

Kapitalmarktbericht USA

## Nr. 6: Die Inflation sitzt der Notenbank im Nacken.



9. November 2021

**Konjunktur und Geldpolitik:** Das Abklingen der jüngsten Corona-Welle ab Ende September brachte eine Aufhellung der umfragebasierten Stimmungsindikatoren sowie eine Belebung am Arbeitsmarkt mit sich. Für die Notenbank war es daher an der Zeit, Anfang November einen schrittweisen Ausstieg aus den bislang praktizierten Anleihekäufen zu beschließen. Voraussichtlich dauert das Tapering bis Ende Juni 2022, doch die Fed stellte klar, dass eine Leitzinserhöhung nicht automatisch folgen wird. Ein immer wichtigerer Aspekt für die Notenbank ist die hohe Inflation, wobei der Preisauftrieb zuletzt an Breite gewonnen hat und sich außerdem die Anzeichen für eine Lohn-Preis-Spirale mehren.

**Rentenmarkt:** Parallel zu den immer deutlicheren Anzeichen für einen Tapering-Beschluss der Notenbank Anfang November vollzog sich ein Anstieg der Renditen, aber kurz vor dem Beschluss setzte eine Gegenbewegung ein. Am sogenannten kurzen Ende des Rentenmarktes wird inzwischen eine erste Leitzinsanhebung um 25 Basispunkte eingepreist, wobei sich der Zeitpunkt hierfür jüngst von Mitte 2022 in Richtung Ende 2022 verschoben hat.

**Aktienmarkt:** Ab Ende September vollzog sich der prozentual größte Rückgang der großen Indizes seit mehreren Monaten. Doch vor dem Hintergrund einer überwiegend sehr freundlichen Berichtssaison zum 3. Quartal, sich aufhellenden Konjunkturindikatoren und der Aussicht auf eine trotz Tapering weiterhin sehr lockeren Geldpolitik war diese Delle zügig ausgebügelt. Zu den größten Gewinnern gehörten Unternehmen aus traditionellen Wirtschaftszweigen, die von Lockerungsmaßnahmen profitierten. Sofern die Corona-Fallzahlen im begonnenen Winterhalbjahr wieder steigen, dürfte eine abermalige Branchenrotation beginnen. In diesem Fall könnten „Stay-at-home“-Branchen erneut vorne liegen.

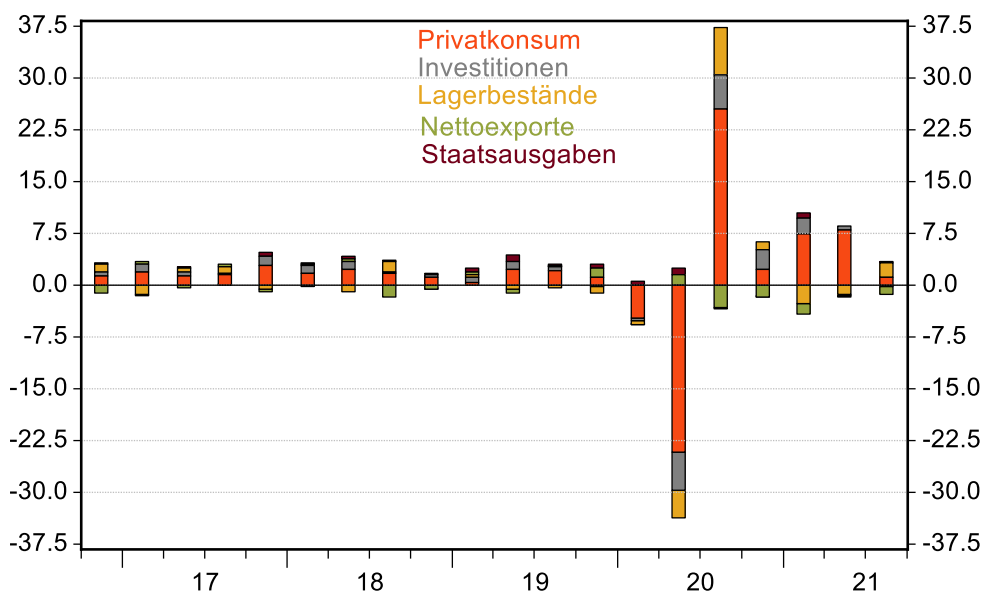
- Dr. Torsten Gruber
- Dr. Thorsten Proettel
- Bernhard Spitz

## Konjunktur und Geldpolitik

Im abgelaufenen 3. Quartal 2021 enttäuschte das Wirtschaftswachstum nach vorläufiger Berechnung mit annualisiert 2,0 % die Märkte, welche ein Plus von 2,6 % erwartet hatten. Immerhin betrug das annualisierte BIP-Wachstum im 2. Quartal noch 6,7 %. Ein wichtiger Grund für diesen Rückgang ist im privaten Konsum zu suchen, der mit einer hochgerechneten Jahresrate von 1,6 % zwar immer noch zulegte, aber im Vergleich zum Vorquartal deutlich langsamer anstieg. Das Plus für diese Kategorie der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage belief sich in der Zeitspanne von April bis Juni auf beachtliche 12,0 %.

