

Kapitalmarktbericht USA

Nr. 6: Nach heißem Sommer herbstliche Konjunktorentwicklung erwartet.



Konjunktur und Geldpolitik: In den Sommermonaten erlebten die USA ein außergewöhnlich starkes Wirtschaftswachstum, doch die Konjunkturindikatoren deuten auf eine Abschwächung in den kommenden Monaten hin. Die US-Notenbank spielt derzeit auf Zeit und hofft, dass das gegenwärtige Leitzinsniveau ausreicht, um die Inflation nachhaltig einzudämmen, aber gleichzeitig nicht überzogen ist, damit es nicht zu einer Rezession kommt. Weitere Leitzinserhöhungen sind nach derzeitigem Stand jedenfalls wenig wahrscheinlich.

Rentenmarkt: Bis in den Oktober hinein fand ein beschleunigter Renditeanstieg statt, für den eine fundamentale Begründung schwerfällt. Die Aussicht auf einen Verzicht auf weitere Leitzinserhöhungen durch die Notenbank korrigierte diese Entwicklung ab Anfang November wieder. Der Markt preist allerdings noch immer zukünftige Leitzinssenkungen zeitlich zu früh ein.

Aktienmarkt: Die Entwicklung der großen Indizes wurde in den letzten Wochen nahezu ausschließlich von der volatilen Bewegung der Anleiherenditen getrieben. Die bislang überwiegend recht positiven Unternehmenszahlen zum 3. Quartal wurden vom Markt recht verhalten aufgenommen, worin möglicherweise Unbehagen angesichts der negativen Konjunkturindikatoren und der Anlagealternativen am Rentenmarkt zu Ausdruck kommt. Statistisch betrachtet ist jedoch eine Jahresendrallye nicht unwahrscheinlich.

9. November 2023

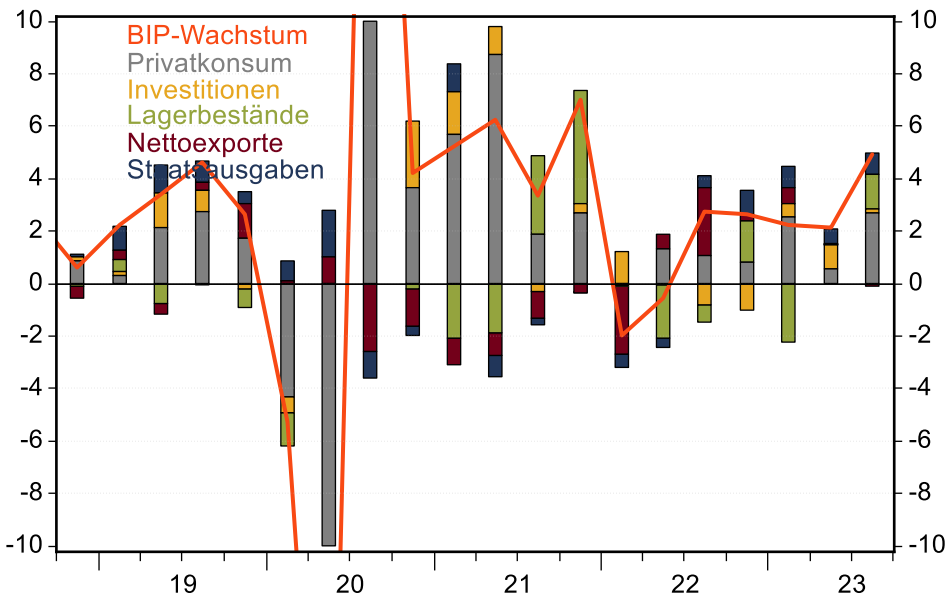
- Dr. Torsten Gruber
- Dr. Thorsten Proettel
- Bernhard Spitz

Konjunktur und Geldpolitik

Unser Eindruck einer herausragend positiven Entwicklung der US-Konjunktur über die Sommermonate wurde jüngst durch die Vorausschätzung für das BIP-Wachstum im 3. Quartal bestätigt. Demnach wuchs die Wirtschaft von Juli bis September um annualisiert 4,9 % nach 2,1 % im 2. Quartal. Lässt man die ungewöhnlichen BIP-Schwankungen der Corona-Zeit außen vor, dann handelte es sich dabei um das stärkste Quartalswachstum seit 2014. Damals wurden im 2. und 3. Quartal mit 5,3 % beziehungsweise 5,0 % die höchsten Werte in dem langen Zeitraum zwischen der Lehman-Krise 2008 und dem Corona-Einbruch 2020 erreicht. Der Sommer 2023 ist vor diesem Hintergrund, aber auch insbesondere angesichts der starken Leitzinserhöhungen 2022/23, die eigentlich das Wachstum abbremsen sollten, ungewöhnlich.

Die US-Wirtschaft wuchs im 3. Quartal um annualisiert 4,9 %,...

USA: BIP-Quartalsveränderungsrate Wachstumsbeiträge in Prozentpunkten



Quelle: Bureau of Economic Analysis/Haver Analytics

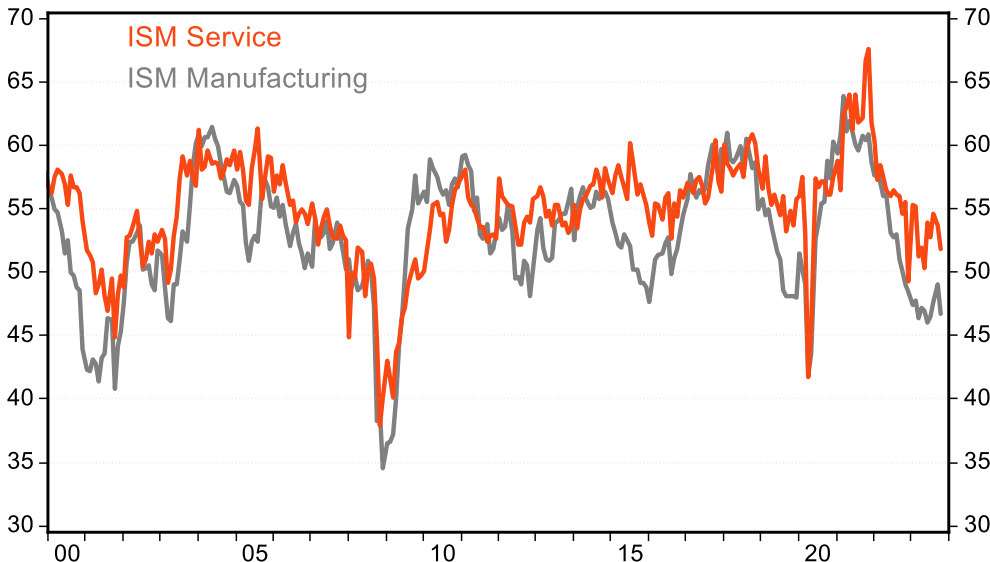
Getragen wurde das Wirtschaftswachstum von fast allen Komponenten der BIP-Berechnung außer dem Außenhandel, der zwar in beide Richtungen zulegte, aber per Saldo fast neutral war. Der Konsum der Privathaushalte beschleunigte dagegen ausgehend von einem Plus um annualisiert 0,8 % im 2. Quartal auf einen Wert von 4,0 % und trug somit 2,7 Prozentpunkte zum Quartalswachstum bei. Die Staatsausgaben legten ebenfalls zu. Sie wuchsen um annualisiert 4,6 % nach 3,3 % im 2. Quartal und lieferten damit immerhin einen positiven Beitrag von 0,8 Prozentpunkten zur BIP-Wachstumsrate. Den stärksten Zuwachs erzielten allerdings die privaten Investitionen, die sich vor Abschreibungen um 8,4 % erhöhten. In dieser Zahl dürften sich zum Teil die Regierungsprogramme der letzten Jahre widerspiegeln, die beispielsweise auf den Aufbau einer eigenständigen Chip-Industrie hinwirken und internationale Unternehmen zum Investieren in den USA bewegen sollen. Da die Investitionen traditionell allerdings nur einen kleineren Teil der gesamtwirtschaftlichen Güternachfrage ausmachen, blieb ihr Ergebnisbeitrag zur BIP-Rate im 3. Quartal mit knapp 0,2 Prozentpunkten überschaubar.

