

Kapitalmarktbericht USA

Nr. 6: Leitzinsen „höher für länger“



9. November 2022

Konjunktur und Geldpolitik: Die konjunkturelle Bremswirkung der steigenden Zinsen und der nachlassenden fiskalischen Unterstützung, die in der unmittelbaren Nach-Corona-Zeit prägend war, macht sich langsam und zögerlich, aber dennoch immer stärker bemerkbar. So sank der Stellenaufbau zuletzt auf den niedrigsten Stand des Jahres, aber er befindet sich weiterhin auf einem erhöhten Niveau. Die US-Notenbank kündigte an, die zeitliche Wirkungsverzögerung ihrer zuletzt deutlich strafferen Geldpolitik berücksichtigen zu wollen und demnächst weniger umfangreiche Leitzinserhöhungen zu beschließen. Auf der anderen Seite werden die Leitzinsen wohl auf ein höheres Niveau steigen als bislang vom Markt angenommen, und sie werden voraussichtlich länger auf dem erhöhten Niveau verbleiben.

Rentenmarkt: Eine zwar gesunkene, aber weiterhin hohe Inflationsrate und der zumindest bislang aggressive Leitzinserhöhungskurs der Notenbank hinterließen in den letzten beiden Monaten in Form von fallenden Kursen beziehungsweise steigenden Renditen ihre Spuren am Rentenmarkt. Angesichts der Aussicht auf eine Rezession und damit einer potenziellen Leitzinserhöhungspause wurden zuletzt aber vor allem die Renditen von Papieren mit kurzer Laufzeit nach oben gezogen.

Aktienmarkt: Die Aussicht auf nicht weiter steigende oder vielleicht in ein paar Monaten sogar fallende Zinsen führte jüngst zu einer Erholung der Aktienkurse. Abgesehen hiervon lastet die Problematik aus hoher Inflation und vergleichsweise hohen Zinsen aber weiterhin wie ein Damoklesschwert über den Märkten. Die Berichtssaison zum 3. Quartal verlief in der Summe allerdings überraschend positiv und bestätigt damit die immer noch robuste Konjunkturentwicklung.

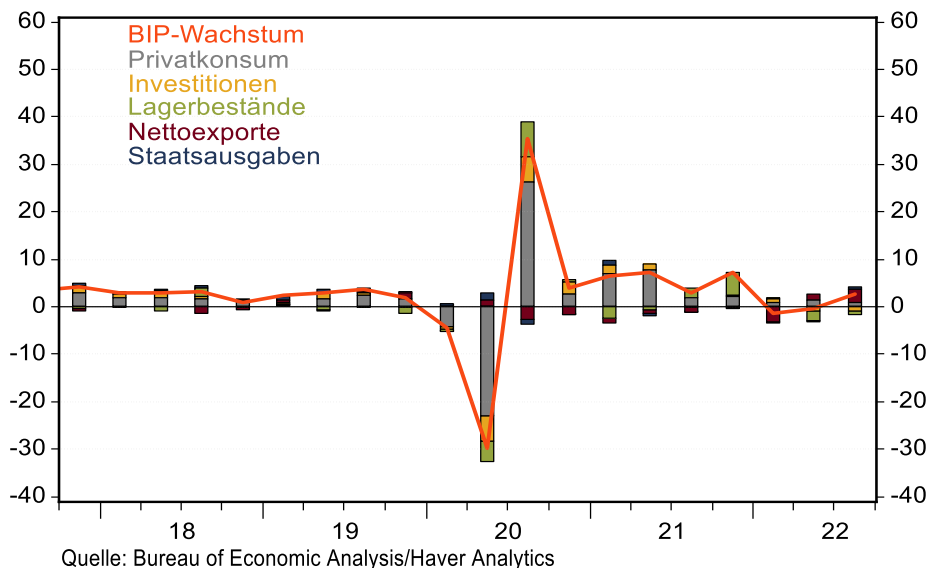
- Dr. Torsten Gruber
- Dr. Thorsten Proettel
- Bernhard Spitz

Konjunktur und Geldpolitik

Grundsätzlich ist es als sehr positiv zu beurteilen, wenn sich die Konjunktur robust entwickelt, soll heißen, wenn eine hohe Beschäftigungslage und etwas Wachstum trotz gewisser Störfaktoren möglich sind. In der aktuellen Situation ist die robuste Konjunktur in den USA jedoch zumindest eine Überraschung, denn die US-Notenbank versucht seit einigen Monaten mit aggressiven Leitzinserhöhungen und einem Liquiditätsentzug zur Dämpfung der Inflation die Entwicklung zu drosseln: Und obwohl viele Beobachter schon seit Monaten von dem Eintritt einer zukünftigen Rezession ausgehen und in ähnlichen Situationen früher immer von einer sich selbsterfüllenden Prophezeiung gesprochen wurde, wuchs die Wirtschaft zuletzt sogar spürbar. So stieg das Bruttoinlandsprodukt gemäß der Vorabschätzung im 3. Quartal um annualisiert 2,6 % an. Im 1. und 2. Quartal wurden dagegen Rückgänge von annualisiert 1,6 % beziehungsweise 0,6 % festgestellt

Die Wirtschaft wuchs zuletzt,...

USA: BIP-Quartalsveränderungsrate Wachstumsbeiträge in Prozentpunkten



Dieses Wachstum kam für die Märkte zwar nicht vollkommen überraschend. So wurde aufgrund der hohen Kapazitätsauslastung der Industrie und der immer noch soliden Einzelhandelsumsätze mit einem BIP-Anstieg im 3. Quartal um 2,4 % gerechnet. Aber vor dem Hintergrund der Rahmenbedingungen mit Hochinflation und teurer Energie, welche den Privathaushalten die Kaufkraft entzieht, fragen sich vermutlich nicht wenige Beobachter, wann „endlich“ die prognostizierte Rezession eintritt. Diese Einschätzung gilt nicht zuletzt für die Notenbank aufgrund der angesprochenen Inflationsproblematik.

...was durchaus eine Überraschung darstellt,...