*Rückläufiges  
Wirtschaftswachstum  
im 3. Quartal...*

USA: Quartärlisches BIP - Wachstumsbeiträge



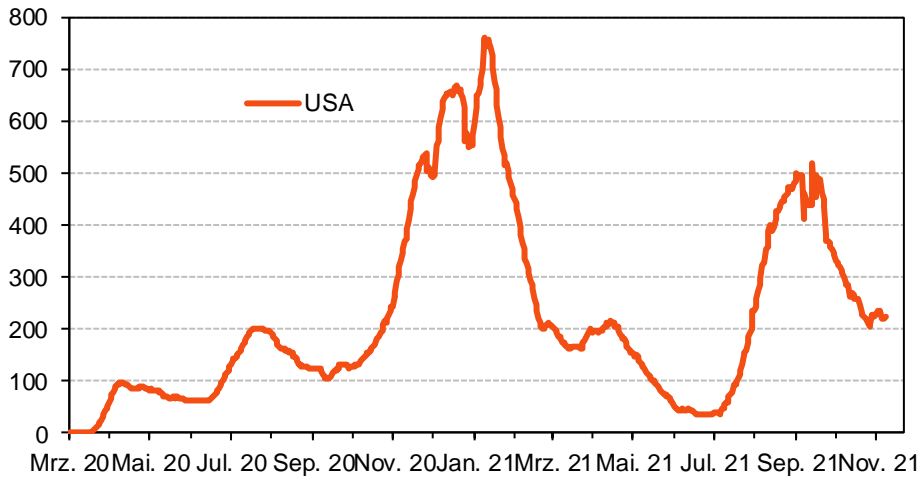
Dass die privaten Konsumausgaben nicht stärker wuchsen, dürfte dem Anstieg der Energiepreise geschuldet gewesen sein, welche die finanziellen Spielräume von manchen Familien derzeit einschränken, und zweitens dem Auslaufen der zusätzlichen Pandemie-Arbeitslosenunterstützung Anfang September. Einen viel wichtigeren Grund hat jedoch die Entwicklung der Corona-Pandemie in den USA gespielt, die sich vor allem im August und September in Form einer großen Welle wieder in Erinnerung brachte (siehe Grafik nächste Seite).

*...war nicht zuletzt  
eine Folge der  
jüngsten Corona-  
Welle,...*

Wer gehofft hatte, dass sich das Infektionsgeschehen mit den Impfungen seit dem Winterhalbjahr 2020/21 zurückdrängen lässt, wurde in den letzten Monaten leider enttäuscht. Das ansteckendere Delta-Virus zusammen mit einer eher niedrigen Impfquote in weiten Teilen der USA und einer nachlassenden Vorsicht sorgte jedenfalls ab Juli für steigende Fallzahlen, ein stellenweise überlastetes Gesundheitssystem und neue Einschränkungen. Zu den Resultaten gehörten das oben geschilderte schwächere Wirtschaftswachstum und eine gedämpfte Entwicklung des Arbeitsmarktes. Insofern lässt sich festhalten, dass die Pandemie weiterhin ein wichtiger Einflussfaktor für die Konjunktur und damit auch für den Kapitalmarkt bleibt.

*...was die Bedeutung  
der Pandemie für die  
Konjunktur trotz  
Impfungen  
unterstreicht.*

Covid-19-Neuinfektionen pro 1 Mio. Einwohner, 7-Tage-Mittelwerte

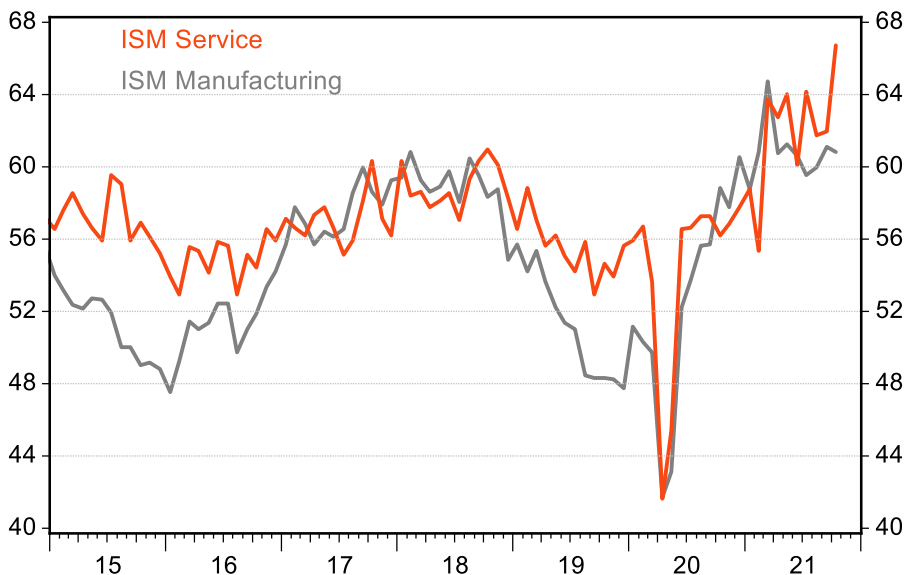


Quelle: Johns Hopkins University, eigene Berechnung und Darstellung

Erfreulicherweise gingen die Fallzahlen ab Ende September spürbar zurück, wodurch sich auch die umfragebasierten Konjunkturindikatoren stark aufhellten. Besonders eindrücklich ist dies im Dienstleistungssektor der Fall. So schoss der ISM-Einkaufsmanagerindex für das Dienstleistungsgewerbe mit 66,7 nach 61,9 Punkten zuletzt überraschend stark in die Höhe (siehe Grafik unten). Aber nicht nur der Anstieg, sondern auch das absolute Niveau des ISM-Index stellt eine Überraschung dar, denn das bisherige Allzeithoch vom Juli dieses Jahres bei 64,1 Punkten wurde nochmals deutlich übertroffen. Alle 18 befragten Wirtschaftszweige meldeten einen Anstieg der Aktivitäten.

*Der Dienstleistungssektor profitiert von fallenden Infektionen.*

USA: Stimmung im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungsbereich



Quelle: Institute for Supply Management/Haver Analytics

Vor diesem Hintergrund ist es nur ein kleiner Wehrmutstropfen, dass der ISM-Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe jüngst leicht zurückging. Dies liegt vor allem an den gestörten Lieferketten und der Vorprodukteknappheit, doch mit einem Stand von 60,8 Punkten deutet auch jenes Konjunkturbarometer eine freundliche Konjunkturentwicklung in den kommenden Monaten an.