...wobei alle Bereiche abgesehen vom Außenhandel positive Beiträge lieferten.

Zur Vervollständigung sei erwähnt, dass der Aufbau von Lagerbeständen einen Beitrag von 1,3 Prozentpunkten zur annualisierten Quartalsrate lieferte. Da diese Komponente nie dauerhaft positiv oder negativ bleibt, sondern auf einen Lageraufbau in der Regel zeitnah wieder ein Lagerabbau folgt, besteht hiermit ein Aspekt, der sich in Zukunft bremsend auf das BIP-Wachstum auswirken dürfte.

Der Lageraufbau ist eher negativ zu werten,...

USA: Stimmung im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungsbereich



Quelle: Institute for Supply Management/Haver Analytics

Hinweise auf ein gewisses Abbremsen der Konjunktur gab es in den letzten zwei Monaten genug. Beispielsweise befindet sich der Einkaufsmanagerindex des Institute for Supply Management (ISM) im Oktober bei 46,7 Punkten und damit auf einem niedrigen Niveau, das in der Vergangenheit mehrmals Rezessionen ankündigte (zuletzt 2001, 2008 und 2020) oder zumindest internationale Wachstumsschwächen (2012, 2015). Zwar verbesserte sich der Index von seinem Verlaufstief bei 46,0 Punkten im Juni auf 46,4 Punkte im Juli und 47,6 Punkte im August sowie 49,0 Punkte im September. Mit der Zahl für Oktober wurde dieser kleine Anstieg aber fast wieder zunichte gemacht.

...wie auch die Schwäche der Einkaufsmanagerindizes.

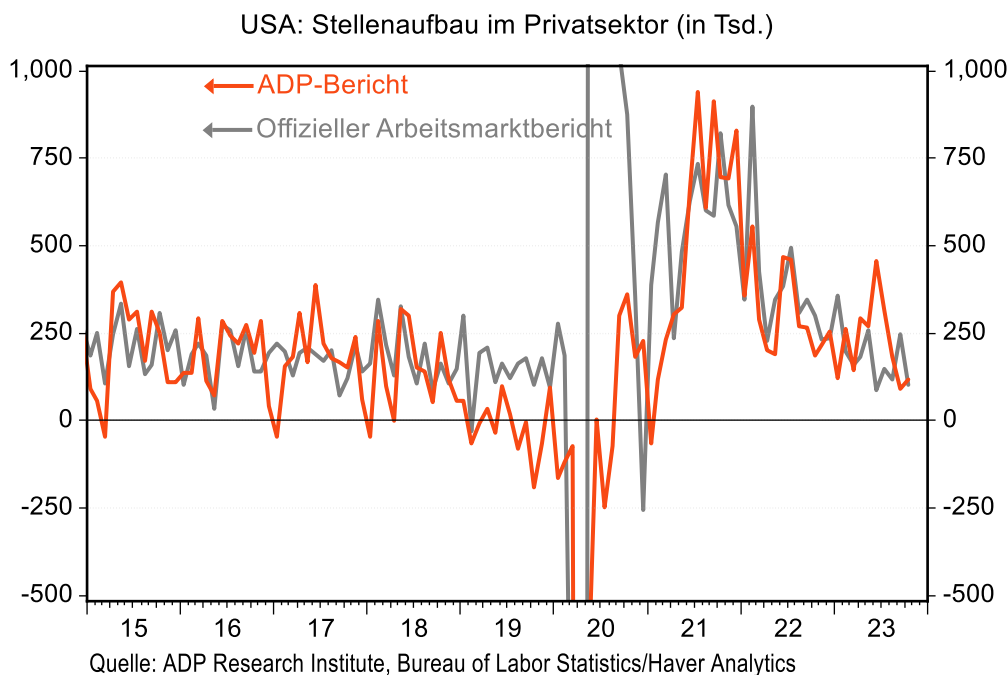
Ähnlich sieht die kurzfristige Entwicklung im Dienstleistungssektor aus. Dort rutschte der entsprechende ISM-Einkaufsmanagerindex von 54,5 Punkten im August auf 53,6 Punkte im September und schließlich 51,8 Punkte im Oktober. Gleichwohl liegt der Index weiterhin oberhalb der sogenannten Expansionsschwelle von 50 Punkten, die gemäß Konzeption Wachstums- von Kontraktionszeiten scheidet. Muss der Dienstleistungsbereich deshalb als stabile Bank für die Konjunktur betrachtet werden? Grundsätzlich kann der bislang aus Arbeitnehmersicht immer noch gute Jobmarkt als Stütze für die Ausgabenbereitschaft der Privathaushalte betrachtet werden, der dann wiederum insbesondere dem Dienstleistungssektor zugutekommt. Und angesichts der demographischen Veränderungen mit einem verstärkten Eintritt der geburtsstarken Baby Boomer-Jahrgänge in das Rentenalter, die dann nicht mehr arbeiten, sondern mehrheitlich nur noch konsumieren möchten, dürfte der Arbeitsmarkt noch viele Jahre strukturell angespannt bleiben. Allerdings sind sowohl die Beschäftigungssituation wie auch die Dienstleistungsstimmung volkswirtschaftliche Größen, die der Konjunktur-entwicklung nicht vorauslaufen, sondern in der Regel hinterherhinken. Eine

Die Dienstleistungsstimmung ist ein nachlaufender Indikator.

Ausnahme bildete lediglich die in jeder Hinsicht ungewöhnliche Rezession aufgrund der Corona-Pandemie (siehe Chart vorige Seite). Der sich immer noch oberhalb der Expansionsschwelle bewegende Einkaufsmanagerindex für den Dienstleistungsbereich sollte deshalb nicht als Entwarnung aufgefasst werden.