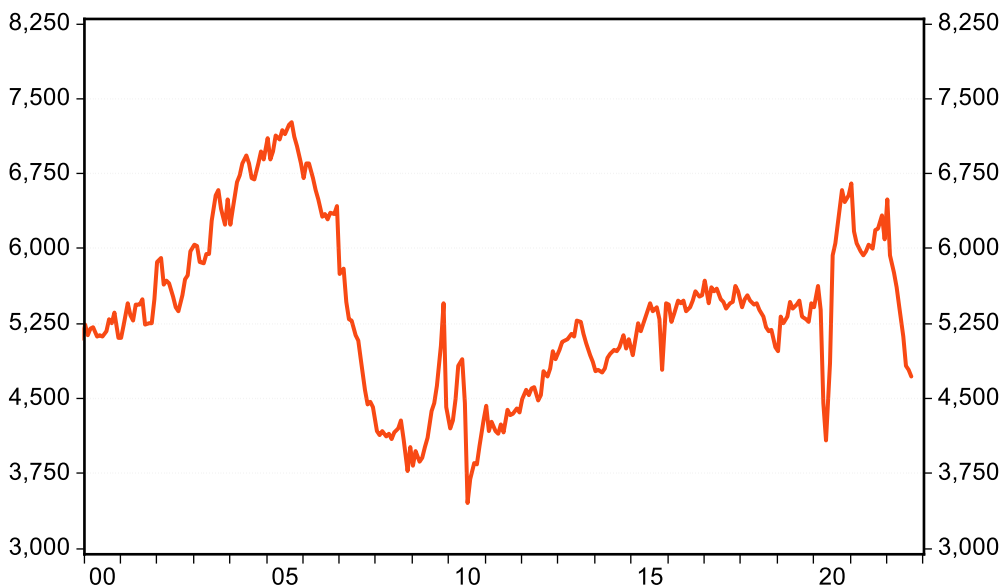
Kurz zusammengefasst gilt weiterhin das Bild, welches wir an dieser Stelle bereits im September gezeichnet haben: An verschiedenen Stellen der US-Wirtschaft machen sich bereits die Konsequenzen des harten geldpolitischen Bremsmanövers der US-Fed bemerkbar, aber in anderen Bereichen ist dies nur ansatzweise der Fall.

...doch Signale für einen Abschwung sind erkennbar.

Besonders deutlich spürbar ist die negative Tendenz wie von uns in den letzten Monaten immer wieder prognostiziert in der Immobilienwirtschaft. Die höheren Leitzinsen und Kapitalmarkttrenditen haben sich erwartungsgemäß in stark steigenden Hypothekenzinsen niedergeschlagen. So werden gemäß Angaben der Mortgage Bankers Association für Hypothekendarlehen mit 5-jähriger Laufzeit aktuell 5,79 % pro Jahr in Rechnung gestellt gegenüber nur 2,88 % vor einem Jahr. Und für 15 Jahre Laufzeit wurde die Schallmauer von 6,0 % Anfang Oktober durchbrochen (aktuell 6,37 %). Solche Darlehen kosteten vor zwölf Monaten nur 2,58 %.

Der Zinsanstieg belastet den Immobilienmarkt,...

USA: Wiederverkäufe Wohnimmobilien (in Tsd.)



Quelle: National Association of Realtors/Haver Analytics

Das Ergebnis ist ein Einbruch der Verkäufe von gebrauchten Wohnimmobilien von rund 6,1 Mio. Einheiten im Jahr 2021 auf zuletzt nur noch annualisiert 4,7 Mio. Einheiten (siehe Chart oben). Der Rutsch führte den Markt für gebrauchte Immobilien aus einer überhitzten Lage, die an die Spitzenzeiten der Subprime-Blase erinnerte, in tiefere Gefilde, die abgesehen von einem kurzen Einbruch im Corona-Frühjahr 2020 zuletzt vor zehn Jahre gestreift wurden.

...wie ein Rückgang der Immobilienumsätze,...

Ähnlich sieht es in anderen Bereichen des Immobilienmarktes aus. Die Neubauverkäufe sanken von 769.000 im letzten Jahr auf saisonbereinigt und annualisiert 603.000 im September. Am wenigsten litten noch die Baubeginne, die von 1,6 Mio. auf zuletzt annualisiert 1,439 Mio. fielen. Dennoch hinterlässt der Rückgang der Immobilienkonjunktur bereits Spuren in der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage. Der Terminkontrakt für Bauholz, der aufgrund hoher Nachfrage im Sommer 2021 kurzfristig die Marke von 1.700 US-Dollar erreichte, stürzte nach einem zwischenzeitlichen Wiederanstieg auf 1.400 US-Dollar in diesem Frühjahr auf mittlerweile rund 450 US-Dollar ab und bewegt sich nun wieder ungefähr auf dem Niveau, welches vor der Corona-Krise vorherrschend war.

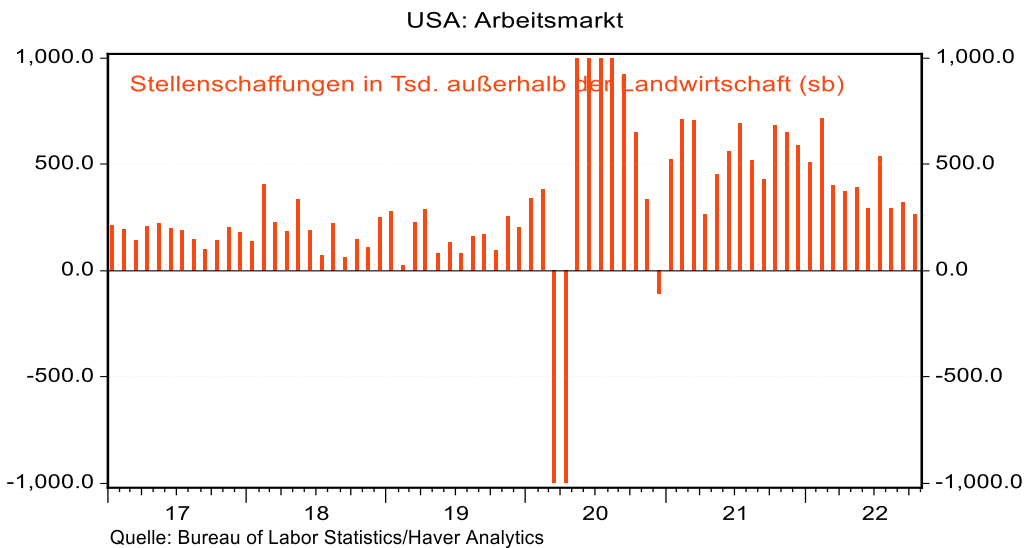
...und das Absinken der Materialpreise zeigen.