*Der Chipmangel belastet die Industrie.*

Ein Abbild der positiven Tendenz ist auch die Lage am Arbeitsmarkt. Die offizielle Arbeitslosenquote ging von 5,2 % im August auf 4,8 % im September und 4,6 % im Oktober zurück. Ein Teil dieser Bewegung lässt sich zwar durch den Wegfall der überaus großzügigen, aber nur temporären Unterstützungsmaßnahmen von in der Pandemie arbeitslos gewordenen Menschen erklären. Da die Zusatzzahlungen spätestens im September ausliefen, bestand für viele kein Anreiz mehr, sich arbeitssuchend zu melden. Sie fallen aus der Statistik heraus. Aber unabhängig hiervon zeugen auch die absoluten Zahlen von einem hohen Stellenaufbau, der sich mit dem Abklingen der jüngsten Corona-Welle deutlich beschleunigt hat. So wurden im Oktober außerhalb der Agrarwirtschaft 531.000 neue Stellen geschaffen. Für September wurden ursprünglich nur 194.000 neue Arbeitsverträge gemeldet, doch der Wert wurde jüngst nach oben auf 312.000 neue Jobs revidiert. Das Gros des Anstiegs geht auf den Dienstleistungsbereich zurück, und hier stechen vor allem die Sparten Gastronomie und Tourismus hervor.

*Der Stellenaufbau setzt sich nach einer Pause fort.*

Die Problemfelder der vergangenen Monate bleiben auch die größten Störfaktoren für die kommenden Monate. Mit dem Beginn der kälteren Jahreszeit nimmt typischerweise die Gefahr von wieder steigenden Corona-Infektionen zu. Ein mahndendes Beispiel hierfür ist Europa, wo aktuell reihenweise neue Einschränkungen erlassen werden, die gleichwohl noch harmlos sind und deswegen kaum Wirkung entfalten dürften. In den USA stagnieren die Neuinfektionen seit rund zwei Wochen. Vermutlich wird das Infektionsgeschehen bald wieder zunehmen. Zweitens haben sich die regierenden Demokraten und die oppositionellen Republikaner im US-Kongress noch nicht nachhaltig auf eine Erhöhung der Schuldenobergrenze geeinigt, sondern diesen Konfliktpunkt auf Dezember vertagt. Es wird allgemein erwartet, dass sich die politischen Kontrahenten rechtzeitig einigen werden, so dass kein Government-Shutdown droht oder dieser zumindest nur kurzfristig stattfindet. Aber kurzfristige Verstimmungen an den Kapitalmärkten können diese Auseinandersetzungen durchaus auslösen. Positiv ist allerdings, dass beide Parteien ihre Bereitschaft zur Zusammenarbeit erst vor wenigen Tagen unter Beweis stellten, als die Demokraten ihr Infrastrukturpaket im Volumen von 550 Mrd. US-Dollar auch mit Stimmen der Republikaner durch das Parlament brachten.

*Gefahr droht durch einen Wiederanstieg der Corona-Infektionen,...*

*...und daneben ist der politische Streit um die Schuldenobergrenze noch nicht gelöst.*

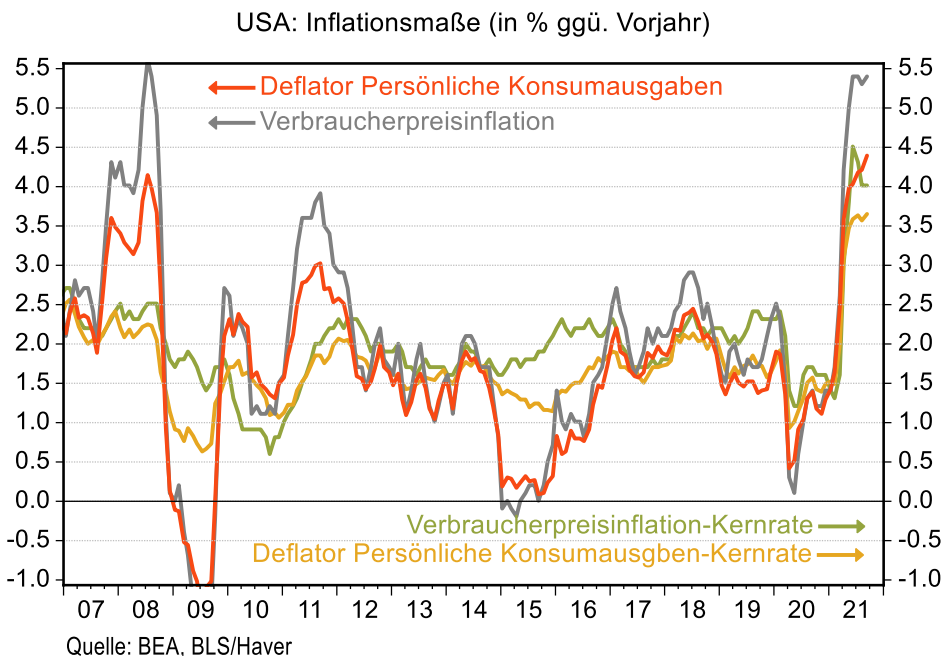
**Nach einem zwischenzeitlichen Dämpfer im August und September aufgrund der stark gestiegenen Corona-Neuinfektionen scheint sich die US-Wirtschaft zuletzt wieder sehr positiv entwickelt zu haben. Das größte Risiko ist und bleibt das Infektionsgeschehen. Die USA befinden sich aktuell hinsichtlich der Corona-Fallzahlen vermutlich an einem Tiefpunkt, von dem aus sich die Lage in den kommenden Monaten wahrscheinlich wieder verschlechtert. Das konjunkturelle Geschehen dürfte deshalb stark davon abhängen, wie ausgeprägt die Herbst-Winter-Welle ausfallen wird.**

Der Inflationsschub gewinnt an Breite: Die Phase mit höheren Inflationsraten in den USA hielt auch in den vergangenen zwei Monaten an. Im September als dem jüngsten Monat mit veröffentlichten Daten verteuerten sich die Verbraucherpreise um 0,4 % gegenüber dem Vormonat nach 0,3 % im August. Die Jahresrate stieg deshalb von 5,3 % auf 5,4 %. Die Kernrate der Inflation ohne die volatilen Preise für Energie und Lebensmittel stagnierte bei hohen 4,0 %. Der Blick auf die Details verdeutlicht, dass sich die Gründe für die hohe Inflation geändert haben. In den Sommermonaten wurde die Geldentwertung noch vor allem durch eine extreme Verteuerung von Flugtickets, Mietwagen und Gebrauchtwagen getrieben, was mit einer erhöhten Nachfrage ab dem Ende der Corona-Restriktionen bei einem

