2019	2020e	2016	2017	2018	2019	2020e	2016	2017	2018	2019	2020e
EWU	3,3	3,1	3,1	2,7	2,6	-1,6	-1,0	-0,5	-0,9	-0,9	1,06	1,20	1,15	1,12	1,18
- Deutschland	8,5	7,8	7,4	7,1	6,6	1,2	1,2	1,9	1,1	1,0	-	-	-	-	-
UK	-5,2	-3,5	-3,9	-3,8	-4,4	-2,9	-1,8	-1,4	-1,4	-1,5	1,23	1,35	1,28	1,30	1,38
USA	-2,3	-2,3	-2,4	-2,3	-2,6	-4,2	-4,5	-5,7	-5,6	-5,5	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Japan	4,0	4,2	3,5	3,6	1,7	-3,7	-3,2	-3,2	-3,0	-2,2	117	113	110	110	105

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)				
	2016	2017	2018	2019	2020e	2016	2017	2018	2019	2020e
EWU	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,4	0,24	-0,19	-0,25
UK	0,25	0,5	0,75	0,75	0,25	1,2	1,2	1,28	0,82	0,40
USA	0,5-0,75	1,25-1,5	2,25-2,5	1,5-1,75	0,0-0,25	2,4	2,4	2,68	1,92	0,90
Japan	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0	0	0,03	0,0	-0,1

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

	Q2 18	Q3 18	Q4 18	Q1 19	Q2 19	Q3 19	Q4 19	Q1 20	Q2 20	Q3 20	10.20
CRB-Index	200,4	195,2	169,8	183,8	181,0	173,9	185,8	121,8	138,0	148,5	144,7
Ölpreis (Brent)*	79,4	82,7	53,8	68,4	66,6	60,8	66,0	22,8	41,2	41,0	37,5

Angaben jeweils zum Periodenende

¹ Oil Brent Physical Del, US\$/Barrel

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.