Relativ robust entwickelt sich dagegen noch der Arbeitsmarkt. Zwar stieg die Arbeitslosenquote nach einem Rückgang von 3,7 % im August auf 3,5 % im September wieder auf 3,7 % im Oktober an. Viel wichtiger als dieser auf einer Telefonumfrage basierende Wert ist die Anzahl der neu besetzten Arbeitsplätze.

Der Arbeitsmarkt zeigt sich weiterhin robust.

Außerhalb der Agrarwirtschaft wurden im Oktober 261.000 neue Stellen geschaffen. Dies ist einerseits der niedrigste Wert seit Dezember 2020 (siehe Grafik), was auf eine gewisse Wirkung der bisherigen Leitzinserhöhungen schließen lässt. Aber auf der anderen Seite hat sich die Nachfrage der Arbeitgeber nach neuen Arbeitskräften offenbar noch immer nicht so stark abgekühlt, dass dies mit einer deutlich sinkenden Inflationsrate einhergehen würde. Gemäß verschiedener Schätzungen würden rund 35.000 bis 70.000 neue Stellen pro Monat ausreichen, um die wachsende Bevölkerung der USA auf dem Arbeitsmarkt zu absorbieren.

Der Stellenaufbau ist immer noch überdurchschnittlich.



Das gemischte Bild der gegenwärtigen Konjunkturlage spiegelt sich auch in den Einkaufsmanagerindizes wider. Der Rückgang dieser Zeitreihen setzte sich in den letzten beiden Monaten im Großen und Ganzen fort. Gemessen an der Umfrage des Institute for Supply Management fiel die Stimmung im verarbeitenden Gewerbe auf 50,2 Punkte und damit knapp über die Expansionsschwelle. Im Dienstleistungsbereich ging es auf 54,4 Punkte nach unten (siehe Grafik).

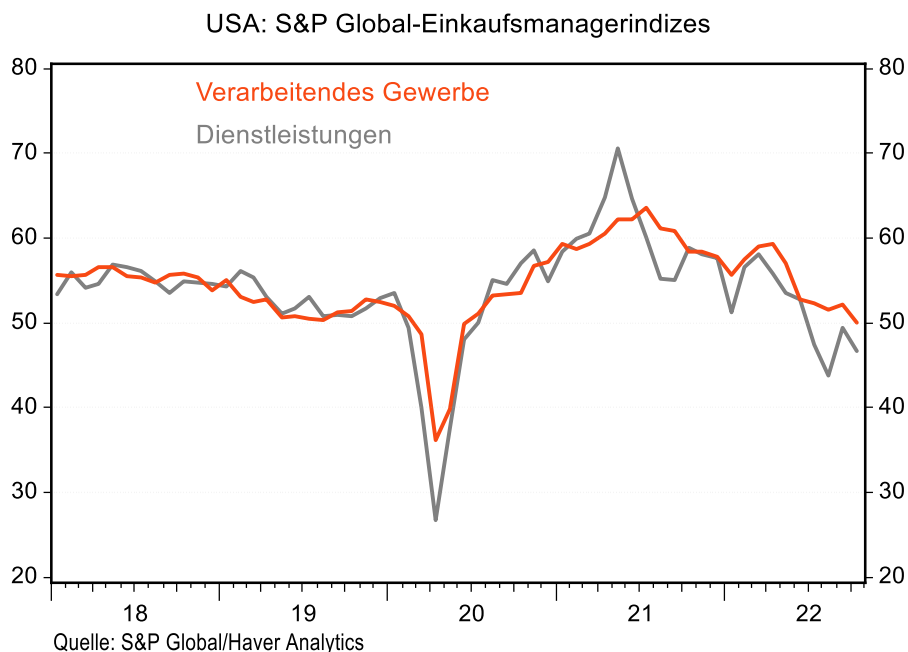
Die rückläufigen Einkaufsmanagerindizes befinden sich knapp oberhalb der Expansionsschwelle,...

USA: Stimmung im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungsbereich



Orientiert man sich dagegen an den Einkaufsmanagerindizes von S&P Global, dann sorgte der rückläufige Trend bereits für ein Unterschreiten der 50-Punkte-Marke, die gemäß einer groben Daumenregel eine wirtschaftliche Expansion von einer Kontraktion scheidet. Der Index für das verarbeitende Gewerbe sank im Oktober auf 49,9 Punkte und damit auf den tiefsten Stand seit Sommer 2020. Und sein Pendant für den Dienstleistungssektor steht nach einer vorübergehenden Erholung im September aktuell bei 46,6 Punkten (siehe Grafik).

...beziehungsweise bereits darunter.



Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass die Konjunktur in den USA erstaunlich robust ist, aber dass die Anzeichen für eine deutliche Abschwächung zunehmen und immer deutlicher werden. Zweitens dürfte der stabile Arbeitsmarkt auch das Ergebnis eines Sonderfaktors sein, nämlich der demographischen Veränderung durch das Ausscheiden der Babyboomer aus dem Arbeitsmarkt und das Nachrücken etwas schmälerer Kohorten. Für die Notenbank bedeutet der somit strukturell deutlich angespannte Arbeitsmarkt, dass sie stärker auf die geldpolitische Bremse treten muss als in vergangenen Zyklen.