*Die Inflation bleibt weiterhin auf einem sehr hohen Niveau,...*

gleichzeitig eingeschränkten Angebot erklärt werden konnte. Mittlerweile spielen solche Sonderfaktoren aber keine Rolle mehr. Stattdessen steigen die Güterpreise in vielen Kategorien und erfassen auch solche Bereiche, in denen der Chipmangel oder die allgemeine Vorprodukteknappheit kaum zum Tragen kommen sollte. Beispielsweise stiegen die Preise von Lebensmitteln für den Verzehr zu Hause allein im September um 1,2 % gegenüber August an. Möbel verteuerten sich auf Monatsbasis um 2,4 %. Statistisch entscheidend war jedoch der Monatsanstieg der Mieten um 0,4 %. Diese Beobachtungen sind ein weiterer Hinweis dafür, dass der Inflationsschub an Breite gewonnen hat. Außerdem scheint eine kleine Lohn-Preis-Spirale in Gang gekommen zu sein, denn die Jahresveränderungsrate der durchschnittlichen Stundenlöhne stieg von 4,1 % im August auf 4,6 % im September und zuletzt auf 4,9 % im Oktober. Aufgrund der Verschiebungen im Arbeitskräftegefüge in den letzten Monaten, insbesondere durch die volatilen Einstellungen und Entlassungen bei kontaktintensiven aber unterdurchschnittlich entlohnten Dienstleistungen, beispielsweise im Gastgewerbe, sind diese Zahlen jedoch mit Vorsicht zu interpretieren.

*...und sie hat an Breite gewonnen.*



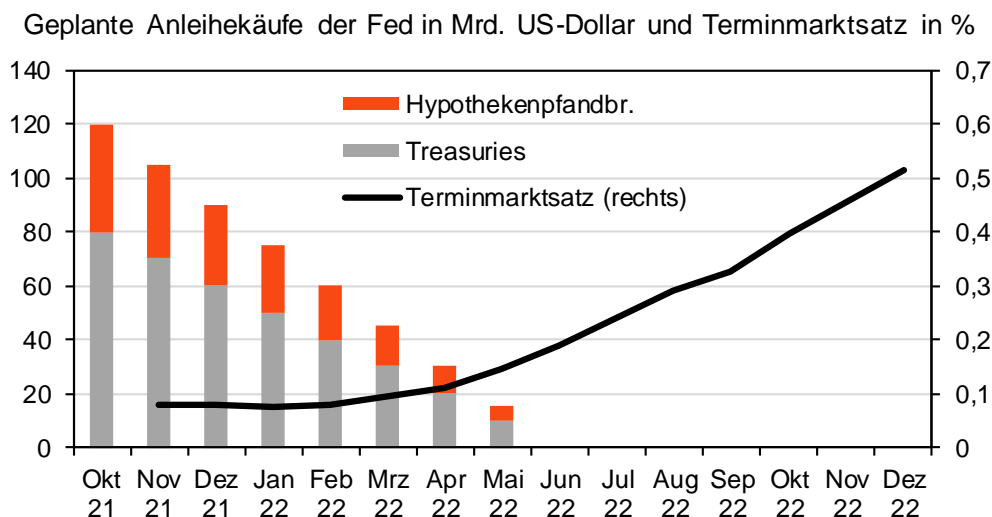
Der Deflator der persönlichen Konsumausgaben (PCE-Deflator) als das von der US-Notenbank bevorzugte Inflationsmaß stieg übrigens „nur“ auf 4,4 % an, während die Kernrate des PCE-Deflators zuletzt dagegen bei 3,6% stagnierte. Aber auch diese Werte befinden sich deutlich über dem eigentlichen Inflationsziel der Fed von rund 2,0 %. Erwähnenswert ist an dieser Stelle, dass die hohe Inflation gemäß den Angaben des Conference Board zum Verbrauchervertrauen in der Summe nicht zu Einschnitten im Ausgabeverhalten führen, sondern sogar zu einer höheren Anschaffungsneigung. Der Anteil der Privathaushalte, der sich neue Kraftfahrzeuge, Haushaltsgeräte oder ein Wohnhaus anschaffen möchte, ist deutlich gestiegen. Offenbar versuchen die Menschen ihr Geld auszugeben, bevor es weiter an Wert verliert, was wiederum die Inflation anheizt.

*Die Inflation führt offenbar zu größerer Anschaffungsneigung.*

Erwartungsgemäß kündigte US-Notenbankchef Jerome Powell denn auch im Anschluss an die jüngste Sitzung des Offenmarktausschusses am 3. November die Reduzierung der monatlichen Anleihekäufe an, die bislang 120 Mrd. US-Dollar

betragen. Der Plan sieht eine Rückführung um 15 Mrd. US-Dollar ab diesem Monat vor, wobei im Fall von unvorhersehbaren Entwicklungen davon abgewichen werden könne. 10 Mrd. US-Dollar dieser Summe entfallen auf Staatsanleihen, die bislang im Umfang von 80 Mrd. US-Dollar erworben wurden, und die restliche Reduktion um 5 Mrd. US-Dollar ist für den Bereich der hypothekenbesicherten Pfandbriefe vorgesehen, von denen bis Oktober Papiere im Volumen von 40 Mrd. US-Dollar erworben wurden. In der Annahme, dass das Tapering wie geplant umgesetzt werden wird, beträgt die Zeitspanne somit rechnerisch acht Monate, womit die Aktion Ende Juni abgeschlossen wäre (siehe Grafik).

*Die Fed reagiert mit einem Tapering der Anleihekäufe,...*



Quellen: Fed, Chicago Board of Trade, eigene Darstellung

Auf der Pressekonferenz im Anschluss an die Notenbanksitzung gab Powell zu verstehen, dass das Ausmaß und die Dauer der Inflation grundsätzlich nicht zu dem selbst gesetzten Ziel der Preisstabilität passen, und dass die Inflationsentwicklung und die Erwartungen zunehmend in den Fokus der Notenbank rücken. Die Tapering-Geschwindigkeit von 15 Mrd. US-Dollar pro Monat sei auch deshalb höher als bei dem ersten Tapering 2013 mit damals 10 Mrd. US-Dollar pro Monat, da sich der Arbeitsmarkt und die Inflation aktuell schneller erholen als seinerzeit.

