

## Kapitalmarktbericht USA

# Nr. 5 Tapering verschiebt sich nach Abschwächung auf dem Arbeitsmarkt.



**Konjunktur und Geldpolitik:** Die USA befinden sich weiterhin in einer konjunkturellen Erholungsphase, die zuletzt jedoch durch teilweise rückläufige Stimmungsindikatoren, einen Vorprodukte- und Arbeitskräftemangel sowie eine hierdurch ausgeprägtere Inflation gekennzeichnet war. Während der Inflationsschub seinen Höhepunkt möglicherweise bereits erreicht hat, fiel die Entwicklung am Arbeitsmarkt mit einem nur noch geringen Stellenaufbau zuletzt enttäuschend aus. Dies dürfte zu einer Verschiebung der bereits von den Märkten erwarteten schrittweisen Reduktion der Anleihekäufe mindestens bis Anfang November oder Mitte Dezember bewirken. Ob sich das Tapering noch weiter nach hinten verlagert, dürfte vor allem von der Entwicklung der Corona-Infektionen abhängen.

9. September 2021

**Rentenmarkt:** Nachdem die Renditen für längere Laufzeiten bis Anfang August rückläufig waren, ergab sich in den letzten Wochen ein leichter Wiederanstieg. Dieser steht jedoch im Gegensatz zu den jüngst gestiegenen Konjunkturrisiken wie der Zunahme der Corona-Neuinfektionen. Unabhängig hiervon ist mittel- bis langfristig mit höheren Renditen zu rechnen.

**Aktienmarkt:** Die Aktienmärkte entwickelten sich in den ersten acht Monaten des Jahres fast nur aufwärts, weshalb sich die Bewertungsrelationen trotz eines starken Gewinnwachstums nochmals ausgeweitet haben. Verschiedene Großbanken empfahlen deshalb zuletzt eine Verringerung des Anteils von US-Aktien. Wir erwarten, dass entweder eine gute Konjunktorentwicklung den Aktienmarkt im letzten Jahresdrittel stützen dürfte oder im gegenteiligen Fall die fortgesetzte Liquiditätsflut der Notenbanken.

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

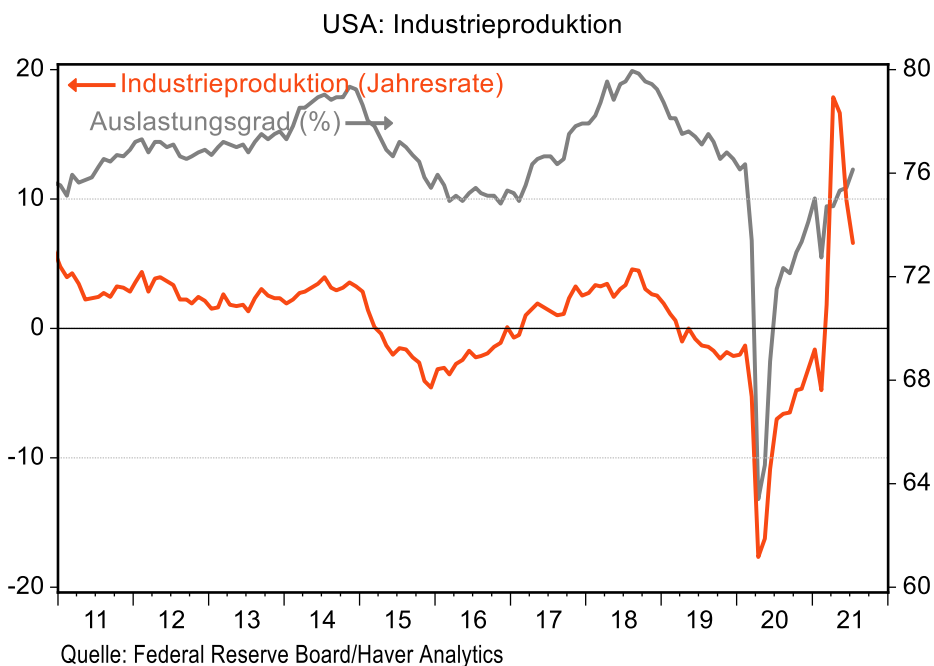
## Konjunktur und Geldpolitik

Seitdem der rapide Rückgang der Corona-Neuinfektionen in diesem Frühjahr eine Normalisierung des öffentlichen Lebens ermöglichte, befindet sich die US-Wirtschaft in einer Hochkonjunktur. Diese wurde und wird zusätzlich durch die massiven Ausgabenprogramme der Zentralregierung in Washington und durch die lockere Geldpolitik der Notenbank gestützt.

Ein wichtiges Merkmal dieser Entwicklung ist der fortgesetzte Rückgang der Arbeitslosenquote. Nachdem im April 2020 ein Spitzenwert von 14,8 % festgestellt wurde, betrug die Quote im August 2021 nur noch 5,2 % (siehe Grafik unten). Die Kapazitätsauslastung der Industrie verbesserte sich von ihrem Tief bei 63,4 % im April 2020 auf zuletzt 76,1 % im Juli. Das entspricht dem Wert vom Jahresanfang 2020 und damit vor Beginn der Corona-Krise. Und die Einzelhandelsumsätze lagen in den beiden Sommermonaten Juni und Juli mit saisonbereinigt jeweils rund 620 Mrd. US-Dollar rund 17 % über dem Vorjahresniveau. Der Einzelhandel scheint demnach zu boomen, auch wenn von der genannten Zahl noch die aktuell hohe Inflation abgezogen werden muss. Im Sommer 2020 wurden übrigens die Werte von Sommer 2019 bereits übertroffen.