Auch der Arbeitsmarkt zeigt trotz seiner relativen Robustheit inzwischen gewisse Anzeichen einer konjunkturellen Abschwächung. So fiel die Anzahl der neu geschaffenen Stellen in der Privatwirtschaft außerhalb der Landwirtschaft von hohen 246.000 Jobs im September auf nur noch 99.000 Jobs im Oktober. Die Zahl bewegt sich damit wieder im Bereich der Monate Juni bis August, als Werte zwischen 86.000 und 145.000 neuen Jobs festgestellt wurden, aber sie bewegt sich weit unterhalb der Zahlen vom Winterhalbjahr 2022/23. Eine Bestätigung des grundsätzlichen Abwärtstrends unter hohen Schwankungen ergibt sich aus dem alternativen Beschäftigungsreport des auf Lohnsoftware spezialisierten Anbieters ADP. Demnach wurden im Oktober 113.000 neue Stellen geschaffen. Der Durchschnitt der ersten neun Monate des Jahres liegt dagegen mehr als doppelt so hoch.

Der Arbeitsmarkt zeigt Zeichen einer Abkühlung,...

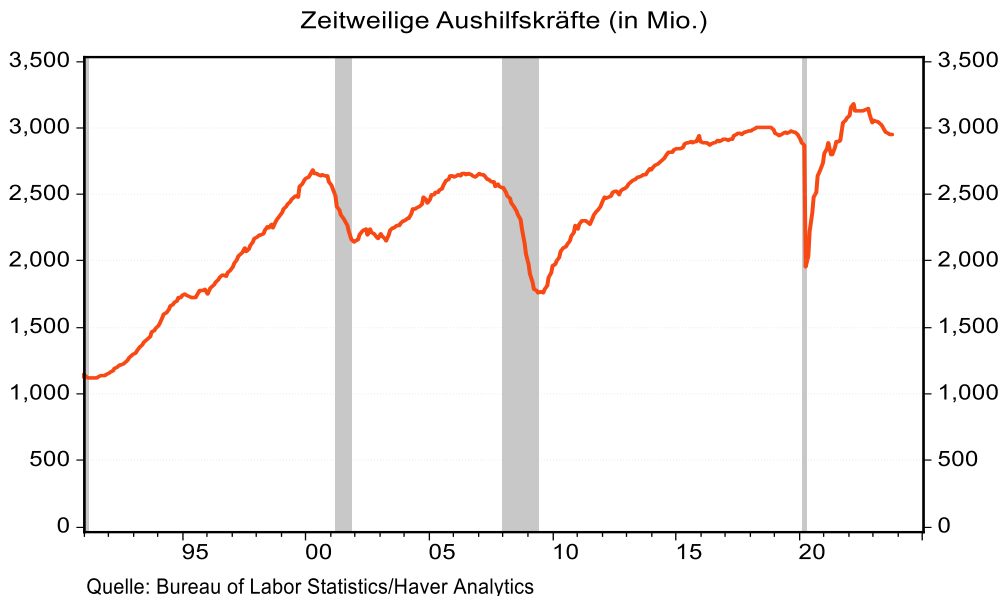


Allerdings könnten die jüngsten Zahlen über den Stellenaufbau von beiden Urhebern etwas durch den langanhaltenden Streik der Automobilgewerkschaft UAW nach unten verzerrt sein und eine Erholung ist denkbar, wenn der Arbeitskampf irgendwann endet. Insofern bleiben die Veröffentlichungen der Arbeitsmarktdaten auch in den nächsten Monaten spannend. Vorbehaltlich dieser Unschärfe deutet aber auch die Abnahme des monatlichen Anstiegs der durchschnittlichen Stundenverdienste von 0,4 % im Juli auf jeweils 0,3 % im August und September und nur noch 0,2 % im Oktober auf eine Abkühlung hin. Die Arbeitslosenquote, die im Juli noch bei 3,5 % lag, stagnierte im Oktober übrigens nicht auf dem August- und Septemberwert von 3,8 %, sondern stieg sogar auf 3,9 % an. Dies ist ein historisch betrachtet zwar immer noch niedriger Wert, aber der höchste Stand seit Januar 2022.

...wobei der UAW-Streik die Zahlen etwas verzerrt.

Typischerweise zeigt sich eine Verschlechterung der Nachfragesituation auf eigentlich allen Arten von Märkten stets an den schwachen Rändern zuerst. Der Arbeitsmarkt bildet hierbei keine Ausnahme, und in diesem Zusammenhang ist die Entwicklung der Anzahl der nur zeitlich beschränkt eingestellten Aushilfskräfte erwähnenswert. Sie bildete sich ausgehend von ihrem Höchststand im März 2022 bei 3,18 Mio. Stellen auf aktuell nur noch 2,95 Mio. Stellen leicht zurück. In der Vergangenheit waren aber selbst solche verhaltenen Rückgänge stets Vorboten einer Rezession (siehe Grafik unten mit grau markierten Rezessionsphasen).

Der Beschäftigungsrückgang von Aushilfskräften ist ein Warnsignal.

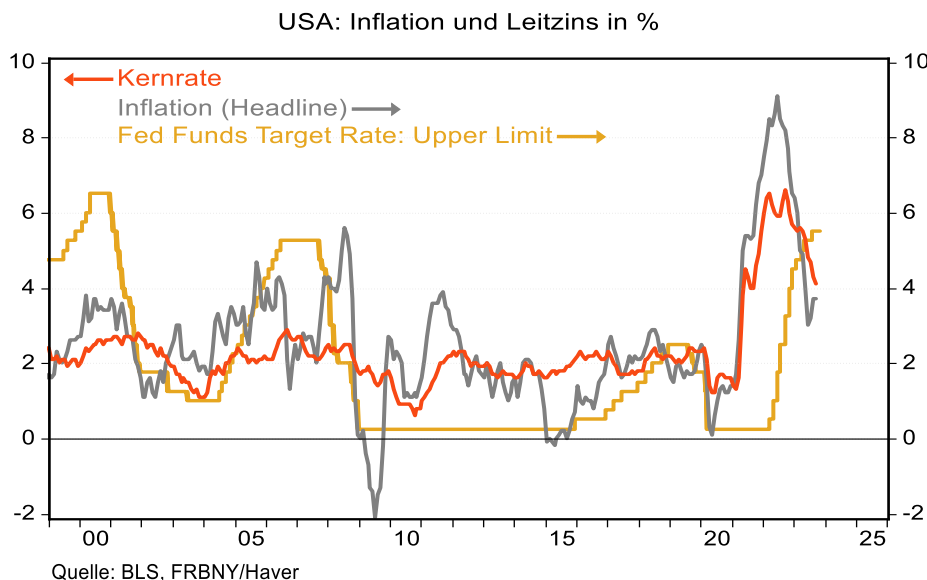


Das von uns in den vorherigen Kapitalmarktberichten gezeichnete Bild einer konjunkturellen Aufhellung in den USA wurde durch die jüngsten BIP-Zahlen eindrucksvoll bestätigt. Wichtige Treiber für eine weiterhin robuste Entwicklung wie die große Ausgabenfreude der US-Regierung, gesetzliche Weichenstellungen für mehr Investitionen der Unternehmen sowie die demografische Entwicklung mit entsprechenden günstigen Folgen für Arbeitnehmer und den privaten Konsum dürften auf absehbare Zeit erhalten bleiben. Dennoch könnte sich das hohe Wachstum in diesem Sommer demnächst als eine zeitlich begrenzte Zwischenerholung auf dem Weg in schwierigeres Fahrwasser entpuppen. Der Blick auf das Geschehen durch die volkswirtschaftliche Brille lässt nur den Schluss zu, dass sich die massiven Leitzinserhöhungen der Jahre 2022/23 durchaus noch bemerkbar machen werden und der Abschwung nicht aufgehoben, sondern nur aufgeschoben wurde.