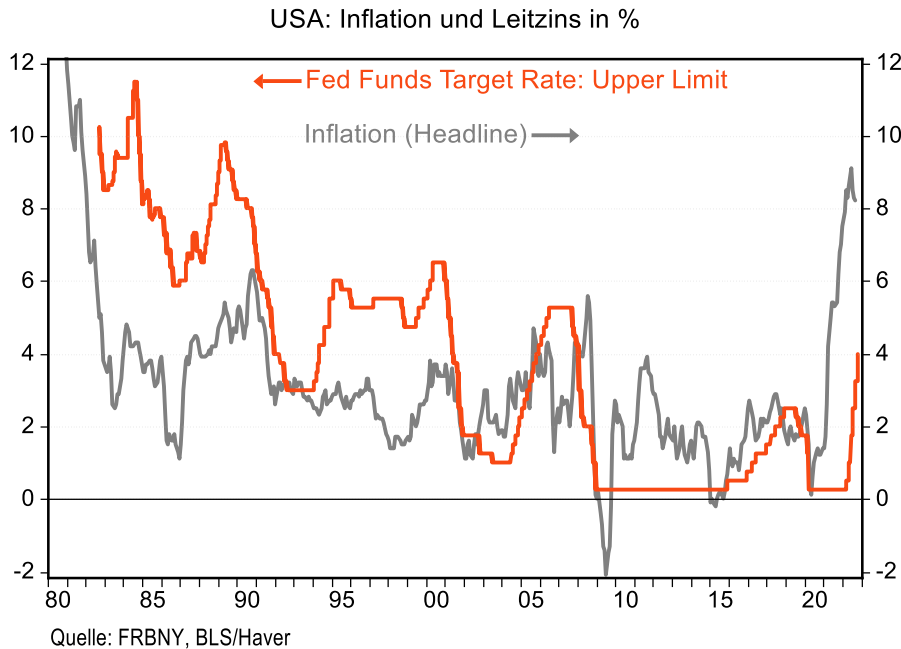
Die US-Notenbank Federal Reserve System erhöhte ihren Leitzins auf den letzten vier Sitzungen des Offenmarktausschusses jeweils um 75 Basispunkte, womit das Zielband für den Geldmarktsatz nun bei 3,75 % bis 4,00 % steht. Es handelt sich um die kräftigsten Zinserhöhungen seit mehr als 40 Jahren. Das aggressive Vorgehen ist bekanntlich eine Reaktion auf den starken Anstieg der Inflation, dem die Notenbank im Jahr 2021 zunächst untätig gegenüberstand. Insofern handelt es sich um ein Nachholen damals versäumter Zinserhöhungen, die von offizieller Seite teilweise beschönigend als ein Frontloading, also ein zeitliches Vorziehen, bezeichnet werden.

Die jüngste Leitzinserhöhung fiel noch einmal kräftig aus,...

Unabhängig hiervon kündigte Fed-Chef Jerome Powell bereits in diesem Sommer eine Entschleunigung der schnellen Leitzinserhöhungen an, und auf der jüngsten Sitzung vor ein paar Tagen wurde er erwartungsgemäß konkreter: Demnach wird entweder schon auf der nächsten Sitzung des Offenmarktausschusses am 14.

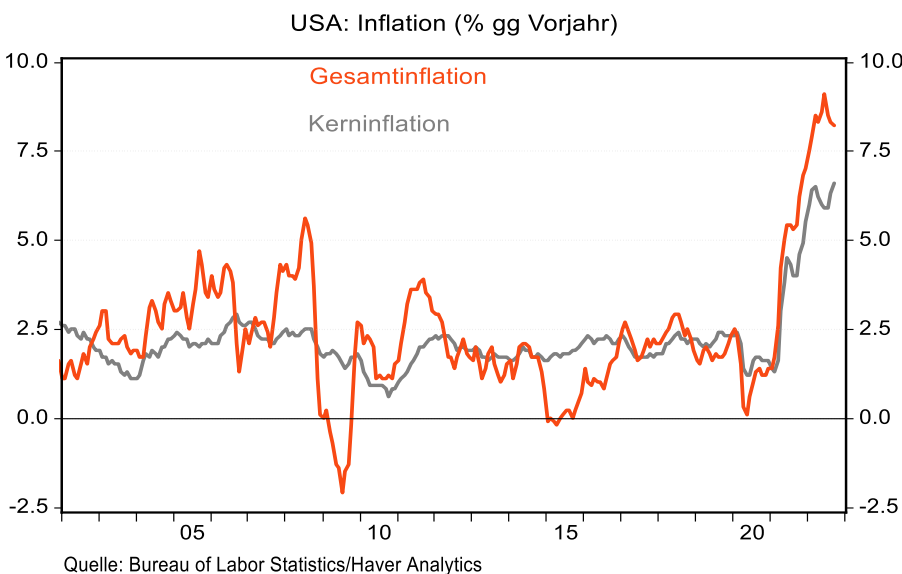
...doch die Jumbo-Zinsschritte könnten bald enden.

Dezember oder aber auf der übernächsten am 1. Februar 2023 über einen Schwenk zu niedrigeren Zinserhöhungen um „nur“ noch 50 Basispunkte diskutiert werden. Entscheidend hierfür dürfte die Inflationsentwicklung sein.



Am morgigen Donnerstag wird der Inflationswert für Oktober veröffentlicht werden, und am Markt wird von einem Rückgang von 8,2 % auf 7,9 % ausgegangen, wobei eine solche Bewegung vor allem das Ergebnis eines statistischen Basiseffektes wäre. Im Oktober 2021 erreichte die monatliche Verteuerung des Warenkorbes mit 0,9 % ihren Höchstwert des vergangenen Jahres. Jeder geringere Wert für Oktober 2022 führt deshalb automatisch zu einem Absinken der aktuellen Jahresrate. Tatsächlich geht der Marktkonsens aber von einer erneuten Beschleunigung der Inflationsentwicklung von +0,4 % im Monatsvergleich im September auf +0,6 % im Oktober aus. Eine rückläufige Jahresrate hat vor diesem Hintergrund nur eine begrenzte Aussagekraft.