*...und nimmt sich ein höheres Tempo vor als 2013,...*

Gleichwohl betonte Powell, dass sich die Probleme entlang den Lieferketten dem Einfluss der Geldpolitik entziehen und sich die Fed hinsichtlich etwaiger Leitzinsanhebungen nicht von den Märkten drängen lassen wird. Tatsächlich wurde am Geldmarkt zwischenzeitlich bereits eine Leitzinserhöhung um 25 Basispunkte per Mitte 2022 eingepreist. Und auch nach einem Rückgang der Markterwartungen zeigen beispielsweise die aus den Federal Funds Futures gewonnenen Terminmarktsätze immer noch eine Zinserhöhung zum Jahresende 2022 an (siehe Grafik oben).

*...doch sie möchte sich nicht zu Leitzinserhöhungen drängen lassen.*

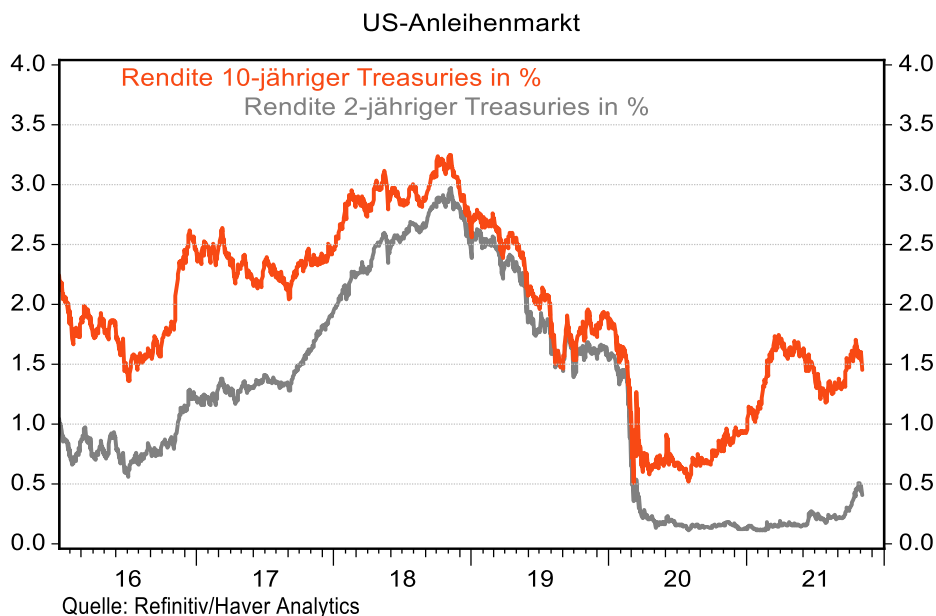
**In der Summe lässt sich feststellen, dass die Inflationsentwicklung der US-Notenbank im Nacken sitzt. Aus ihrer Sicht kam die Strategieänderung vom Sommer 2020, die nur noch ein durchschnittliches Inflationsziel von 2,0 % vorsieht und deshalb auch ein kurzfristiges Überschießen der Geldentwertung toleriert, ähnlich wie im Fall der EZB offenbar gerade noch rechtzeitig. Allerdings sind die Inflationsraten aktuell so hoch, dass trotz dieser Strategieänderung dringend gegengesteuert werden muss. Dies gilt**

umso mehr, da die Inflationsbewegung an Breite gewonnen hat und sich über eine Lohn-Preis-Spirale, die bereits losgetreten wurde, zu verfestigen droht. Der Tapering-Beschluss ist in diesem Sinne folgerichtig. Allerdings muss auch festgestellt werden, dass die Notenbank gemessen an traditionellen Bewertungsmaßstäben weiterhin eine viel zu lockere Geldpolitik betreibt. Das Verharren des Leitzinszielbandes in Höhe von 0,00 bis 0,25 % bei einer Kerninflationsrate im Bereich von 3,6 % bis 4,0 % und einer auf 4,6 % gesunkenen Arbeitslosenquote passt kaum zu den gesetzmäßigen Zielen der Notenbank von „Preisstabilität und maximaler Beschäftigung“, sondern vielmehr zu „Financial Repression“ in Reinform.

## Rentenmarkt

Die Entwicklung am US-Rentenmarkt in den letzten Wochen lässt sich kaum treffender als mit dem Sprichwort „buy the rumor, sell the fact“ beschreiben. Demnach führt eine absehbare Änderung hinsichtlich eines wichtigen Einflussfaktors nicht erst bei dessen Feststehen, sondern bereits im Vorfeld zu einer Bewegung wichtiger Kapitalmarktgrößen, während anschließend mit einer Gegenbewegung zu rechnen ist. Im aktuellen Fall zeichnete sich in den letzten Wochen immer mehr die Gewissheit ab, dass der geldpolitische Ausschuss der US-Notenbank wie oben beschrieben Anfang November ein Tapering beschließen wird. Dies ist ein grundsätzlich renditesteigerndes Ereignis, da eine rückläufige Nachfrage nach US-Staatsanleihen unter sonst gleichen Umständen zu einem sinkenden Kurs und damit zu höheren Renditen führen sollte.