*Die grundsätzlich gute konjunkturelle Lage...*

*...zeigt sich nicht nur anhand der sinkenden Arbeitslosigkeit.*

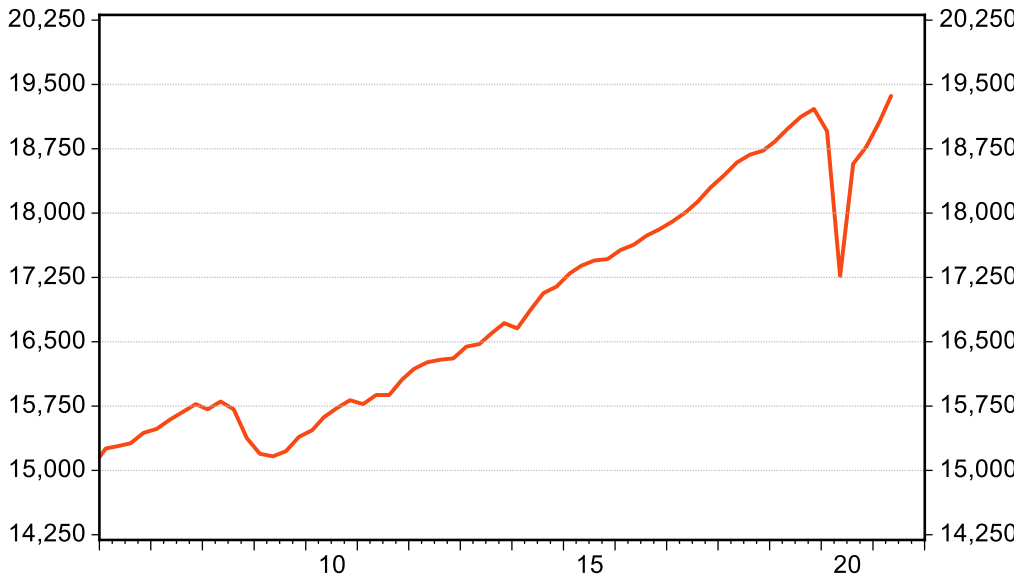


Vor diesem Hintergrund ist es wenig erstaunlich, dass die Wachstumsraten des Bruttoinlandsproduktes überdurchschnittlich hoch ausfallen. Im 1. Quartal wurde eine annualisierte Rate gegenüber dem Vorquartal von 6,3 % festgestellt und im 2. Quartal sogar eine nochmalige Steigerung des Wachstumstempos mit einer Rate von 6,6 %. Mit dem letztgenannten Wert wurde selbst inflationsbereinigt die 2020 durch die Corona-Krise gerissene Lücke geschlossen. Oder anders ausgedrückt: Das Bruttoinlandsprodukt war Ende Juni 2021 mit annualisiert 19,36 Bio. US-Dollar in Preisen von 2012 höher als zum Jahresende 2019 (siehe Chart folgende Seite). Freilich bleibt immer noch eine Lücke zwischen dem Ist-Wert und dem

*Die US-Wirtschaft hat die Corona-Lücke geschlossen.*

hypothetischen Umfang des BIPs bestehen, welches sich mutmaßlich ergeben hätte, wenn die Krise nicht gewesen wäre.

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

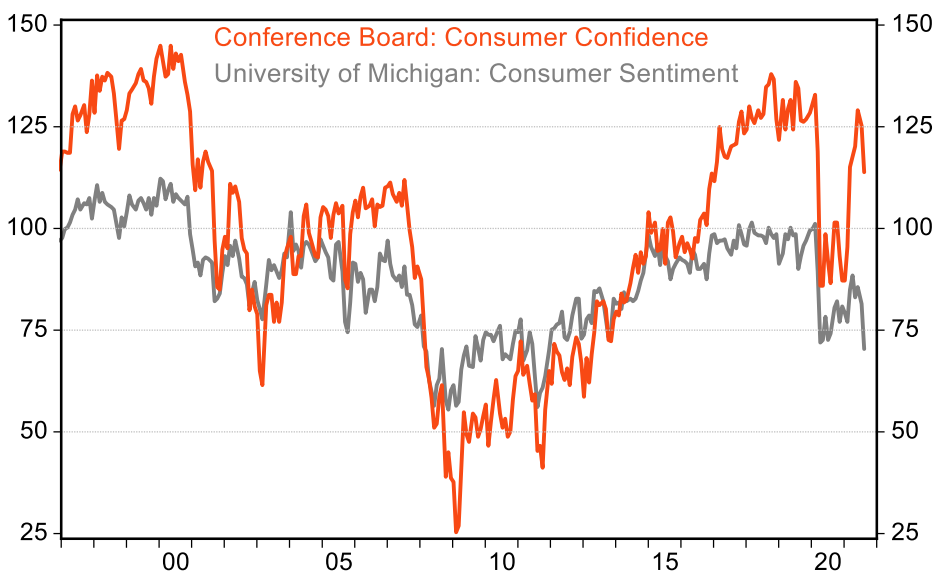


Quelle: Bureau of Economic Analysis/Haver Analytics

Die bis hierhin erfreuliche Bestandsaufnahme zur US-Konjunktur weist jedoch mehrere Schönheitsfehler auf. Der kleinste Makel sind aktuell vielleicht noch die seit einiger Zeit rückläufigen Stimmungsindikatoren. Beispielsweise brach das Verbrauchervertrauen der Universität Michigan von 85,5 Punkten im Juni auf nur noch 70,3 Punkte im August ein (siehe Grafik unten). Damit wurde der mehrjährige Tiefstand vom Frühjahr 2020 unterschritten. Und auch die grundsätzlich ähnliche Umfrage des Conference Board, die jüngst wieder in den Bereich der Vor-Corona-Höchststände vorgestoßen war, zeichnet das gleiche Bild. Der entsprechende Index fiel von 128,9 Punkten im Juli auf 113,8 Punkte im August.