Vieles hängt von der Inflationsentwicklung ab.



Hinzu kommt ein Anstieg der Kerninflationsrate in den vergangenen beiden Monaten (siehe Chart vorige Seite). Im Juni und Juli stand die Kernrate ohne die Preise für Energie und Lebensmittel noch bei 5,9 %, doch im August erfolgte ein Wiederanstieg auf 6,3 % und im September ein neuer mehrjähriger Höchststand von 6,6 %. Aus Sicht der Notenbank ist dies ein Warnsignal! Die Geldentwertung zeigt damit noch keine greifbaren Anzeichen ihrer Eindämmung.

Die Kerninflation stieg zuletzt,...

Vor diesem Hintergrund sprach Fed-Chef Powell auf der Pressekonferenz nach der jüngsten Sitzung eine wichtige Neuerung für den zukünftigen geldpolitischen Pfad aus: Die Leitzinsen müssen noch weiter anstiegen, als die Mitglieder des Offenmarktausschusses bislang geglaubt haben, und die Zinsen werden sich auch voraussichtlich längere Zeit auf diesem höheren Niveau bewegen. In Anlehnung an den noch vor kurzer Zeit von den Notenbanken propagierten Slogan „lower for longer“ (niedriger für länger) lässt sich deshalb neuerdings vom Mantra „higher for longer“ (höher für länger) sprechen.

...was die Notenbank zum Nachlegen bewog.

Am Markt fand daraufhin sofort eine Anpassung der Erwartungen für die sogenannte Terminal Rate statt, also dem höchsten angenommenen Leitzins im gegenwärtigen Zyklus: Bis zu 5,3 % wurden erwartet (aktuell 5,1 %), während vor der Notenbanksitzung noch ein Wert von etwa 4,8 % angenommen wurde. Dies bedeutet übersetzt die Erwartung von mindestens einer zusätzlichen Leitzinsanhebung um etwa 25 Basispunkte, so dass vom gegenwärtigen Zeitpunkt aus noch insgesamt weitere Leitzinsanhebungen um ungefähr 100 bis 125 Basispunkte realistisch sind. Denkbar wären Zinsschritte um jeweils 50 Basispunkte im Dezember und Februar sowie gegebenenfalls ein weiterer um 25 Basispunkte und dann eine ab dem Frühjahr 2023 einsetzende Leitzinserhöhungspause, um zunächst abzuwarten, wie sich Konjunktur und Inflation entwickeln werden.

Aktuell wird ein Anstieg des Leitzinses um 100 bis 125 Basispunkte erwartet.

Die US-Notenbank sieht sich mit ihrem aggressiven geldpolitischen Straffungskurs grundsätzlich auf dem richtigen Weg, um das von ihr glaubwürdig vertretene Vorhaben einer Rückführung der Inflation auf das Zielniveau von 2 % zu erreichen. Aufgrund der Wirkungsverzögerung der bereits erfolgten Leitzinserhöhungen und zur Vermeidung einer Überreaktion beginnt allerdings demnächst die bereits seit Monaten angekündigte Phase mit allmählich kleiner werdenden Zinsschritten. Vermutlich weiß der Offenmarktausschuss als Entscheidungsgremium selbst noch nicht, ob Mitte Dezember eine Anhebung um nur 50 Basispunkte erfolgen wird oder noch einmal ein sogenannter Jumboschritt um 75 Basispunkte. Dies dürfte von den Inflationsdaten morgen und Anfang Dezember sowie von anderen Konjunkturdaten abhängen. Allerdings hat Powell die Märkte noch einmal überrascht, als er einen voraussichtlich längeren Anstieg der Zinsen und eine längere Beibehaltung des Zinsniveaus ankündigte. Damit dürfte die Serie einer immer restriktiver werdenden Geldpolitik aber allmählich auslaufen.

Rentenmarkt

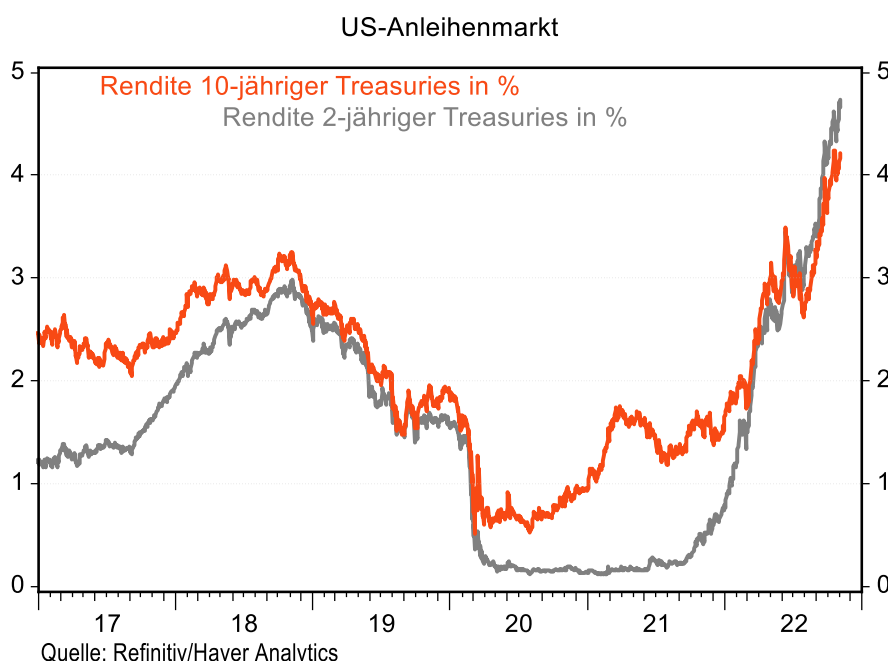
Die Veröffentlichung der US-Inflationsdaten für September vor knapp einem Monat sorgte für eine Überraschung an den Märkten und gleichzeitig für den bislang höchsten Stand der Renditen langlaufender Treasuries in diesem Jahr. Was war passiert? Wie im Abschnitt über die Geldpolitik erläutert, nahm die

Der Renditeanstieg setzte sich zuletzt fort,...