*„Buy the rumor, sell the fact“...*



Und tatsächlich bewegte sich die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen gemäß dem beschriebenen Muster zumindest bis zum 21. Oktober auf einen Stand von rund 1,70 % aufwärts. Im August rentierten diese Papiere kurzfristig noch bei 1,13 %. Ende Oktober gab die Rendite dann etwas nach, und mit der Tapering-Ankündigung wurde ein deutlicher Rutsch auf 1,43 % im Tief eingeläutet. Erwähnenswert ist, dass auf dem gegenwärtigen Niveau in Höhe von 1,47 % der gleitende 200-Tage-Durchschnitt verläuft, so dass sich zumindest aus charttechnischer Sicht ein Ende der Abwärtsbewegung begründen ließe. Für

*...bestimmte zuletzt die Entwicklung am Rentenmarkt.*

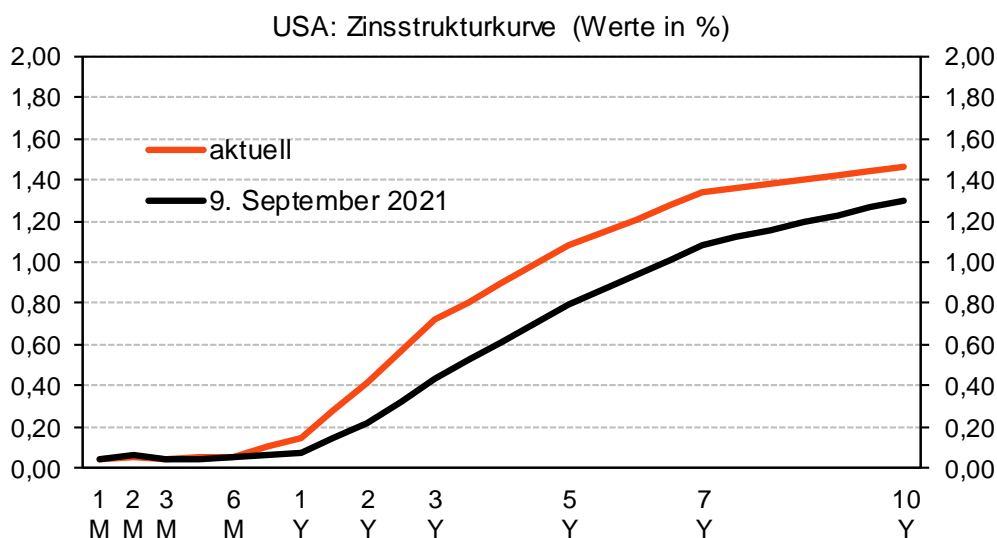
taktisch long-positionierte Investoren ergibt sich damit eine günstige Gelegenheit für Gewinnmitnahmen.

Eine Fortsetzung des Renditerückgangs wäre dann möglich, wenn am Markt die kurz- bis mittelfristigen Aussichten für die US-Konjunktur plötzlich als negativ eingeschätzt werden würden. Als Anlass für diesen abrupten Stimmungswechsel käme beispielsweise ein starker Anstieg der Corona-Neuinfektionen infrage, der über eine Verschlechterung der Arbeitsmarktlage die Fed dazu bewegen könnte, das Tapering auszusetzen oder zumindest die Geschwindigkeit zu drosseln. Wie oben beschrieben bewegen sich die Neuinfektionen zum Vorteil der USA derzeit aber auf einem vergleichsweise niedrigen Niveau, so dass dieses Szenario zunächst eher unwahrscheinlich ist.

Die jüngsten Bewegungen am Rentenmarkt betrafen übrigens nicht nur die Renditen von Papieren mit längerer Laufzeit, sondern auch Anleihen mit kurz- und mittelfristigem Rückzahlungsdatum. In der obigen Grafik ist der Anstieg der Rendite 2-jähriger Papiere von etwa 0,20 % Mitte September auf 0,56 % Ende Oktober zu erkennen. In diesen Zahlen spiegeln sich die am Markt kurz vor der Tapering-Ankündigung etwas übergeschäumten Erwartungen hinsichtlich der Leitzinsentwicklung im Jahr 2022 wider. Der Notenbankbeschluss brachte auch hier einen Rückgang auf aktuell 0,42 % mit sich. Aber dennoch muss festgestellt werden, dass nach vielen Monaten mit einer Seitwärtsbewegung der Renditen in diesem Laufzeitenbereich nun auch Schwung in das kurze Ende der Zinsstrukturkurve gekommen ist. Die nachfolgende Grafik verdeutlicht die Versteilerung der Kurve seit der Abfassung des letzten Kapitalmarktberichtes USA im September. Es handelt sich gewissermaßen um einen weiteren Vorboten einer Leitzinswende.

*Eine neue Corona-Welle könnte auf den Renditen lasten,...*

*...doch generell wird am Markt eher schon an Leitzinserhöhungen gedacht.*



Quellen: Haver Analytics, eigene Darstellung

**Der vorübergehende deutliche Anstieg der Corona-Neuinfektionen im Spätsommer beeinflusste die Renditeentwicklung nicht wesentlich. Entscheidend war vielmehr der umfassende Inflationsanstieg, der wiederum die Notenbank zu einer Tapering-Entscheidung motivierte. Nachdem sich die Anzeichen für diesen ersten Schritt zur Straffung der Geldpolitik verdichteten, wurde der renditesteigernde Effekt am Markt im September und Oktober**