*Die Stimmungsindikatoren drehen teilweise wieder nach unten.*

USA: Verbrauchervertrauen

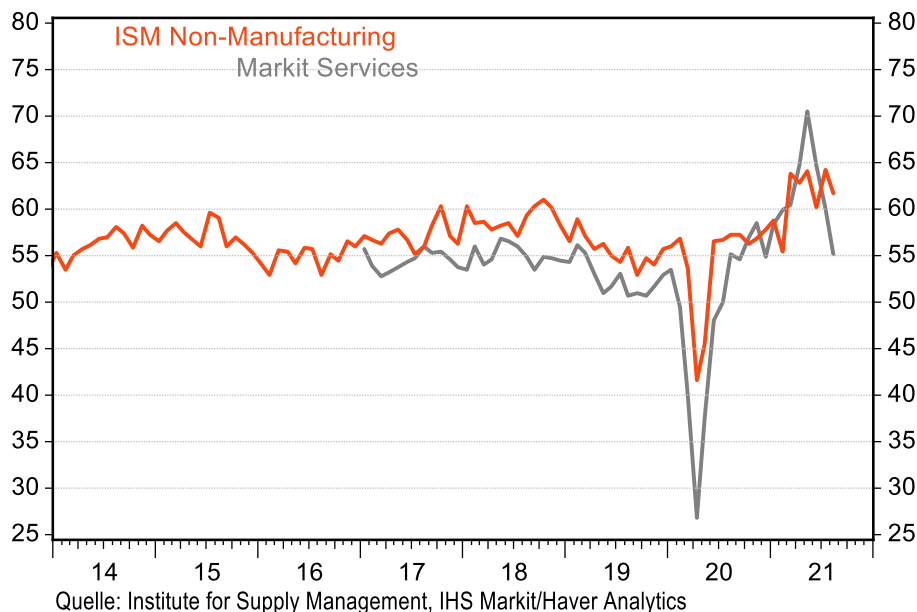


Quelle: The Conference Board, University of Michigan/Haver Analytics

Die Stimmung der Einkaufsmanager im Dienstleistungsbereich ist ebenfalls rückläufig. Besonders drastisch fiel der Markit-Index für jenen Sektor, der im Mai noch mit 70,4 Punkten festgestellt wurde und zuletzt nur noch mit 55,1 Punkten. Das Pendant vom Institute for Supply Management hielt sich dagegen relativ gut, denn jener Index fiel nach Werten um 64,0 Punkten im Mai und Juli auf zuletzt 61,7 Punkte zurück (siehe Grafik unten). Am besten hält sich noch das verarbeitende Gewerbe, wo die jüngsten leichten Rückgänge im Monat August kaum nennenswert sind, da sich die Indizes weiter im Bereich von 60 Punkten und damit komfortabel und mit breitem Puffer oberhalb der grob als Wachstumsschelle angesehenen Marke von 50 Punkten bewegen.

*Im Dienstleistungsbereich nahm der Optimismus deutlich ab,...*

USA: Stimmung im Dienstleistungssektor



Vor allem zwei Gründe scheinen als Ursache für die sich verschlechternde Stimmung der Privathaushalte und der Dienstleistungsunternehmen eine Rolle zu spielen. Ein Teil des Konjunkturaufschwungs ist gewissermaßen nur auf Pump gekauft. Die USA werden nach Schätzung des Internationalen Währungsfonds in diesem Jahr voraussichtlich wie bereits im letzten ein Haushaltsdefizit in Höhe von 15 % des Bruttoinlandsproduktes aufweisen. Der zwischenzeitliche Anstieg des BIP als rechnerische Bezugsgröße verdeutlicht, dass Präsident Joe Biden das Geld noch großzügiger verteilt als sein Vorgänger Donald Trump im absoluten Krisenjahr 2020. Mutmaßlich möchte Biden durch großzügige Geldgeschenke an seine Klientel und andere Maßnahmen den typischen Verlust der Parlamentsmehrheit bei den Zwischenwahlen im Kongress zwei Jahre nach der Präsidentschaftswahl verhindern. Ob dies der wahre Grund für sein Handeln ist, sei dahingestellt. Jedenfalls sorgte die Verteilung von Schecks über 1.400 US-Dollar an alle Bürger mit einem Jahreseinkommen von weniger als 75.000 US-Dollar und das pauschal um 300 US-Dollar pro Woche aufgestockte Arbeitslosengeld sehr belebend auf den Einzelhandel und die Konsumentenstimmung (siehe oben). Der Party-Effekt scheint aber zwischenzeitlich aufgezehrt zu sein, zumal die zusätzliche Arbeitslosenhilfe spätestens vor ein paar Tagen ausgelaufen ist. Einige republikanisch regierte Bundesstaaten hatten die Auszahlung der Geldgeschenke schon früher gestoppt, um keine Anreize zur bequemen Einrichtung in der

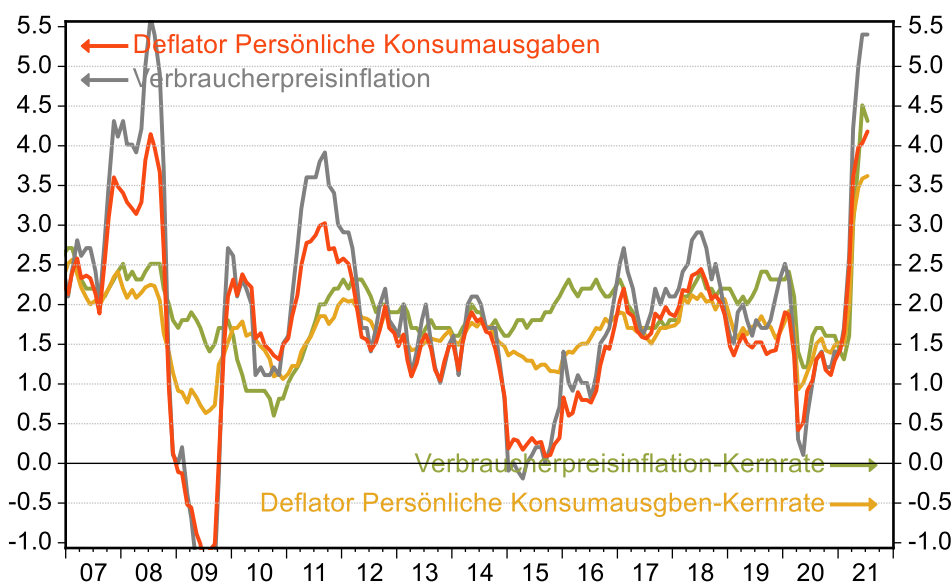
*...was nach der Euphorie der letzten Monate nur natürlich ist.*

Arbeitslosigkeit zu schaffen. Manche Bürger erhielten durch die Sonderzahlungen nämlich mehr Geld als durch ihre übliche Tätigkeit vor der Corona-Krise.