Der gegenwärtige Stand der US-amerikanischen Geldpolitik kann wie folgt zusammengefasst werden: Angesichts der massiven Inflation seit 2021 führte die Fed vielleicht etwas zu spät, aber dann immerhin beherzt seit 2022 eine deutliche Straffung in Form von massiven Leitzinserhöhungen und eines andauernden Abbaus ihrer Notenbankbilanz in Höhe von 95 Mrd. US-Dollar pro Monat durch. Und nach einem allmählichen Übergang zu kleineren Zinsschritten im Winterhalbjahr 2022/23 sowie einer Zinspause im Juni beträgt das Zielband für den Geldmarktsatz seit Juli 5,25 % bis 5,50 %. Damit wurde ein Niveau im Bereich der Höchststände der 2000er Jahren erklommen, welches von vielen Beobachtern und der Notenbank selbst als vermutlich ausreichend zur Inflationsbekämpfung

Das Leitzinsniveau wird als ausreichend betrachtet,...

angesehen wird (siehe Chart unten). Unterstützt wird diese Perspektive durch den deutlichen Rückgang der Inflationsraten, womit die Realrenditen erstmals seit ungefähr 2007 wieder nennenswert positiv sind. Auch die Kernrate der Inflation ohne Lebensmittel und Energie bildete sich in den vergangenen Monaten sukzessive zurück. Sie fiel von 4,7 % im Juli auf 4,3 % im August und auf 4,1 % im September, während die eigentliche Inflationsrate zuletzt bei 3,7 % lag. Die nächste Veröffentlichung ist für kommenden Dienstag vorgesehen.



Ob die Leitzinserhöhungen wirklich ausreichend waren, um die Inflationsraten in absehbarer Zeit in den Bereich ihrer Zielmarke von 2 % zu drücken, kann zum gegenwärtigen Zeitpunkt niemand seriös beantworten. Die US-Notenbank befindet sich vielmehr gezwungenermaßen in einer Warteposition, da sich die Folgen ihrer Zinsschritte aufgrund der typischen zeitlichen Wirkungsverzögerung der Geldpolitik erst in einigen Monaten voll entfalten werden. Eine zu starke Straffung beinhaltet die Gefahr, die Konjunktur über das notwendige Maß hinaus abzuwürgen. Insgesamt erweckt Fed-Chef Powell zudem den Eindruck, den vermögenden Bevölkerungsschichten lieber noch etwas länger eine erhöhte Geldentwertung zumuten zu wollen als den ärmeren Teilen der Gesellschaft eine Rezession mit drohender Arbeitslosigkeit. Möglicherweise hemmt auch der 2024 bevorstehende Präsidentschaftswahlkampf die Risikobereitschaft, einen deutlichen Konjunkturabschwung hinzunehmen, da dieser voraussichtlich die Wechselbereitschaft der Wähler steigern und Donald Trump auf seinem angepeilten Weg in das Weiße Haus dienen könnte.

Die Arbeit der US-Notenbank wird darüber hinaus etwas erschwert, da für mittel- bis langfristige Kredite in erster Linie die deutlich schwankenden Marktkonditionen entscheidend sind, die mal mehr und mal weniger von den Leitzinsen beeinflusst werden. Beispielhaft kann der deutliche Anstieg der Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen von rund 4,0 % Anfang August und damit nach der letzten Leitzinserhöhung auf den Spitzenwert von 5,0 % am 23. Oktober genannt werden. Ihm folgte ein Rückgang auf 4,5 % im Tief in den ersten Novembertagen. Vor diesem Hintergrund konzidierte Fed-Chef Powell im Zuge der Pressekonferenz nach der jüngsten Sitzung des Offenmarktausschusses am 1. November zwar, dass der Markt über verschärfte Kreditkonditionen der Notenbank einen Teil der Arbeit abnehmen würde. Aber dieser Beitrag wäre sehr volatil – was die

...aber niemand weiß, ob es das auch wirklich ist.

Gestiegene Renditen nehmen der Fed die Arbeit ab.

nachfolgenden Tage eindrucksvoll bestätigten – weshalb eine weitere Leitzinserhöhung durchaus möglich sei.

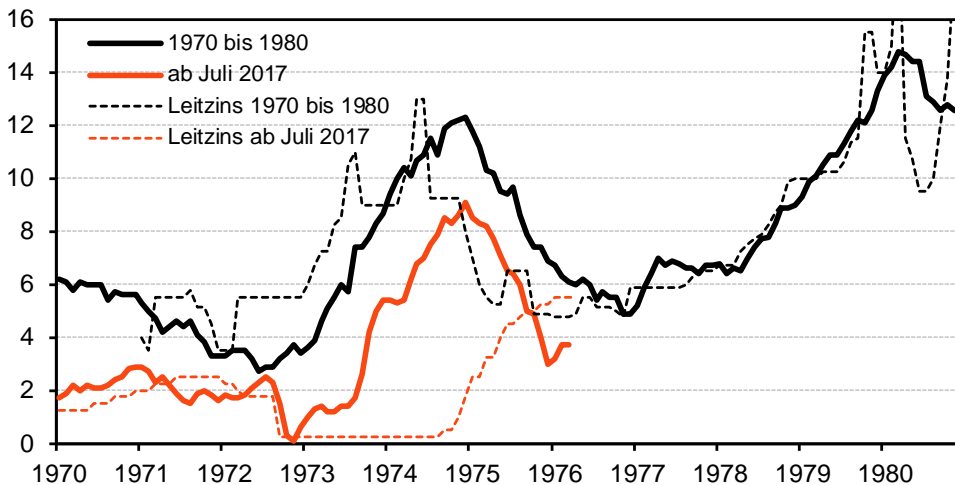
Die verbalen Bemühungen von Powell, die Tür und das Bewusstsein der Märkte für weitere Zinsschritte nach oben offen zu halten, fruchteten allerdings wenig. Der Markt konzentrierte sich mehr auf den taubenhaften Teil von Powells Äußerungen, und so wurde die jüngste Notenbanksitzung zunächst als Bestätigung für die Sichtweise aufgefasst, wonach zukünftig nur noch Leitzinssenkungen wahrscheinlich wären. Am Terminmarkt sind diese ab der Jahresmitte 2024 eingepreist und der oben angesprochene Rutsch der Renditen langlaufender Anleihen nach der Notenbanksitzung spricht ebenfalls eine deutliche Sprache.

Der Markt möchte nur taubenhafte Aussagen hören,...