Inflationsdynamik auf Monatsbasis zu, und die Kernrate der Inflation ohne Energie und Lebensmittel erreichte einen neuen Mehrjahreshöchstand. Deshalb gab es auch keine Erleichterung über den Rückgang der Jahresrate von 8,3 % auf 8,2 %. Vielmehr schlug negativ zu Buche, dass der Marktkonsens eigentlich mit einem noch deutlicheren Absinken auf 8,1 % gerechnet hatte.

Als Reaktion hielten die Kursverluste am Rentenmarkt mehrere Tage in Folge an, und am 21. Oktober wurde mit einer Rendite von 4,33 % im Fall von Treasuries mit 10-jähriger Restlaufzeit der bislang höchste Stand des Jahres erreicht. Eine kurze Gegenbewegung mit einem Absinken unter die 4-%-Marke Ende Oktober war zumindest aus aktueller Sicht nicht nachhaltig, denn momentan steht die Rendite mit 4,14 % nur wenig unterhalb des Höchststandes. Erwähnenswert ist, dass damit auch der höchste Renditestand seit 2007 erreicht wurde.

...und es wurden neue Mehrjahreshöchstände erreicht.



Die Rendite 2-jähriger Papiere stieg natürlich auch an, und sie erreichte erst kürzlich vor dem Hintergrund der oben erläuterten Ergebnisse der jüngsten Notenbanksitzung bei knapp 4,8 % ihr bisheriges Jahres- beziehungsweise Mehrjahreshoch. Die Zinsstrukturkurve ist gemessen an der Rendite 2-jähriger und 10-jähriger Papiere somit weiterhin stark invers. Die Inversität beträgt gut einen halben Prozentpunkt. Wie bereits mehrfach in den letzten Monaten im Kapitalmarktbericht USA erläutert, ist dies nach den Mustern der Vergangenheit ein klares Indiz für eine bevorstehende Rezession in den USA.

Die Zinsstruktur ist stark invers.

Wie werden sich die Renditen in den vor uns liegenden Monaten entwickeln? Eine Rezession und allmählich nachlassende Inflationsraten sollten sich grundsätzlich renditedrückend auswirken. Typischerweise nimmt bei einem Abschwung die Flucht in „sichere Häfen“ wie dem Staatsanleihenmarkt zu. Auf der anderen Seite stieg die Rendite von Treasuries mit 10-jähriger Restlaufzeit während der Zinserhöhungszyklen der letzten 25 Jahre ausnahmslos mindestens auf das Niveau der Leitzinsen oder sogar darüber hinaus. Gemessen an den begründeten Erwartungen des Marktes über die sogenannte Terminal Rate in Höhe von mehr als 5 % könnte der Kursverfall also noch eine Weile anhalten. Nicht einfacher wird

Die Einflüsse auf den Rentenmarkt sind widersprüchlich,...

die Beurteilung allerdings durch den Umstand, dass die Renditen zumindest zu Beginn des Jahrtausends und auch 2018 zeitlich bereits vor dem Ende des Zinserhöhungszyklus ihren Zenit erklommen. Nachdem sich damals am Markt die Ansicht über einen bevorstehenden „Pivot“, also eine Wende der Notenbankpolitik etablierte, drehten auch die Renditen gen Süden und nahmen die Entwicklung vorweg. Ähnliches könnte sich demnächst wieder ereignen, aber angesichts der hartnäckigen Inflationsentwicklung, die selbst die Fed-Offiziellen überraschte, ist es vermutlich noch ein kleines Stück bis dahin.

...und ein weiterer Renditeanstieg kann nicht ausgeschlossen werden.

Die robuste Konjunktur in den USA und die auch deshalb weiterhin hohe Inflationsrate veranlassten die Notenbank in den letzten Monaten dazu, mit der Aussicht auf weitere Leitzinserhöhungen „nachzulegen“. Dies beeinflusste auch die Bewegung der Renditen, die weiter anstiegen. Während noch vor wenigen Wochen ein Leitzinszenit bei 3,6 % erwartet wurde, stieg dieser Wert vor ein paar Tagen auf 4,8 % an und nach der Notenbanksitzung Anfang November sogar auf aktuell 5,1 %. Vor dem Hintergrund dieser geänderten Rahmenbedingungen ist deshalb auch ein weiterer, leichter Renditeanstieg in den verbleibenden Wochen des alten Jahres nicht unwahrscheinlich. Perspektivisch rückt ein Ende des Kursverfalls an den Rentenmärkten mit dem befürchteten Eintreten einer Rezession im kommenden Jahr in den USA aber immer näher.

Aktienmarkt

Der Markt mit der spannendsten Entwicklung in den vergangenen zwei Monaten war vermutlich der Aktienmarkt. Während sich das Kursgeschehen bei den Rentenpapieren wie oben gezeigt relativ gut anhand der konjunkturellen Fundamentaldaten und der hierauf aufbauenden Notenbankpolitik nachzeichnen lässt, versagt dieser Ansatz im Fall von Aktien. Zudem wäre gemessen an der verbalen Einstimmung der Federal Reserve auf bislang nicht erwartete weitere Leitzinserhöhungen zum gegenwärtigen Zeitpunkt eigentlich ein Rückgang der Kurse zu erwarten gewesen. Hierfür spräche auch der oben skizzierte Renditeanstieg. Stattdessen haben sich die Leitindizes der Wall Street wieder ein ganzes Stück von ihren bisherigen Tiefständen gelöst.

Der Aktienmarkt entwickelte sich überraschend gut,...