Der zweite Grund liegt in der massiv gestiegenen Inflation. Die Teuerungsrate in Höhe von 5,4 % macht sich im Geldbeutel der Privathaushalte bemerkbar, was insbesondere bei jenen die Ausgabenspielräume begrenzen dürfte, die von der Hand in den Mund leben. An dieser Stelle schließt sich denn auch ein Wirkungskreislauf, denn die Teuerung wurde in den letzten Monaten durch die Schwierigkeit der Arbeitgeber, offene Stellen neu zu besetzen, zusätzlich angeheizt. Für einfache Tätigkeiten im Dienstleistungsbereich mussten vielfach Antrittsprämien gezahlt werden. Gemäß der jüngsten Umfrage der US-Mittelstandsvereinigung National Federation of Independent Business beträgt der Anteil der Unternehmen mit offenen Stellen derzeit 50 %. Der Wert liegt mehr als 10 Prozentpunkte über dem Niveau vor der Corona-Krise, und es handelt sich gleichzeitig um den höchsten Wert seit Beginn der Umfrage 1986. Daneben gaben 41 % an, Löhne sowie Gehälter zu erhöhen, um Arbeitskräfte zu gewinnen. Rund 46 % der Betriebe erhöhen wiederum ihre Verkaufspreise, um die gestiegenen Personalaufwendungen und Preise der Vorprodukte auszugleichen. Die Regierungspolitik von Joe Biden wirkt über diesen Mechanismus stark inflationstreibend.

*Die Inflation lastet auf dem Portemonnaie der Privathaushalte,...*

USA: Inflationsmaße (in % ggü. Vorjahr)



Quelle: BEA, BLS/Haver

Positiv ist, dass der Inflationsschub aufgrund der Konjunkturerholung seinen Höhepunkt möglicherweise bereits überschritten hat. Mit der jüngsten Datenveröffentlichung für den Monat Juli sank die Monatsrate des Warenkorb von 0,9 % auf 0,5 %, und die Kernrate ohne die volatilen Preise für Energie und Lebensmittel reduzierte sich von 0,9 % auf nur noch 0,3 %. Gleichzeitig stagnierte die Jahresrate bei 5,4 %, während die Jahresrate der Kernrate von 4,5 % auf 4,3 % zurückging. Ein ähnliches Bild zeichnen die Deflatoren des persönlichen Konsums, die sich wie üblich auf einem absolut betrachtet etwas niedrigerem Niveau bewegen (siehe Grafik oben). Wichtige Faktoren des Preisauftriebes in den letzten Monaten wie die Verteuerung von Flugtickets, Mietwagen und ähnlichem haben zuletzt an

*...doch sie könnte den Zenit bereits erreicht haben.*

Bedeutung verloren. Die Preise dieser Güter steigen nicht weiter an, oder sie waren im Juli leicht rückläufig.

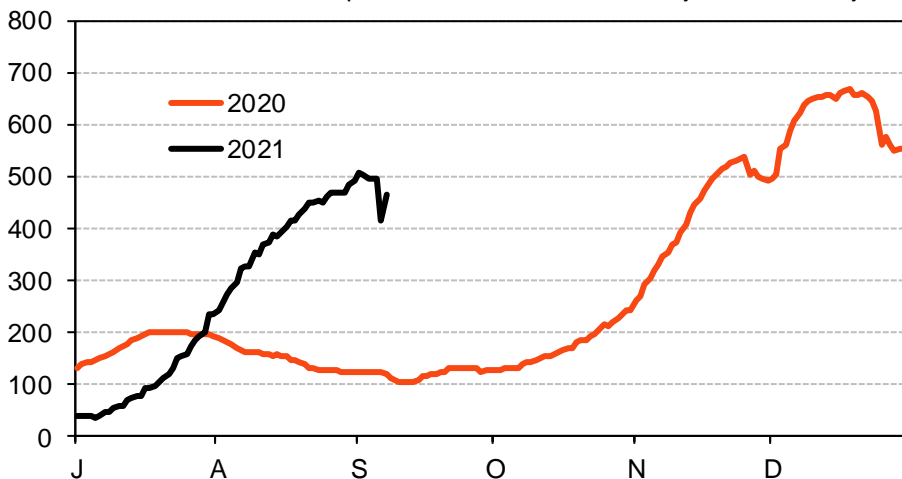
Ein wichtiger Fingerzeig für die weitere Entwicklung der Konjunktur in den nächsten Monaten bot der jüngst veröffentlichte offizielle Arbeitsmarktbericht für August. Wichtiger als der bereits oben angesprochene Rückgang der Arbeitslosenquote von 5,4 % auf 5,2 % erscheint dabei vor allem das Tempo des Stellenaufbaus. Im Juni wurden außerhalb der Agrarwirtschaft 962.000 neue Jobs geschaffen und im Juli sogar 1,053 Mio., doch für den August ergab sich lediglich ein Saldo in Höhe von 235.000. Dies enttäuschte nicht nur den Marktkonsens, der mit 733.000 neuen Stellen rechnete, sondern die Details nähren auch Zweifel am bislang verbreiteten Konjunkturbild. So entstanden im August im Freizeit- und Gastgewerbe keine neuen Jobs, während der Aufbau im Juni noch 397.000 Stellen und im Juli 415.000 Jobs betragen hatte. Im Einzelhandel werden sogar schon wieder Stellen abgebaut, im August nämlich 29.000 nach einer Kürzung um 8.000 im Juli und einem Zugewinn von 89.000 im Juni.

Als Grund für diese Entwicklung gilt die zunehmende Verbreitung der Delta-Variante des Corona-Virus vor allem im Süden der USA. Ähnlich wie schon im Sommer 2020 kam es im „Sun-Belt“ zu einer Ansteckungswelle, doch in diesem Jahr scheint sie ausgeprägter zu sein als damals. So belaufen sich die täglichen Neuinfektionen mit etwa 450 pro 1 Mio. Einwohner im 7-Tage-Durchschnitt derzeit ungefähr auf dem 4-fachen Niveau zum selben Zeitpunkt vor zwölf Monaten (siehe Grafik unten).