Zuletzt versuchten deshalb Mitglieder des Offenmarktausschusses der Fed diese übertriebenen Markterwartungen wieder zu dämpfen. Am Anfang dieser Woche äußerte beispielsweise der Präsident der regionalen Notenbank von Minneapolis, Neel Kashkari, dass es zu früh wäre, den Sieg über die Inflation zu erklären. Er würde lieber die Geldpolitik zu stark als zu wenig straffen. Michelle Bowman aus dem Board of Governors der Fed stieß am Dienstag in das gleiche Horn: Sie sei gewillt, eine Erhöhung der Leitzinsen zu unterstützen, wenn die zukünftigen Daten zeigen würden, dass der Inflationsrückgang nicht anhält. Ähnliches gab zeitgleich die Präsidentin der regionalen Notenbank von Dallas, Lorie Logan, zu verstehen.

...weshalb sich Fed-Mitglieder zuletzt falkenhaft äußerten,...

US-Inflationsraten während der klassischen Stagflationszeit und heute



Quellen: St. Louis FRED, eigene Darstellung

Es ist gut möglich, dass hinter diesen Einschätzungen ein stark ausgeprägtes Bewusstsein für die Fehler der US-Notenbank während der Hochinflationen der 1970er Jahre steht. Es zeigen sich nämlich beeindruckende Parallelen im Inflationsverlauf damals und heute. Die obige Grafik bildet die US-Inflationsrate von Anfang 1970 bis Ende 1980 ab (schwarze dicke Linie) und die aktuelle Rate seit Juli 2017 (rote dicke Linie). Demnach erzeugte die Ölpreiskrise 1973 das gleiche Muster mit einem deutlichen Anstieg und einem Rückgang wie in unserer Zeit die Corona-bedingte Güterknappheit sowie der Energiepreisanstieg als Folge des Ukraine-Krieges. Aus heutiger Sicht entscheidend ist, dass die Federal Reserve bereits 1974 und damit viel zu früh glaubte, die Inflation erfolgreich bekämpft zu haben. Sie senkte den Leitzins (oben als gestrichelte schwarze Linie abgetragen) vor dem Hintergrund der Konjunkturschwäche, und die rückläufige Inflationsrate schien ihr recht zu geben. Kurze Zeit später belebte sich die Geldentwertung

...und versuchen, Fehler der Vergangenheit nicht zu wiederholen.

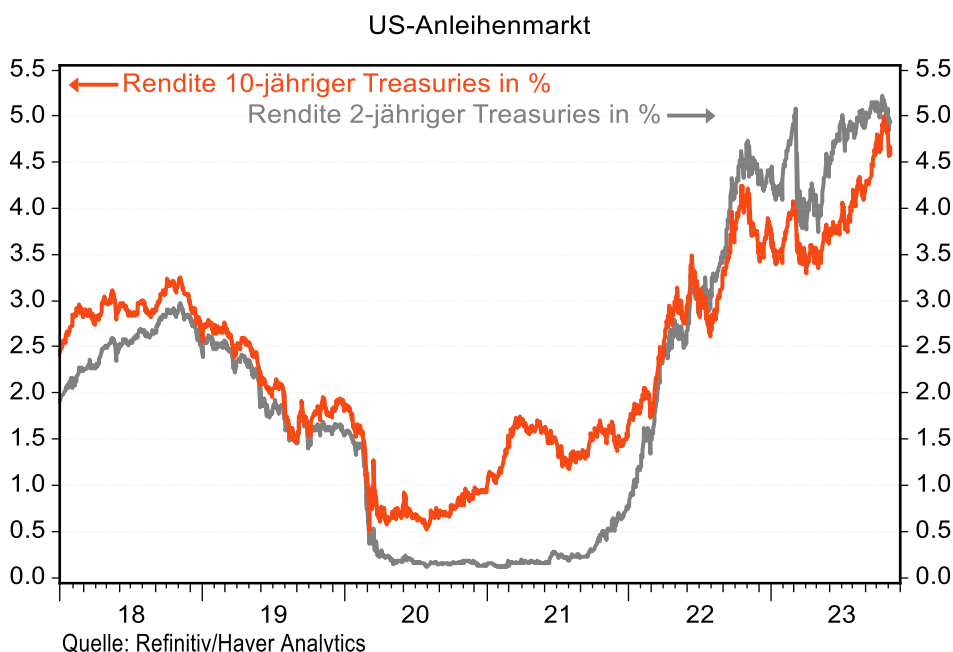
wieder, und erst mit der Berufung von Paul Volcker als Notenbankchef und seinen massiven Leitzinserhöhungen ab 1979 konnte die Wende zu nachhaltig niedrigeren Inflationsraten unter Inkaufnahme einer heftigen Rezession eingeleitet werden. Den Fehler zur früher Leitzinssenkungen oder auch nur das Schüren einer entsprechenden Erwartungshaltung an den Märkten möchte die Fed deshalb vermutlich vermeiden. Hinzu kommt, dass die Leitzinserhöhungen in diesem Zyklus erst sehr viel später begonnen wurden als Anfang der 1970er Jahre.

„Higher for Longer“ lautet unverändert das aktuelle Motto der US-Notenbank. Die Zeit für Leitzinssenkungen ist einerseits noch längst nicht reif, während sich andererseits weitere Zinserhöhungen aufgrund der Problematik der zeitlichen Wirkungsverzögerung, der Bevorzugung eines „Soft Landings“ anstelle eines harten konjunkturellen Absturzes und der bereits rückläufigen Inflationsrate nicht wirklich aufdrängen. Der Offenmarktausschuss als Zinssetzungsorgan der Notenbank versucht deshalb den Mittelweg mit einer Beibehaltung des aktuellen Niveaus zu beschreiten. Dies ist allerdings in der Praxis nicht so einfach umzusetzen, da die Stimmung an den für die Kreditvergabe entscheidenden Märkten offensichtlich nur zwischen Zinserhöhungsängsten und Absenkungsphantasien oszillieren kann. Eine Folge sind die oben beispielhaft angeführten verbalen Interventionen von Entscheidungsträgern der Notenbank.

Rentenmarkt

Seit der letzten Abfassung des Kapitalmarktberichts USA vor rund zwei Monaten erhöhte sich die Rendite von US-Staatsanleihen mit 10-jähriger Restlaufzeit zunächst von 4,26 % auf in der Spitze 5,02 %. In der letzten Woche setzte dann am Tag der Sitzung des Offenmarktausschusses der US-Notenbank ein deutlicher Rutsch ein, der erst am 3. November mit der intraday-Unterschreitung der Marke von 4,50 % endete. Seitdem bewegt sich die Rendite ein paar Basispunkte darüber seitwärts.

Die deutliche Volatilität am „langen Ende“ ist...



Die Schwankungen am sogenannten „kurzen Ende“ der Zinsstruktur waren weit weniger stark ausgeprägt, da hier die Höhe der unverändert gebliebenen Leitzinssätze eine größere Rolle spielt. So betrug die Rendite von Papieren mit 2-jähriger Restlaufzeit vor 2 Monaten 4,98 % und sie liegt mit aktuell 4,95 % nur minimal darunter.