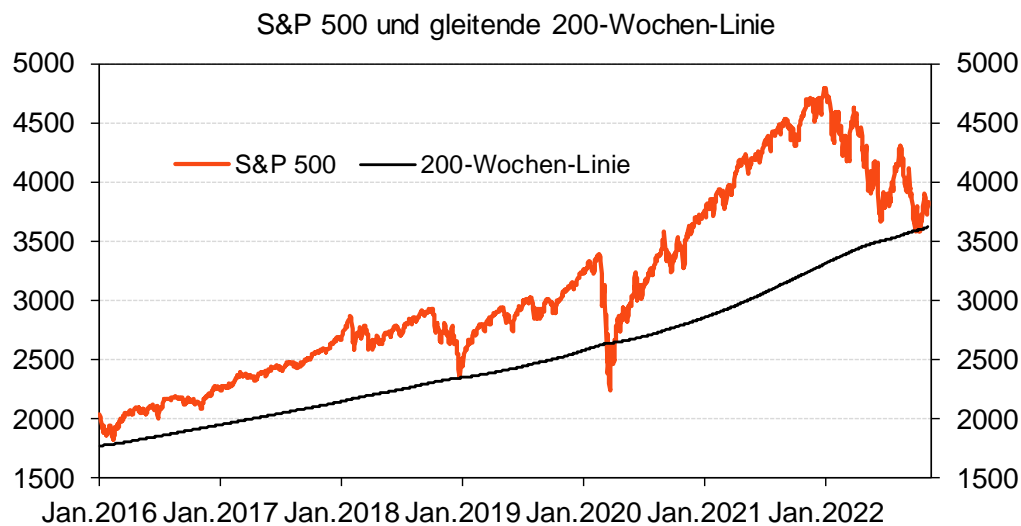
Doch der Reihe nach: Zunächst sorgte der schwächer als erwartet ausgefallene Rückgang der Inflation im September im Zuge der Veröffentlichung vor knapp einem Monat für einen deutlichen Intraday-Rückgang an der Börse. Der S&P 500 durchbrach am 13. Oktober kurzfristig die Marke von 3.500 Punkten nach unten, was gewissermaßen eine Vorwegnahme einer weiterhin straffen Geldpolitik darstellt. Anschließend erholten sich die Aktienkurse jedoch wie von Geisterhand, und gut vier Wochen später steht der S&P 500 bei 3.830 Punkten.

...obwohl die Inflation zunächst für einen Einbruch sorgte.

Verantwortlich für diese Entwicklung dürfte erstens der Einfluss der Charttechnik gewesen sein. Bei etwa 3.500 Punkten verlief eine kleine horizontale Unterstützung und außerdem markiert dieser Wert ungefähr die Hälfte des Anstiegs vom Corona-Tief im März 2020 bis zum Allzeithoch Anfang Januar 2022. Nachdem die Marke kurz nach Veröffentlichung der Inflationszahlen erreicht war, fanden Berichten zufolge automatische Glattstellungen von zuvor bestehenden Short-Positionen statt, was aus Marktsicht einer zusätzlichen Aktiennachfrage entspricht. Drittens markiert der Stand von knapp 3.600 Punkten ungefähr den Verlauf des sonst nur

Zuletzt waren charttechnische Marken relevant,...

selten beachteten gleitenden 200-Wochen-Durchschnittes (siehe Chart unten). Der Wiederanstieg der Kurse bestätigte damit aus charttechnischer Sicht die Funktion dieser Linie als Unterstützung. In der Vergangenheit, beispielsweise Ende 2018, hatte sich das Erreichen dieser Linie und das folgende Abprallen als nachhaltige Trendwende bewährt. Mit dieser für die Aktienmärkte positiven Sicht auf die Dinge ging es dann in den vergangenen Wochen aufwärts, wie in der nachfolgenden Grafik am rechten Bildrand erkennbar ist.



Quelle: Haver Analytics, eigene Darstellung

Hierzu sind aber noch mindestens zwei weitere Erklärungen anzufügen. Zum einen wurde an der Börse die Botschaft der Notenbank über demnächst kleinere Leitzinsschritte selektiv positiv aufgenommen. Die Nachricht über einen im Endstand höheren und länger dort verweilenden Leitzins belastete die Aktienkurse dagegen nur vorübergehend.

...außerdem freuen sich die Märkte über kleiner Zinsschritte,...

Zweitens fiel die fast abgeschlossene Berichtssaison der Unternehmen zum 3. Quartal in der Summe recht positiv aus. Zum gegenwärtigen Zeitpunkt haben 452 von 500 Unternehmen ihre Zahlen bereits vorgelegt. Hiervon meldeten 77 % einen Umsatzanstieg und nur 19 % einen Rückgang. In der Summe stiegen die nominalen Umsätze um 11,8 % und damit stärker als die Inflation. Auch die Gewinne legten zu, wenngleich sich die Zahlen in diesem eigentlich wichtigeren Feld nicht ganz so gut präsentieren. Demnach konnten 59 % der Unternehmen einen Gewinnanstieg verbuchen, während 38 % einen Gewinnrückgang meldeten. In der Summe über alle Unternehmen, die bisher Quartalsberichte vorlegten, entspricht dies einem Anstieg um 3,8 %. Ein Inflationsausgleich wurde hier also nicht erreicht, doch die Anleger scheinen mit einer nominalen Erhöhung zufrieden zu sein. Erwähnenswert ist, dass der Energiesektor die größten Gewinnanstiege zu verzeichnen hat (+149 %), während der restliche Rohstoffsektor mit Verlusten (-17 %) enttäuscht. Deutlich auf der Verliererseite steht auch die Kommunikationsbranche (-21 %) und der Finanzbereich (-16 %). Nichtsdestotrotz lässt sich mit dem insgesamt noch zu beobachtenden Anstieg von Umsätzen und Gewinnen der Bogen thematisch wieder zum Beginn des vorliegenden Kapitalmarktberichtes spannen. Wie ausgeführt entwickelt sich die US-Konjunktur robuster als im Sommer gedacht, und dies spiegelt sich eben auch in den Unternehmenszahlen wider. Zudem verstehen es die Firmen derzeit hervorragend, ihre höheren Produktionspreise an die Kunden weiterzugeben und dabei sogar noch die eigene Marge auszubauen. Die

...und die Ergebnisse der Berichtssaison stießen auf Wohlwollen,...