*Der Arbeitsmarktbericht für August enttäuschte,...*

*was an der Verbreitung der Delta-Variante gelegen haben dürfte.*

Covid-19-Neuinfektionen pro 1 Mio. Einwohner, USA, jeweils 2. Halbjahr



Quelle: Johns Hopkins University, eigene Berechnung und Darstellung

Denkbar ist, dass sich das Infektionsgeschehen in den kommenden Monaten wieder verlangsamt, beispielsweise wenn ein Übergreifen auf die nördlichen Bundesstaaten angesichts der dort stärker verbreiteten Impfungen verhindert wird. Außerdem ist zu hoffen, dass der angekündigte 6-Punkte-Plan von Präsident Biden Früchte trägt. In diesem Fall könnte sich die schwächere Arbeitsmarktentwicklung im August und möglicherweise auch noch im September als Ausreißer präsentieren, und die Konjunkturerholung setzt sich dann im Winterhalbjahr fort. Sollten diese Bemühungen jedoch misslingen, dann droht der Aufschwung mit Eintritt der kühleren Jahreszeit im Oktober und November an Dynamik zu verlieren. Es drohen neue Lockdown-Maßnahmen, oder Verbraucher und Beschäftigte

*Wettlauf zwischen Impfungen und Delta-Ansteckungen entscheidet über neue Lockdowns.*



bleiben aus Angst vor einer Ansteckung auch ohne formelle Beschränkungen zu Hause.

**Die US-Wirtschaft lief in den letzten Monaten rund, wobei manche Maßnahme aus den vielen Konjunkturpaketen der Biden-Regierung schon zu viel des Guten waren. Der Rückgang verschiedener Stimmungsbarometer in den letzten Wochen ist grundsätzlich wenig bedenklich, sondern als eine gewisse Normalisierung zu betrachten. Ein beachtliches Risiko für die Entwicklung in den kommenden Monaten stellt jedoch das Infektionsgeschehen dar. Das Corona-Virus bleibt deshalb trotz der mittlerweile verfügbaren Impfstoffe eine wichtige Determinante der Konjunktur.**

Für die US-Notenbank bot die grundsätzlich gute Konjunktorentwicklung der letzten Monaten Anlass zu einer graduellen Vorbereitung der Öffentlichkeit hinsichtlich einer zukünftigen Anpassung ihrer Geldpolitik. So verabschiedete sich Chairman Jerome Powell bei seinen öffentlichen Auftritten schrittweise von der früher verwendeten Parole, wonach er noch nicht einmal darüber nachgedacht habe, über einen Ausstieg aus den Anleihekäufen nachzudenken. Seit dem Ende der unmittelbaren Krisenintervention im Frühjahr 2020 kauft die Fed für 80 Mrd. US-Dollar pro Monat Staatsanleihen und für weitere 40 Mrd. US-Dollar pro Monat Hypothekendarlehen als Beitrag zur Konjunkturerholung. Diese Käufe sind angesichts der oben geschilderten volkswirtschaftlichen Zustände eigentlich kaum noch zu rechtfertigen, und zuletzt betonte Powell auf dem erneut virtuell abgehaltenen Symposium von Jackson Hole seine Einschätzung, wonach ein Tapering noch in diesem Jahr angemessen sei. Allgemein wird unmittelbar nach einem offiziellen Beschluss mit einer Reduzierung der Käufe von Staatsanleihen um 10 Mrd. US-Dollar pro Monat gerechnet, so dass dieser Prozess insgesamt rund neun Monate in Anspruch nehmen dürfte.

Verschiedene Mitglieder aus dem Kreis des Offenmarktausschusses der Notenbank erklärten in den vergangenen Monaten, dass man von dem starken Anstieg der Inflationsrate doch etwas überrascht worden sei. Vereinzelt wurde ein sofortiges Tapering gefordert. Und insgesamt ergab sich aus den Äußerungen der Eindruck einer Isolierung von Powell als Verfechter einer sehr lockeren Geldpolitik gegenüber der Mehrheit der anderen stimmberechtigten Mitglieder, wobei diese grundsätzlich ebenfalls taubenhafter als noch vor einigen Jahren eingestellt ist. Powell blendete die höhere Inflationsrate jedenfalls weitgehend aus und rückte vielmehr Verbesserungen am US-Arbeitsmarkt als offizielles Ziel des Federal Reserve Systems in den Mittelpunkt seiner Betrachtungen. Demnach müsse erst eine Reihe von volkswirtschaftlichen Daten substantielle Fortschritte dokumentiert haben.

Mit dem jüngsten Arbeitsmarktbericht wurde diese Reihe nun unzweideutig unterbrochen, und es scheint so zu sein, dass Powell bis auf weiteres seinen lockeren geldpolitischen Kurs beibehalten kann, welcher der ausgabenfreudigen Biden-Administration höchst gelegen kommt. Die jetzige Finanzministerin und ehemalige Fed-Chefin Janet Yellen ließ denn auch verlauten, dass sie mit der Verlängerung des Mandats von Powell um eine zweite Amtszeit einverstanden sei. Der Entscheid in dieser Angelegenheit wird noch in der laufenden Woche erwartet.

Ein Szenario, in dem sich der Rückgang des Beschäftigungsaufbaus im August nachträglich nur als vorübergehender Ausreißer darstellt, könnte so aussehen, dass die September-Daten wieder besser ausfallen und die Oktober-Daten an das

*Grundsätzlich ist mit einer restriktiveren Geldpolitik zu rechnen,...*

*...was jedoch an Fortschritte auf dem Arbeitsmarkt geknüpft ist,...*

*...die zuletzt ausblieben.*

*Der August als Ausreißer,...*

alte Niveau des Stellenaufbaus anknüpfen. Offiziell veröffentlicht wird der Arbeitsmarktbericht für Oktober aber erst nach der Notenbanksitzung Anfang November. Natürlich könnte die Notenbank Insiderinformationen haben oder bis zur letzten Sitzung in diesem Jahr im Dezember abwarten. Insofern liegt eine Tapering-Ankündigung noch in diesem Jahr durchaus im Bereich des Möglichen.

*...würde ein Tapering im Dezember ermöglichen.*

Im gegenteiligen Szenario einer fortgesetzten Beeinträchtigung des Jobaufbaus durch erhöhte Neuinfektionen fällt vermutlich auch der Arbeitsmarktbericht im September enttäuschend aus, und die eigentliche Bewährungsprobe würde erst mit Eintritt des Herbsts folgen, wenn die Ansteckungen aufgrund der kalten Witterung wieder zunehmen könnten. Unter Umständen verschöbe sich ein Tapering dann bis Frühjahr 2022. Am Markt wird gegenwärtig aber fast ausschließlich das erste Szenario diskutiert. Das Überraschungspotenzial liegt also eindeutig beim zweiten.