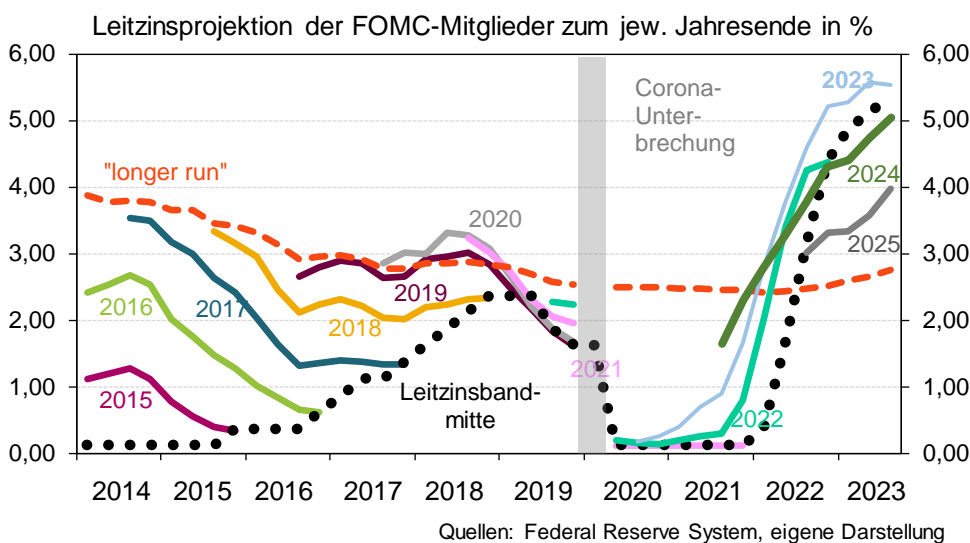
...im Gegensatz zur geringen Volatilität am „kurzen Ende“...

Der massive Renditeanstieg am „langen Ende“ um fast 80 Basispunkte innerhalb weniger Wochen, beziehungsweise bei etwas zeitlich nach vorne ausgedehnter Betrachtungsweise um rund 150 Punkte, verlangt nach Erklärungen. Wie oben ausgeführt, haben sich die Erwartungen an die Geldpolitik eigentlich nicht grundlegend geändert. Zwar vollzog die US-Fed einen zeitlich nachgelagerten Zinsschritt um 25 Basispunkte auf ihrer Sitzung im Juli nach der Zinspause im Juni. Angesichts dieses Beispiels und der wie beschrieben sehr guten Konjunktur im 3. Quartal waren und sind weitere Erhöhungen prinzipiell durchaus möglich. Aber auf der anderen Seite hat sich schon vor einigen Monaten deutlich herauskristallisiert, dass die Fed eigentlich keine weiteren Erhöhungen vornehmen und vermutlich ohne größere konjunkturelle Verwerfungen durch das Wahljahr 2024 steuern möchte.

...weniger leicht zu erklären.

Diese Wahrnehmung ist natürlich subjektiv, und es lassen sich auch Gegenargumente finden. Hierfür kann die quartärlische Umfrage unter den Mitgliedern des Offenmarktausschusses zur persönlichen Einschätzung der als angemessen betrachteten Zinshöhe herangezogen werden, die unter der Bezeichnung Dot Plot-Chart bekannt ist. Demnach stieg der Durchschnittswert für das als fair erachtete Leitzinsniveau zum Jahresende 2023 von der Veröffentlichung am 22. März bis zur vorletzten Publikation am 14. Juni von 5,28 % auf 5,57 %. Hiermit wurde quasi die dann folgende Leitzinserhöhung vom Juli vorweggenommen. Und mit der jüngsten Publikation des Dot Plot-Charts am 20. September ergab sich ein Anstieg der Erwartungen für die Jahresendstände 2024 und 2025 von 4,75 % auf 5,05 % beziehungsweise von 3,58 % auf 3,97 %. Denkbar wären weitere Aufwärtsrevisionen mit der nächsten Veröffentlichung im Dezember.

Konzentrierten sich die Marktteilnehmer zu sehr auf den Dot Plot-Chart?



Auf der anderen Seite dürften die Erwartungen für 2024 und 2025 selbst bei einem moderaten weiteren Anstieg noch unter dem gegenwärtigen Leitzinsniveau bleiben. Die Änderungen würden sich also nicht um die Frage zusätzlicher Erhöhungen drehen, sondern nur um eine zeitliche Verschiebung der Erwartungen über

Die Einschätzung der Währungshüter für 2023 blieb unverändert!

Zinssenkungen in die weiter entfernte Zukunft. Außerdem änderte sich der Dot Plot-Wert für das aktuell entscheidende Jahresende 2023 ausgehend von 5,57 % am 14. Juni auf 5,53 % am 20. September nicht wirklich.

Der massive Renditeanstieg in der Folgezeit muss also wichtigere Gründe als nur das Auspreisen baldiger Leitzinssenkungen gehabt haben. So könnte auch die Schwäche des chinesischen Yuan am internationalen Devisenmarkt dahingehend eine Rolle gespielt haben, insoweit sich China gemäß offiziell nicht bestätigten Marktberichten zufolge zur Auflösung von Beständen an Treasuries genötigt gesehen hätte. Mit den Erlösen seien Yuan gegen US-Dollar gekauft worden, um die eigene Währung zu stützen. Der Renditeanstieg von US-Papieren mit längerer Laufzeit wäre demnach nur ein Kollateralschaden.

Eventuell spielte die Yuan-Schwäche eine Rolle...

Daneben könnte der Renditeanstieg auch vor dem Hintergrund spekulativer Short-Wetten auf US-Staatsanleihen ein sprichwörtliches „letztes Hurra“ gewesen sein. Hierzu würde jedenfalls der zügige und ebenfalls deutliche Renditerückgang Anfang November passen.

...oder spekulative Wetten...

Für die Renditewende an der 5%-Marke können neben dieser runden Zahl weitere Schlagzeilen angeführt werden: So signalisierte das US-Schatzamt Anfang November eine geringere Inanspruchnahme des Kapitalmarktes in den kommenden Monaten als angesichts der schuldenfinanzierten Ausgaben-Bonanza der Biden-Regierung bislang erwartet worden war. Davor sorgten bereits Ende September die beiden prominenten Anleiheexperten Bill Ackman und Bill Gross mit Kommentaren für zwischenzeitliche Renditerückgänge, wonach sie ihre Wetten auf fallende Kurse von US-Staatsanleihen aufgelöst, beziehungsweise nun auf fallende Renditen setzen würden. Nach einer langen Verluststrecke für Rentenanleger scheint sich die Marktstimmung offenbar allgemein zu drehen.

...oder die umfangreiche Neuemission von Staatsanleihen.

Wie bereits vor zwei Monaten an dieser Stelle ausgeführt, erscheint eine Renditeänderung am kurzen Ende angesichts der voraussichtlichen Beibehaltung des Leitzinsniveaus wenig wahrscheinlich. Mit Blick auf das lange Ende spricht unser herbstlicheres Konjunkturbild und die oben diskutierte Veränderung des Sentiments eigentlich für allmählich nachgebende Renditen, doch die jüngsten Kapriolen mahnen bei solchen Prognosen zur Demut. Ein erneuter Renditeanstieg wäre jedenfalls denkbar, sofern sich die Inflation entgegen der Erwartungen erneut aufbäumen sollte. Der zuletzt gefallene Ölpreis und das schnell in den Hintergrund getretene Schreckgespenst eines Flächenbrands in Nahost nach dem Terror gegen Israel sprechen allerdings dagegen. Auf der anderen Seite ist ein zügiger Renditerückgang ebenso dann möglich, wenn sich ernsthafte Probleme in der Finanzwelt oder Realwirtschaft aufgrund der zu hohen Zinsen zeigen sollten. Die kleine Bankenkrise vom März liefert hierfür ein passendes Drehbuch.