Bruttomargen des Nicht-Finanzsektors befinden sich in den USA mit rund 15 % aktuell auf einem 70-Jahres-Höchststand.

Dennoch lässt sich über die Aktienmärkte sagen, dass die Marktteilnehmer zum gegenwärtigen Zeitpunkt beschlossen zu haben scheinen, das sprichwörtliche Glas lieber als halbvoll denn als halbleer zu betrachten. Als Grund für steigende Kurse müssen sonst nur selten beachtete charttechnische Haltemarken, die Hoffnung auf kleinere Zinsschritte und ein optischer Anstieg der Unternehmensgewinne erhalten. Mit anderen Worten kann auch der Durchbruch der „animal spirits“ konstatiert werden. Steigende Aktienkurse sind eben der Normalfall an der Börse, und da keine wirklich wichtigen Gründe unmittelbar dagegen sprechen, nimmt das Kaufinteresse wieder zu. Die institutionellen Anleger sind zwar weiterhin untergewichtet und die hohe Kassequote gemäß diverser Umfragen spricht für eine sehr ängstliche Haltung. Die vielen seit dem Corona-Frühjahr 2020 am Aktienmarkt aktiven Privatanleger haben allerdings bislang noch nicht kapituliert, und wenn sie die Kurse steigen lassen, dann müssen die Institutionellen irgendwann nachziehen.

Diese Gemengelage könnte also durchaus noch eine Weile anhalten, möglicherweise sogar über den Jahreswechsel hinaus. Das passende Narrativ hierfür wäre dann die „Jahresendrallye“, die sich angesichts des schlechten Aktienjahres 2022 gut als normale Gegenbewegung erklären ließe. Insofern ist es nicht ausgeschlossen, dass der Markt die tiefsten Stände des Jahres bereits vor rund einem Monat gesehen hat.

Diese müssen jedoch nicht gleichbedeutend mit den tiefsten Ständen im laufenden Konjunkturabschwung sein. Wie bereits in diesem Bericht und auch in früheren Ausgaben ausführlich beschrieben, deutet vieles auf eine Rezession im kommenden Jahr hin. Die Unternehmenszahlen werden also in den kommenden Quartalen möglicherweise nicht mehr so positiv ausfallen wie zuletzt.

Am Aktienmarkt dominierte zumindest in den letzten Wochen überwiegend gute Laune. Dieser Trend kann noch einige Zeit anhalten, wenn nicht die bald zur Veröffentlichung anstehenden Inflationszahlen negativ überraschen. Aus volkswirtschaftlicher Sicht kann allerdings noch keine Entwarnung gegeben werden, da sich die Wirtschaft im Abschwung befindet. Selbst Notenbank-Chef Powell äußerte auf der jüngsten Pressekonferenz der Fed, dass die Wahrscheinlichkeit für ein „Soft Landing“ der Konjunktur aufgrund der hartnäckigen Inflation nochmals kleiner geworden ist. Und eine bevorstehende Rezession ist in der Regel nicht das Umfeld für steigende Aktienkurse.

...was den „Animal Spirits“ zum Durchbruch verhalf.

Eine Jahresendrallye scheint möglich,...

...auch wenn sich eine bevorstehende Rezession negativ bemerkbar machen dürfte.

Prognoseübersicht

G3 (+UK) Konjunkturindikatoren und Wechselkurse

	Reales BIP Wachstum (%)					Inflation (CPI) ¹					Arbeitslosenquote (%) ¹				
	2019	2020	2021	2022e	2023e	2019	2020	2021	2022e	2023e	2019	2020	2021	2022e	2023e
EWU	1,4	-6,5	5,3	3,3	-0,7	1,2	0,3	2,6	7,5	6,0	7,6	8,0	7,7	6,7	7,0
- DE	1,1	-4,1	2,6	1,8	-1,7	1,4	0,5	3,1	8,2	7,0	5,0	5,9	5,7	5,3	5,7
UK	1,4	-9,7	7,4	1,0	-0,5	1,8	0,9	2,6	7,0	6,5	3,8	4,5	4,6	4,0	4,8
USA	2,3	-3,4	5,7	2,5	0,3	1,8	1,2	4,7	8,0	4,5	3,7	8,1	5,4	3,8	4,3
Japan	0,0	-4,7	1,7	1,6	1,0	0,5	0,0	-0,2	2,4	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	2022e	2023e
EWU	2,3	1,9	2,5	1,0	1,4	-0,6	-7,2	-7,7	-3,4	-2,4	1,12	1,22	1,14	1,08	1,13
- DE	7,6	7,0	7,4	4,2	5,2	1,5	-4,3	-6,8	-1,8	-0,4	-	-	-	-	-
UK	-2,7	-2,5	-2,6	-4,8	-4,3	-2,3	-12,5	-11,9	-5,6	-3,6	1,30	1,37	1,35	1,24	1,28
USA	-2,1	-3,0	-3,7	-3,7	-3,1	-5,7	-14,9	-10,8	-6,9	-5,7	-	-	-	-	-
Japan	3,4	2,9	2,9	1,4	2,2	-3,1	-10,3	-9,0	-3,9	-2,1	110	103	115	145	140

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	2022e	2023e	2019	2020	2021	2022e	2023e
EWU	0,0	0,0	0,0	2,5	3,5	-0,19	-0,26	-0,18	2,25	1,75
UK	0,75	0,1	0,25	3,5	4,0	0,82	0,20	0,97	3,5	3,0
USA	1,5-1,75	0,0-0,25	0,0-0,25	4,25-4,5	4,75-5,0	1,92	0,91	1,51	4,3	3,5
Japan	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,04	0,07	0,25	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

	Q2 20	Q3 20	Q4 20	Q1 21	Q2 21	Q3 21	Q4 21	Q1 22	Q2 22	Q3 22	31.10.
CRB-Index**	138,0	148,5	167,8	185,0	213,4	228,9	232,4	295,2	291,1	268,3	274,1
Ölpreis (Brent)*	41,2	41,0	51,8	63,5	75,1	78,5	77,8	107,9	114,8	88,0	94,8

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.