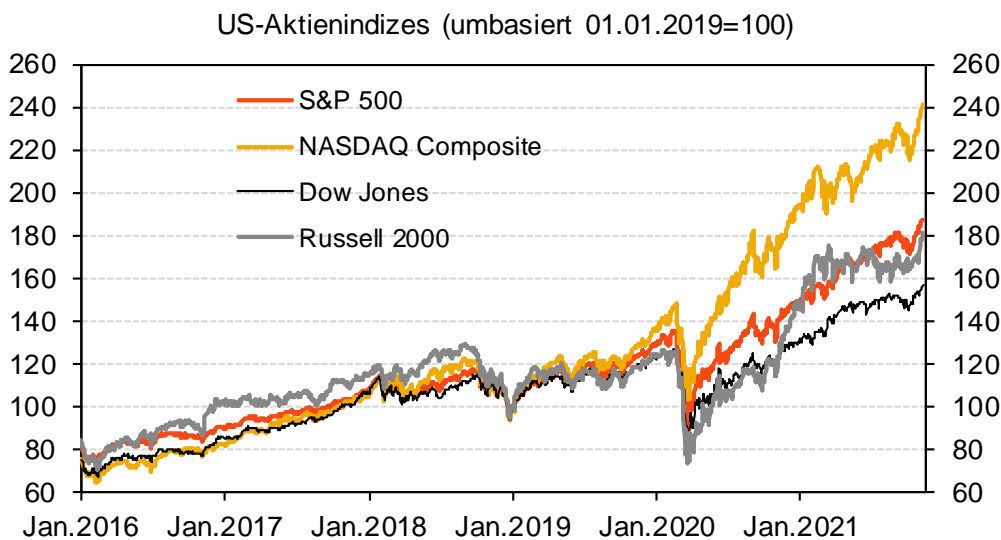


vorweggenommen, so dass mit der faktischen Ankündigung Anfang November eine Gegenbewegung einsetzte. Angesichts des Wegfalls der zusätzlichen Nachfrage nach Staatspapieren und Hypothekenpfandbriefen durch die Fed und vor dem Hintergrund der Inflationsgefahren ist für die kommenden Quartale in der Tendenz mit einem Renditeanstieg zu rechnen. Hierfür spricht auch die Aussicht auf eine fortgesetzte Konjunkturerholung. Insbesondere im Winterhalbjahr ist jedoch in Abhängigkeit von der nur schwer vorhersagbaren Corona-Lage zwischenzeitlicher Gegenwind möglich. Das Gleiche gilt zumindest kurzfristig bei Marktturbulenzen im Fall eines Government-Shutdowns im Dezember.

## Aktienmarkt

In der letzten Ausgabe des Kapitalmarktberichtes für die USA von September wiesen wir darauf hin, dass sich der Aktienmarktentwicklung einige Hürden in den Weg stellen könnten. Tatsächlich vollzog sich in den nachfolgenden vier Wochen der prozentual stärkste Einbruch des Marktes seit März dieses Jahres. Der S&P 500 verlor knapp 6 % und der NASDAQ Composite-Index fast 8 %. Der negative Trend weitete sich dann aber nicht aus, obwohl der Markt gemessen an den hohen Bewertungen vieler Unternehmen und des deutlichen Anstiegs seit Frühjahr 2020 durchaus reif für eine größere Korrektur gewesen wäre. Die Gründe hierfür sind vielfältig.

*Ein kleiner Einbruch im September und Oktober...*



Quelle: Haver Analytics, eigene Darstellung

Positiv wirkten sich definitiv die überwiegend guten ab Mitte Oktober veröffentlichten Unternehmensberichte zum 3. Quartal aus. Aktuell haben bereits rund 90 % der Gesellschaften ihre Zahlenwerke für den Zeitraum Juli bis September veröffentlicht, so dass sich schon lohnt, eine kleine Bilanz zu ziehen. Für den S&P 500 gilt, dass rund zwei Drittel der Unternehmen hinsichtlich ihres Umsatzes positiv überraschten und nur ein gutes Fünftel negativ. Noch deutlicher ist das positive Bild mit Blick auf die Gewinnentwicklung im abgelaufenen Quartal, denn hier konnten vier von fünf Unternehmen die Erwartungen übererfüllen. Besonders hoch fielen die positiven Umsatzüberraschungen in den Sparten Energie und Immobilien aus, was angesichts der gestiegenen Preise auf beiden Feldern kaum überraschen kann.

*...wurde auch aufgrund einer guten Berichtssaison schnell ausgebügelt.*

Hinsichtlich der Gewinnentwicklung glänzte einmal mehr der Technologiebereich, wo es sozusagen zum guten Ton gehört, die Markterwartungen in den Schatten zu stellen. Bis jetzt gelang dies ungefähr neun von zehn Unternehmen.

Diese positiven Resultate sollten jedoch nicht zu dem Schluss verleiten, dass die Quartalsberichtssaison ein einziges Fest für die Kurse gewesen wäre. Die Bewegungen der Notierungen nach der Veröffentlichung von Zahlen fielen teilweise überraschend negativ aus. Einbrüche im Bereich von 10 % bis 20 % waren keine Seltenheit, wenn die Unternehmensgewinne „marginal unter den Erwartungen“ lagen oder die Gewinnprognosen für das Gesamtjahr „nicht stark genug angehoben“ wurden. Bei substantiellen Enttäuschungen des Marktkonsens waren auch Kursrückgänge über die genannte Spanne hinaus zu beobachten, während auf der anderen Seite auch deutliche Sprünge nach oben bei positiven Überraschungen stattfanden.

Diese Bewegungen zeugen einerseits von einer gewissen Anspannung am Markt nach den starken Kurssteigerungen der vergangenen Monate. Es gibt eine Tendenz, auf den erreichten Niveaus Gewinne realisieren zu wollen. Gleichzeitig herrscht auch eine große Sorge, etwas Positives zu verpassen. In der Börsenberichterstattung der letzten Wochen über die Motive für Aktienengagements war vergleichsweise häufig das Akronym FOMO zu lesen, welches für „Fear of missing out“ steht. Wahrscheinlich sind die starken Kursbewegungen aber auch das Resultat trendverstärkender automatischer Handelssysteme.

Ein zweiter wichtiger Grund für die Erholung der Aktienkurse seit der zweiten Oktoberhälfte ist die günstige Entwicklung fast sämtlicher Konjunkturindikatoren, die wie oben ausgeführt wiederum das Resultat der stark gesunkenen Corona-Neuinfektionen war. Daneben dürften, drittens, auch die zuletzt nachgebenden Anleiherenditen eine unterstützende Rolle gespielt haben sowie die Verlautbarungen aus dem Umfeld der US-Notenbank, wonach auf das Tapering keine baldigen Leitzinsanhebungen folgen werden.

Trotz dieses positiven Nachrichten-Cocktails für Aktienkurse ist es etwas überraschend, wie schnell die großen US-Indizes nicht nur die Delle von September beziehungsweise Oktober wieder ausgebügelt haben, sondern, dass auch der alte, steigende Trend wieder eingenommen wurde. Seit Sommer 2020 präsentieren sich die Indexverläufe von kleineren Rückschlägen abgesehen fast wie mit dem Lineal gezogen. Dies ist auch deshalb erstaunlich, da dieser Trend vergleichsweise steil verläuft. Seit Jahresanfang legte der Dow Jones um 19 % zu, während das Plus des S&P 500 und des NASDAQ Composite 25 % beziehungsweise 24 % beträgt.