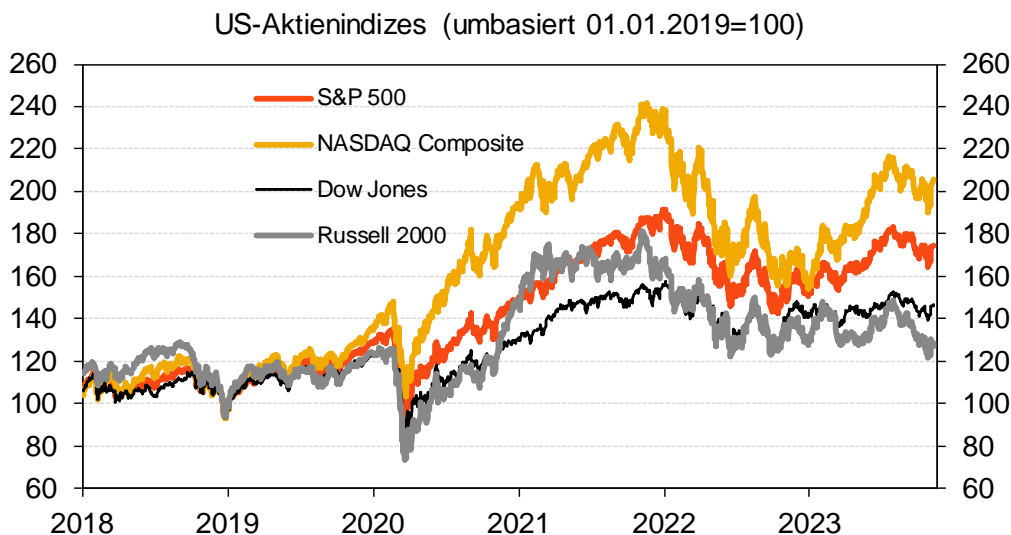
Aktienmarkt

Die Aktienmarktentwicklung war in den letzten zwei Monaten volatil und per Saldo aus Anlegersicht wenig erfreulich. Die großen Indizes Dow Jones, S&P 500 sowie NASDAQ Composite gaben zwischen 0,8 % und 1,7 % nach. Der Russell 2000 als Index der Klein- und Nebenwerte sticht mit einem Minus von 7,4 % besonders negativ hervor. Wie bereits im obigen Abschnitt über den Arbeitsmarkt ausgeführt,

Der Russell 2000 bildet das Schlusslicht,...

besteht auf grundsätzlich allen Märkten die Tendenz, dass sich Abschwächungen zuerst in den Nischen bemerkbar machen. Im vorliegenden Fall ebenso wichtig ist der Umstand, dass die großen Technologieaktien aus den USA, welche hauptsächlich für die positive Marktentwicklung 2023 gesorgt haben, im Russell 2000 nicht enthalten sind.

...da ihm die großen Techwerte fehlen.



Quelle: Haver Analytics, eigene Darstellung

Der mit Abstand wichtigste Treiber für den Aktienmarkt war in den letzten Wochen eindeutig die Entwicklung der langfristigen Zinsen. Andere Faktoren wie die volatile Ölpreisentwicklung oder der neue israelisch-palästinensische Krieg mit der zwischenzeitlich aufgebauchten Furcht vor einem Flächenbrand im gesamten nahöstlichen Raum spielten keine Rolle, beziehungsweise machten sich nur indirekt bemerkbar.

Die Situation in Nahost war nicht direkt entscheidend,...

Die Entwicklung ist vor diesem Hintergrund leicht zusammenzufassen: Vor dem Angriff der Hamas auf Israel sorgten steigende Anleiherenditen zunächst für sinkende Aktienkurse. Die Terrorattacke sorgte dann für eine Flucht in den sicheren Hafen der Anleihen und sinkende Renditen, weshalb die Aktienkurse trotz einer gewissen Risk-off-Stimmung stiegen. Die Wiederaufnahme des ansteigenden Renditetrends ab der Oktobermitte führte umgekehrt zu sinkenden Aktienkursen, und schließlich drehte der Trend mit der jüngsten Notenbanksitzung am 1. November erneut, wodurch sich das Minus der Indizes deutlich reduzierte.

...sondern nur über den Umweg der Renditeentwicklung.

Geht man wie wir davon aus, dass die Leitzinsen in den kommenden Monaten unverändert bleiben und sich diese Einschätzung allmählich auch am Markt durchsetzen wird, dann dürfte der negative Kausalzusammenhang zwischen Renditeentwicklung und Aktienkursen etwas an Bedeutung verlieren. Stattdessen können wieder etwas stärker die Fundamentaldaten hervortreten, doch diese sind aktuell janusköpfig. Einerseits sprechen die Konjunkturindikatoren wie oben ausgeführt für eine allmähliche Eintrübung der Gewinnaussichten der Unternehmen. Und außerdem gilt weiterhin, dass die relativ hohen Renditen in den USA für Investoren eine attraktive Alternative zu Aktienengagements darstellen. Auf der anderen Seite verlief die aktuell laufende Berichtssaison zum 3. Quartal bislang durchaus positiv. Viele Unternehmen konnten die Erwartungen übertreffen und ihre Prognosen für die Gewinnentwicklung im laufenden Jahr anheben. Dies

Die Berichtssaison war bislang gut, aber sie wurde kritisch aufgenommen.

machte sich an den Börsen nur deshalb nicht bemerkbar, da in einer kritischen Gesamtbetrachtung gute Quartalszahlen vielfach gleichgültig hingenommen, aber enttäuschende Zahlen mit heftigen Kursabschlägen quittiert wurden. Die Gewinnmargen bewegen sich jedoch weiterhin auf einem historisch hohen Niveau, und viele Unternehmen waren erfolgreich darin, die Inflation für überproportionale Preiserhöhungen in Relation zu ihren Kosten zu nutzen.

Da die äußeren Umstände somit nur verhaltene Ansatzpunkt bieten, griffen die Investmentbanken und Researchhäuser in den letzten Wochen und mit Blick auf das Jahresende vermehrt in die Schublade mit den Standardaussagen zur Saisonalität. Demnach gilt, dass das Jahresende den Aktienmärkten überdurchschnittlich häufig Kursgewinne beschert. Dies ist durchaus richtig, denn nach einer von uns durchgeführten Auswertung war beispielsweise für den S&P 500 in den letzten 50 Jahren seit 1973 der November der beste Monat mit einem durchschnittlichen Anstieg von 1,6 %. Der Dezember kommt demnach mit einem Anstieg von durchschnittlich 1,3 % auf Platz 3 der Rangliste.