*Im Alternativszenario verschiebt sich das Tapering auf 2022.*

Unabhängig von diesen Richtungsentscheidungen in der nahen Zukunft ist es immer wieder auch interessant, wie die geldpolitisch Verantwortlichen grundsätzlich über die Wirtschaftswelt denken. Das erwähnte Symposium in Jackson Hole bot hierzu einmal mehr interessante Einblicke, da die Vorträge von der regionalen Notenbank von Kansas-City als Veranstalterin ausgewählt werden. Besondere Aufmerksamkeit erhielt ein Beitrag von Atif Mian (Universität Princeton), Ludwig Straub (Universität Harvard) und Amir Sufi (Universität Chicago), der das Phänomen der niedrigen Zinsen unseres Zeitalters mit der höheren Sparleistung des vermögenden Teils der Babyboomer-Generation und damit letztendlich mit der gesellschaftlichen Ungleichheit in den USA erklärt. Die vielen Ersparnisse würden demnach zu einem Überangebot an Kapital führen.

*Sparschwemme und Ungleichheit als Quelle des Übels,...*

Diese Erklärung ist für die Notenbank insofern bequem, da die Verantwortung für die Niedrigzinsen somit bei der Gesellschaft allgemein (Demografie) und der Regierung (nicht ausreichende soziale Umverteilung) liegt. Tatsächlich ist die Hypothese vom „Savings Glut“, also der Sparschwemme der US-Babyboomer, aber bereits mehr als 20 Jahre alt und angesichts der international verflochtenen Kapitalströme zumindest nicht vorbehaltlos gültig. Und umgekehrt wird es vermutlich kaum geschehen, dass sich die Notenbank Wissenschaftler ins Haus holt, welche die seit Jahren sinkenden Kapitalmarktrenditen mit der grundsätzlichen Geldschwemme der Zentralbanken erklären oder mit einem abnehmenden Wirtschaftswachstum aufgrund einer sinkenden Leistungsbereitschaft der Bevölkerung durch die steigende Umverteilung. Insofern gleichen die obersten Zirkel der Notenbanken nicht selten Glaubensgemeinschaften, die sich ausschließlich auf solche Menschen und Meinungen einlassen, die ihre eigene Weltanschauung bestätigen.

*...passen zum Weltbild der Notenbanken.*

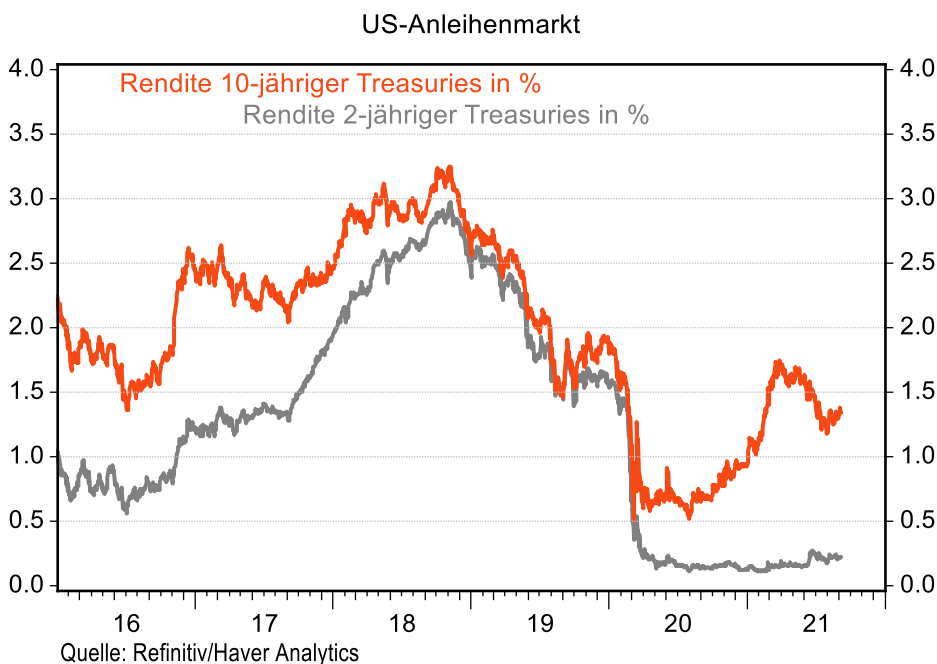
**Ob das Tapering nur kurzfristig aufgeschoben wird und noch in diesem Jahr kommt, oder ob die schrittweise Rückführung der Anleihekäufe erst 2022 ankündigt werden wird, entscheidet sich in den nächsten Wochen vermutlich vor allem an der medizinischen Front. Steigende Corona-Neuinfektionen und ein stark ausgelastetes Gesundheitssystem wären demnach Anzeichen einer Verschiebung. Unabhängig hiervon würde die US-Geldpolitik auch mit einem Tapering stark akkommodierend bleiben.**



## Rentenmarkt

Innerhalb der gesamten Wirtschafts- und Börsenwelt gibt der US-Rentenmarkt derzeit die größten Rätsel auf. Vor allem die Entwicklung der vielbeachteten Rendite von 10-jährigen US-Staatsanleihen sticht hervor. Sie stieg bekanntlich im 1. Quartal von 0,91 % auf in der Spitze 1,77 %, fiel dann aber bis Anfang August auf 1,13 % zurück, um seitdem wieder leicht zu steigen (siehe Grafik unten).

*Renditen waren zuletzt wieder aufwärts gerichtet.*



Dabei stellt sich die Frage, ob „nur“ gewisse Sonderfaktoren das Auf und Ab der Renditen bestimmen, oder ob die Akteure am Rentenmarkt vielleicht doch eine besonders gute Vorausschau auf die kommenden Ereignisse haben. Ein in letzter Zeit oftmals wiederholtes Bonmot lautet, dass der Rentenmarkt „intelligenter“ sei als der Aktienmarkt, da dort mehr professionelle Marktteilnehmer aktiv sind.