Erstaunlich erfreulich entwickelte sich auch der Klein- und Nebenwerteindex Russell 2000, der um knapp 24 % anstieg. Erwähnenswert ist hier die überdurchschnittliche Entwicklung seit Anfang September und damit vor dem zwischenzeitlichen Marktrückgang in Höhe von gut 8 %. Die anderen großen Indizes legten um weniger als 5 % zu. Der Grund hierfür ist wiederum mit der Corona-Welle in diesem Sommer in den USA zu erklären. Im Russell 2000 sind Unternehmen aus traditionellen Geschäftsfeldern überdurchschnittlich stark vertreten. Sie litten unter den Einschränkungen, welche die Corona-Welle mit sich brachte und legten umgekehrt mit fallenden Neuinfektionen in den letzten Wochen überproportional stark zu.

*Teilweise bewegten sich die Kurse von Einzelaktien sehr stark,...*

*...was einer gewissen Nervosität und trendverstärkenden Handelssystemen geschuldet ist.*

*Sinkende Neuinfektionen und eine grundsätzlich lockere Geldpolitik stützten den Markt,....*

*...so dass die bisherigen Kursgewinne erstaunlich hoch ausfallen.*

*Besonders stark waren zuletzt kleine und mittelgroße Unternehmen.*

**Der US-Aktienmarkt steigt und steigt und steigt, während sich jeder Rückschlag der letzten Monate nachträglich als gute Kaufgelegenheit erwiesen hat. Da „Financial Repression“ auch in den kommenden Monaten ein Problem für Kapitalanleger darstellen wird und angesichts negativer Realrenditen am Rentenmarkt eine richtige Alternative fehlt, bleiben die Aktienkurse grundsätzlich gut unterstützt. In den vor uns liegenden Wintermonaten besteht aber auch für die USA die Gefahr wieder steigender Corona-Neuinfektionen, die sich für bestimmte Branchen belastend auswirken könnten. Mit den erst jüngst vorgestellten Medikamenten besteht ähnlich wie vor einem Jahr mit der Zulassung der ersten Impfstoffe zwar die Hoffnung, dass die Pandemie mittelfristig überwunden werden kann. Aber kurzfristig stehen die Wunderpillen noch nicht zur Verfügung. Denkbar wäre deshalb, dass klassische „Stay at home“-Branchen in den kommenden Monaten die „Eröffnungsgewinner“ aus diesem Sommer wieder schlagen könnten. Mittelfristig ist die US-Geldpolitik stärker zu beachten. Solange die Inflation hoch bleibt, besteht Anlass zur Straffung der Geldpolitik, was grundsätzlich dämpfend auf Aktienkurse wirken dürfte.**

## Prognoseübersicht

### G3 (+UK) Konjunkturindikatoren und Wechselkurse

	Reales BIP Wachstum (%)					Inflation (CPI) <sup>1</sup>					Arbeitslosenquote (%) <sup>1</sup>				
	2017	2018	2019	2020	2021e	2017	2018	2019	2020	2021e	2017	2018	2019	2020	2021e
EWU	2,7	1,9	1,3	-6,7	4,5	1,5	1,8	1,2	0,3	1,7	9,1	8,2	7,6	8,0	8,7
- Deutschland	2,9	1,3	0,6	-5,1	3,5	1,5	1,7	1,4	0,5	2,2	5,7	5,2	5,0	5,9	6,5
UK	1,7	1,3	1,3	-9,8	4,5	2,7	2,5	1,8	0,9	1,8	4,4	4,1	3,8	4,5	5,5
USA	2,3	3,0	2,1	-3,5	6,5	2,1	2,4	1,8	1,2	2,7	4,4	3,9	3,7	8,1	6,5
Japan	1,7	0,6	0,3	-4,7	2,5	0,5	1,0	0,5	0,0	0,0	2,8	2,4	2,4	2,8	3,0

	Leistungsbilanz (% des BIP)					Budgetsaldo (% des BIP)					Wechselkurs (US\$) <sup>2</sup>				
	2017	2018	2019	2020	2021e	2017	2018	2019	2020	2021e	2017	2018	2019	2020	2021e
EWU	3,1	3,1	2,7	2,3	2,8	-1,0	-0,5	-0,6	-7,6	-6,7	1,20	1,15	1,12	1,22	1,23
- Deutschland	7,8	7,4	7,1	7,1	7,6	1,2	1,8	1,5	-4,2	-5,5	-	-	-	-	-
UK	-3,5	-3,9	-4,0	-3,9	-3,9	-1,8	-2,3	-2,2	-13,4	-11,8	1,35	1,28	1,30	1,37	1,28
USA	-2,3	-2,2	-2,2	-3,1	-3,9	-4,5	-5,8	-6,3	-15,8	-15,0	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Japan	4,2	3,6	3,6	3,3	3,6	-3,2	-2,5	-3,3	-12,6	-9,4	113	110	110	103	102

<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)				
	2017	2018	2019	2020	2021e	2017	2018	2019	2020	2021e
EWU	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	0,4	0,24	-0,19	-0,26	-0,30
UK	0,5	0,75	0,75	0,1	0,1	1,2	1,28	0,82	0,20	0,60
USA	1,25-1,5	2,25-2,5	1,5-1,75	0,0-0,25	0,0-0,25	2,4	2,68	1,92	0,91	1,90
Japan	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0	0,03	0,0	0,04	0,0

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

	Q2 19	Q3 19	Q4 19	Q1 20	Q2 20	Q3 20	Q4 20	Q1 21	Q2 21	Q3 21	09.11.
CRB-Index**	181,0	173,9	185,8	121,8	138,0	148,5	167,8	185,0	213,4	228,9	235,6
Ölpreis (Brent)*	66,6	60,8	66,0	22,8	41,2	41,0	51,8	63,5	75,1	78,5	84,5

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.