Das grundsätzliche Problem bei solchen Auswertungen zur Saisonalität ist das Verschwimmen der faktischen Streuung der Kursentwicklungen durch die Durchschnittsbildung. Hinsichtlich der festgestellten guten Aktienmarktentwicklung im November und Dezember sind die Ergebnisse jedoch sehr stabil, auch wenn die betrachteten Zeiträume variiert werden. Darüber hinaus lässt sich feststellen, dass auch die historische Wahrscheinlichkeit für Kursgewinne zum Jahresende überdurchschnittlich hoch ist. Der Dezember war in 36 der letzten 50 Jahre ein guter Monat für den S&P 500 und der November in 35 Jahren. Dies entspricht 72 % beziehungsweise 70 % der Jahre, und damit werden im Vergleich aller zwölf Monate die Ränge 1 und 2 belegt.

Eine Erklärung hierfür ist die typische Jahresendrallye nach einem bis dahin guten Börsenjahr. In den 37 Jahren seit 1973, in denen sich der S&P 500 bis Ende Oktober positiv entwickelte, endete das Jahr in 29 Fällen mit einem weiteren Anstieg und nur in acht Jahren fand ein Rückgang statt. Letzteres war in der Regel vor allem bei einschneidenden Ereignissen der Fall, beispielsweise die Sorge vor einer restriktiveren Geldpolitik Ende 2018 oder vor einer Rezession in China Ende 2015 beziehungsweise angesichts der sich abzeichnenden Subprime-Krise Ende 2007. In den 13 Jahren mit einem schlechten Börsenverlauf bis Ende Oktober ist das Ergebnis mit sechs schlechten Entwicklungen im November und Dezember sowie sieben guten Entwicklungen dagegen nahezu ausgeglichen. Angesichts der bislang per Saldo guten Performance des S&P 500 bis Ende Oktober dieses Jahres mit einem Plus von 9 % ist also die Erwartung einer erfreulichen Aktienkursentwicklung bis zum Jahresende statistisch breit abgestützt.

Angesichts der drohenden Rezession in den USA wird die Luft nach oben für die Aktien zunehmend dünner. Dabei gilt aber weiterhin, dass niedrigere Kurse vor allem für langfristige Engagements als günstige Einstiegsgelegenheit betrachtet werden sollten.

November und Dezember sind überdurchschnittlich gute Aktienmonate,...

...und sie sind auch überdurchschnittlich häufig gute Monate.

War das Aktienjahr bis Oktober gut, dann ist es das in drei von vier Jahren auch am Schluss.

Prognoseübersicht

G3 (+UK) Konjunkturindikatoren und Wechselkurse

	Reales BIP Wachstum (%)					Inflation (CPI) ¹					Arbeitslosenquote (%) ¹				
	2019	2020	2021	2022	2023e	2019	2020	2021	2022	2023e	2019	2020	2021	2022	2023e
EWU	1,4	-6,5	5,3	3,5	0,0	1,2	0,3	2,6	8,4	6,0	7,6	8,0	7,7	6,7	7,0
- DE	1,1	-4,1	2,6	1,9	-0,5	1,4	0,5	3,1	6,9	6,0	5,0	5,9	5,7	5,3	5,7
UK	1,4	-9,7	7,4	4,1	-1,0	1,8	0,9	2,6	9,0	7,5	3,8	4,5	4,6	3,7	4,5
USA	2,3	-3,4	5,7	2,1	2,4	1,8	1,2	4,7	8,0	4,5	3,7	8,1	5,4	3,6	3,7
Japan	0,0	-4,7	1,7	1,0	1,0	0,5	0,0	-0,2	2,5	1,7	2,4	2,8	2,8	2,6	2,8

	Leistungsbilanz (% des BIP)					Budgetsaldo (% des BIP)					Wechselkurs (US\$) ²				
	2019	2020	2021	2022e	2023e	2019	2020	2021	2022	2023e	2019	2020	2021	2022	2023e
EWU	2,4	1,8	2,8	-0,7	1,2	-0,6	-7,1	-5,3	-3,6	-3,4	1,12	1,22	1,14	1,07	1,13
- DE	8,2	7,1	7,7	4,2	6,0	1,5	-4,3	-3,6	-2,5	-2,9	-	-	-	-	-
UK	-2,8	-3,2	-1,5	-3,8	-3,7	-2,2	-13,0	-8,3	-5,5	-4,5	1,30	1,37	1,35	1,21	1,28
USA	-2,1	-2,8	-3,6	-3,8	-3,0	-5,7	-14,0	-11,6	-3,7	-8,2	-	-	-	-	-
Japan	3,4	3,0	3,9	2,1	3,3	-3,0	-9,1	-6,2	-6,9	-5,6	110	103	115	131	126

¹ Jahresdurchschnitt

² US\$ gg. Währung, Japan: JP¥ gegen US\$, jeweils zum Jahresende

Quelle: Daten für Leistungsbilanz und Budgetsaldo vom IWF (einschließlich der Prognosewerte), bezogen über Haver. Sonstige Prognosen von W&W Asset Management GmbH, historische Daten werden über Haver bezogen.

G3 (+UK) Zinsen

	Leitzinsen ¹					10 Y (Government)				
	2019	2020	2021	2022	2023e	2019	2020	2021	2022	2023e
EWU	0,0	0,0	0,0	2,5	4,5	-0,19	-0,26	-0,18	3,2	2,5
UK	0,75	0,1	0,25	3,5	5,25	0,82	0,20	0,97	3,67	4,25
USA	1,5-1,75	0,0-0,25	0,0-0,25	4,25-4,5	5,25-5,5	1,92	0,91	1,51	3,87	4,5
Japan	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,04	0,07	0,422	0,9

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 21	Q3 21	Q4 21	Q1 22	Q2 22	Q3 22	Q4 22	Q1 23	Q2 23	Q3 23	09.11.
CRB-Index**	213,4	228,9	232,4	295,2	291,1	268,3	277,7	267,7	262,0	284,5	273,4
Ölpreis (Brent)*	75,1	78,5	77,8	107,9	114,8	88,0	85,9	79,8	74,9	95,3	80,5

Angaben jeweils zum Periodenende

¹ Oil Brent Physical Del, US\$/Barrel

** Excess Return

Quelle: Bloomberg, Haver

Diese Publikation dient ausschließlich Ihrer Information und stellt keine Anlageempfehlung dar. Sie soll Ihnen lediglich Ihre selbstständige Anlageentscheidung erleichtern. Auch kann sie ein individuelles Beratungsgespräch nicht ersetzen. Die in dieser Veröffentlichung enthaltenen Informationen beruhen auf öffentlich zugänglichen Quellen, die der Herausgeber für vertrauenswürdig erachtet. Die hierin enthaltenen Einschätzungen entsprechen der bestmöglichen Beurteilung zum jeweiligen Zeitpunkt. Auch können sie sich – ohne Mitteilung hierüber – ändern. Für die Richtigkeit, Aktualität und Vollständigkeit der zur Verfügung gestellten Daten/Informationen übernehmen wir keine Haftung oder Garantie. Die W&W Asset Management behält sich auch das Recht vor, Änderungen oder Ergänzungen der bereitgestellten Informationen vorzunehmen.