*Die Bewegungen am US-Rentenmarkt bleiben rätselhaft,...*

Für eine besonders gute Vorausschau spräche der Umstand, dass der Renditeanstieg im 1. Quartal die ausgezeichnete wirtschaftliche Erholung im 2. und 3. Quartal bereits vorwegnahm. Hierdurch wurde nämlich eine baldige Normalisierung der Geldpolitik wahrscheinlicher, wie sie sich durch die geänderten Stellungnahmen von Notenbankchef Powell auch tatsächlich ausdrückte. Aber dann hätten die Marktteilnehmer auch bereits im Frühsommer ihre Meinung ändern und jene Konjunktursorgen aufziehen sehen müssen, über die hier im Bericht erst jetzt diskutiert wird. Und außerdem stieg die Rendite der 10-jährigen Treasuries in den letzten vier Wochen um rund 30 Basispunkte an, was erneut im Widerspruch zu den jüngsten Entwicklungen steht. Wie oben ausgeführt, rückte der Arbeitsmarktbericht für August einen möglichen Tapering-Beschluss eher ein Stückchen weiter in die Zukunft.

*...und lassen sich weder mit einer guten Vorausschau,...*

Auf den denkbaren Einfluss etwaiger Sonderfaktoren wie eine spekulative Übertreibung an den Märkten wurde bereits in den letzten Berichten aufmerksam gemacht. Hierzu zählt auch das Argument eines großen Finanzpolsters des US-Schatzamt bei der Notenbank, welches eine langsamere Gangart bei den Anleiheemissionen über den Sommer möglich machte, die wiederum auf

*...noch mit Sonderfaktoren stringent erklären.*

unverändert hohe Anleihekäufe der Notenbank traf. Dieser Effekt müsste angesichts des Abschmelzen jenes Puffers mittlerweile aber aufgebraucht sein, beziehungsweise durch ein anderes Thema überlagert werden: Die Vereinbarung des früheren US-Präsidenten Trump mit der demokratischen Partei über eine temporäre Aufhebung der Schuldenobergrenze ist vor ein paar Wochen ausgelaufen. Aktuell können die Zahlungen der Regierungen zwar noch aufgrund vorhandener Liquiditätsbestände durchgeführt werden. Aber erst gestern warnte Finanzministerin Janet Yellen in einem Schreiben an die Vorsitzende des Repräsentantenhauses, Nancy Pelosi, dass der Regierung noch „im Lauf des Monats Oktober“ das Geld ausgehen würde. Der US-Wirtschaft und den Finanzmärkten würde in diesem Fall ein „nicht wieder gutzumachender Schaden“ entstehen.

*Ein neuer „Government Shutdown“ wird wahrscheinlicher.*

Angesichts der politisch verhärteten Fronten in Washington und der Tendenz der letzten Jahren von immer längeren „Government Shutdowns“ überrascht die Gelassenheit, mit der die Märkte auf dieses Risiko reagieren. Offenbar herrscht die Ansicht vor, dass sich die Kontrahenten in den kommenden Wochen noch rechtzeitig einigen werden. Das Überraschungsmoment liegt damit eindeutig auf der Seite einer fehlenden Einigung. In diesem Fall könnten Staatsanleihen gesuchte Schutzhäfen für Kapital werden, was die Rendite unter Druck setzen dürfte. Der Wiederanstieg der Renditen am langen Ende der Zinsstrukturkurve in den letzten Wochen ist auch vor dem Hintergrund der wieder steigenden Neuinfektionen in den USA überraschend. Eine nachhaltige Verschiebung der Tapering-Ankündigung auf Dezember oder das Jahr 2022 scheint in den Kursen jedenfalls noch nicht eingepreist zu sein.

*Am Rentenmarkt wurden neue Risiken zuletzt eher ausgeblendet.*

**Die Gemengelage am US-Rentenmarkt bleibt rätselhaft: Angesichts der guten Konjunktur und der Aussicht auf ein Tapering sowie des deutlichen Anstiegs der Inflation hätten die Renditen in den Sommermonaten eigentlich steigen müssen. Stattdessen sind sie gefallen. Und angesichts der Aussicht auf eine Verschiebung des Taperings, einer möglichen Abkühlung des Wirtschaftswachstums aufgrund neuer Corona-Restriktionen und des Risikos eines „Government Shutdowns“ im Oktober wäre eigentlich mit einer moderaten Entwicklung der Renditen in den letzten Tagen zu rechnen gewesen. Hierfür spricht auch das mutmaßliche Erreichen des Inflationszenits. Stattdessen steigen die Renditen aber seit Anfang August wieder leicht an. Da sich letztlich immer die Fundamentaldaten durchsetzen, dürften die Anleiherenditen lang- bis mittelfristig mit der Wirtschaftserholung wohl ansteigen. Kursfristig könnten jedoch noch nicht eingepreiste volkswirtschaftliche Risiken das Geschehen dominieren.**

## Aktienmarkt

Seit dem Sieg von Joe Biden bei der US-Präsidentschaftswahl im November 2020 und der kurz darauf erfolgten Bekanntgabe erfolgreicher Impfstofftests befindet sich der breite US-Aktienmarkt in einer fast schnurgeraden Aufwärtsbewegung mit nur minimal ausgeprägten vorübergehenden Rücksetzern. Mit Abstrichen gilt dies auch für die Indizes der Technologiebörse NASDAQ. Hier war im Frühjahr 2021 eine längere Stagnationsphase zu beobachten (siehe Grafik nächste Seite). Zu den Treibern dieser Entwicklung gehören in erster Linie die Aussicht auf ein üppiges Gewinnwachstum nach dem Einbruch im Krisenjahr 2020 sowie die lockere

*US-Aktienmärkte auf Rekordkurs,...*

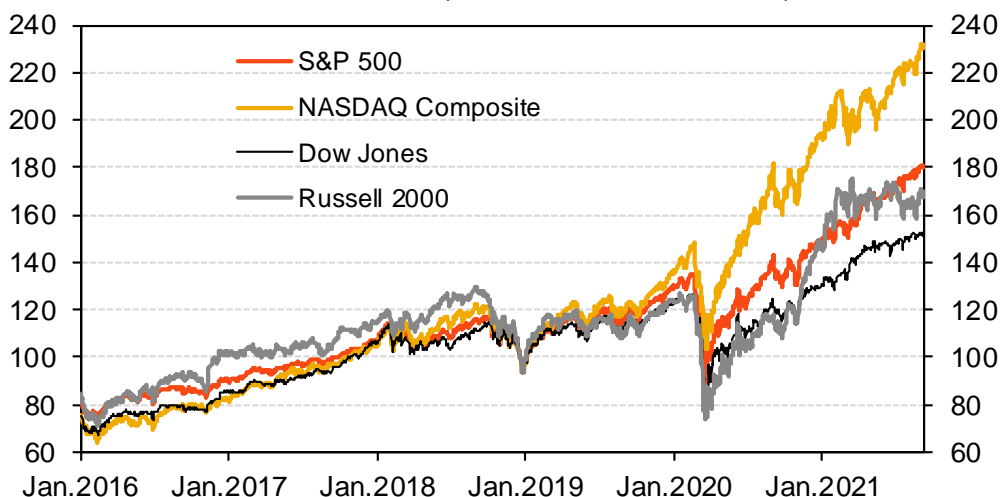
Geldpolitik, welche Aktien in den Augen des Marktes nahezu alternativlos erscheinen lässt. In zweiter Linie spielt hierbei aber auch der Strukturwandel eine Rolle, denn die Gewinnsteigerungen von Unternehmen aus dem Technologiebereich gehen häufig zulasten getrübler Perspektiven für Betriebe aus althergebrachten Branchen, die nicht selten mittelständisch organisiert sind und deshalb häufig nicht an der Börse notiert werden.

*...was auch dem Strukturwandel geschuldet ist, ...*

Dieses Muster schlägt sich auch in der jüngeren Vergangenheit in den Zahlen nieder. Seit der Veröffentlichung des letzten US-Kapitalmarktberichtes vor zwei Monaten stieg der NASDAQ Composite-Index um 4,0 % an und der S&P 500 um immerhin 3,3 %. Der Dow Jones-Index mit den Old Economy-Werten legte dagegen nur um 0,5 % zu, und der Nebenwerte-Index Russell 2000 verlor sogar 1,3 %. Das Kursbarometer der kleinen und mittelgroßen Aktiengesellschaften „aus der zweiten Reihe“ weist damit zumindest seit dem Frühjahr eine erhebliche Underperformance auf. Für das Gesamtjahr sieht die Bilanz bis jetzt dagegen überdurchschnittlich aus. Dow Jones und Russell 2000 legten rund 14 % zu, der S&P 500 gut 20 % und der NASDAQ Composite knapp 19 %. Damit wäre eigentlich bereits ein guter Zeitpunkt erreicht, um die Bücher für 2021 zu schließen.

*...der vor allem den Technologieaktien hilft.*

US-Aktienindizes (umbasiert 01.01.2019=100)



Quelle: Haver Analytics, eigene Darstellung

Tatsächlich sind aber erst gut zwei Drittel des Jahres vorübergegangen. Und wie oben ausgeführt, sind für die nächsten Wochen Risiken erkennbar, welche die bislang gute Bilanz im letzten Drittel noch verhaseln könnten. Stellenweise sind die Aktienkurse der Gewinnentwicklung der Unternehmen stark vorausgelaufen. Die Konsequenz ist eine Ausweitung der Bewertungen. So ergibt sich beispielsweise für den S&P 500 aktuell ein weit überdurchschnittliches Kurs/Gewinn-Verhältnis von 27.

*Die Aktienbewertungen sind bekanntlich hoch, ...*

Dass die Bewertungen hoch sind, ist zwar keine Neuigkeit an den Börsen. Werden die erwarteten Gewinnsteigerungen des nächsten Jahres in die Rechnung mit einbezogen, dann sehen die Kennzahlen gleich besser aus. Und im Vergleich mit dem Rentenmarkt erscheint der Aktienmarkt nicht einmal überbewertet. In dieser Woche wagten sich jedoch gleich mehrere US-amerikanische und europäische Großbanken mit der Empfehlung hervor, den Anteil von US-Aktien in den Portfolios vorerst lieber zu reduzieren. So stufte Morgan Stanley US-Aktien auf

*...was zuletzt Warnungen von Banken auslöste.*

„Untergewichten“ herab. Der Grund seien die „sehr großen Risiken“ für das kurzfristige Wachstum. Ähnliche äußerten sich die Citigroup, die Bank of America und die Credit Suisse.

Aus unserer Perspektive dürften die Aktienmärkte in den kommenden Monaten von zwei gegensätzlichen Faktoren beeinflusst werden. Ergeben sich aus den steigenden Corona-Infektionen oder einem Government Shutdown tatsächlich neue Konjunkturrisiken, dann erhöht sich die Wahrscheinlichkeit für ein Verschieben des Taperings und damit eine Fortsetzung der Liquiditätsflut, welche die Aktienmärkte in der Vergangenheit unterstützte. Bleiben die skizzierten Probleme dagegen aus, dann dürfte dem Markt über kurz oder lang das zusätzliche Dopingmittel der Anleihekäufe entzogen werden.

**Für den Aktienmarkt lassen sich für die kommenden Monate einige Hürden identifizieren, die zu einem verhalteneren Kursverlauf führen dürften. Die Wertentwicklung der letzten Monate sollte jedenfalls nicht auch für die kommenden erwartet werden, selbst wenn sich die Corona- und Shutdown-Sorgen in Luft auflösen sollten. Die Volatilität könnte darüber hinaus zunehmen. Dies gilt insbesondere vor dem Hintergrund der aktuell demonstrierten Sorglosigkeit an den Börsen, wo die Gefahren bislang weitgehend ausgeblendet werden. Für den Fall, dass steigende Corona-Zahlen zu neuen Einschränkungen des Wirtschaftslebens führen, könnte abermals eine Branchenrotation einsetzen. Gefragt wären vermutlich wenig konjunktursensible Werte und Geschäftsmodelle aus dem Online-Handel, also klassische „Stay at home“-Branchen. Zunächst könnte jedoch die bald wieder beginnende Berichtssaison für das dritte Quartal noch für positive Meldungen sorgen. Vermutlich machen viele Unternehmen auch seit Anfang Juli glänzende Gewinne.**

*Märkte werden von  
divergierenden  
Faktoren beeinflusst.*

## 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

	Q1 19	Q2 19	Q3 19	Q4 19	Q1 20	Q2 20	Q3 20	Q4 20	Q1 21	Q2 21	09.09.
CRB-Index**	183,8	181,0	173,9	185,8	121,8	138,0	148,5	167,8	185,0	213,4	219,3
Ölpreis (Brent)*	68,4	66,6	60,8	66,0	22,8	41,2	41,0	51,8	63,5	75,1	72,4

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.