

Kapitalmarktbericht USA

Nr. 5: Fed-Chef Powell nimmt sich seinen Vorgänger Volcker zum Vorbild



9. September 2022

Konjunktur und Geldpolitik: Unsere Einschätzung über die Konjunktur und die Geldpolitik hat sich in den vergangenen zwei Monaten quasi nicht geändert, sondern lediglich in Details akzentuiert. Die US-Konjunktur steuert grundsätzlich auf eine Rezession zu, aber viele Indikatoren und insbesondere der Arbeitsmarkt entwickeln sich weiterhin sehr robust. Dies hält der Notenbank den Rücken frei, mit Leitzinserhöhungen die fast unverändert hohe Inflation zu bekämpfen. Fed-Chef Powell will sich dabei an der konsequenten Vorgehensweise seines Vorgängers Paul Volcker Ende der 1970er Jahre/Anfang der 1980er Jahre orientieren.

Rentenmarkt: Im Juli dominierte an den Renten- und Aktienmärkten längere Zeit die Vorstellung eines spätestens zum Jahreswechsel 2022/23 wieder endenden Zinserhöhungszyklus der US-Notenbank, der deshalb bereits in Form sinkender Renditen eingepreist wurde. Erst mit dem August setzte sich die Erkenntnis durch, dass diese Erwartungen verfrüht sein könnten, und die Renditen stiegen wieder an. Aktuell scheint der Markt die Höchststände der Renditen von Mitte Juni testen zu wollen.

Aktienmarkt: Auch die Aktienmärkte setzten nach der Ausverkaufswelle ab Mitte Juni zu einer Gegenbewegung an, die Mitte August ihren Höhepunkt erreichte. Danach sanken die Kurse etwas. Aber ähnlich wie die Konjunkturindikatoren halten auch sie sich relativ robust. Vermutlich dürfte ihnen in den kommenden Monaten noch mehr Gegenwind bevorstehen.

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

Konjunktur und Geldpolitik

Technisch gesehen und nach europäischen Standards gemessen befinden sich die USA in einer Rezession. So verlief die Wirtschaftsentwicklung bereits in zwei aufeinanderfolgenden Quartalen negativ: Im 1. Quartal schrumpfte das Bruttoinlandsprodukt (BIP) um annualisiert 1,6 %, und die finale Schätzung für das 2. Quartal, die Ende August bekanntgegeben wurde, liegt bei minus 0,6 %. In den USA wird eine Rezession allerdings nicht unmittelbar an den BIP-Zahlen festgemacht, sondern vom National Bureau of Economic Research (NBER) in Cambridge (Massachusetts) festgestellt, einer vor 102 Jahren gegründeten unabhängigen Forschungsorganisation. Konkret zuständig für die Ausrufung einer Rezession ist das sogenannte Business Cycle Dating Committee, welches sich aus acht renommierten Ökonomen zusammensetzt. Vertreten sind aktuell Professoren aus Harvard, Cambridge, Princeton, der Northwestern University sowie der Universität von Kalifornien in Berkely und San Diego.

Eine Rezession wird vom NBER definiert als „signifikanter Rückgang der Wirtschaftsaktivitäten in der gesamten Volkswirtschaft, die mehr als ein paar Monate anhält und die üblicherweise im realen BIP, dem realen Einkommen, der Beschäftigung, der Industrieproduktion und den Umsätzen im Groß- und Einzelhandel sichtbar wird“. Und vor diesem Hintergrund bestehen aktuell gute Gründe, warum das NBER für den aktuellen Fall noch keine Rezession ausrief.

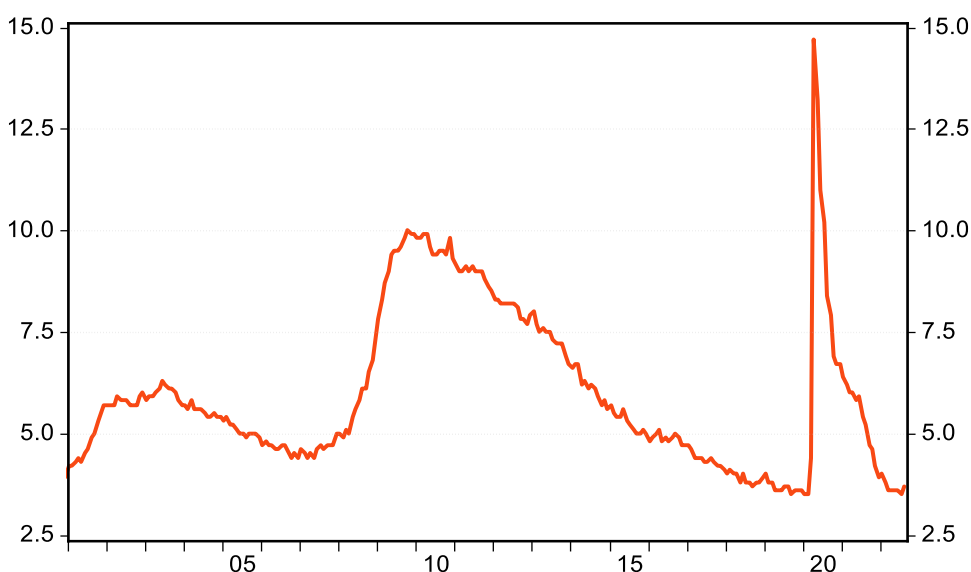
Der momentan vielleicht wichtigste Aspekt ist der Arbeitsmarkt. Gemäß der jüngsten Veröffentlichung für August stieg die Arbeitslosenquote zwar von 3,5 % auf 3,7 %. Aber unabhängig von dieser geringfügigen Erhöhung befindet sich die Arbeitslosigkeit immer noch im Bereich der tiefsten Stände seit mehreren Jahrzehnten. So wurde eine Quote von nur 3,5 % außer im Juli 2022 nur in den beiden Monaten Januar und Februar 2020, also kurz vor Beginn der Corona-Krise in den USA, festgestellt, und damals handelte es sich um eine seit 1968 nicht mehr erreichte historische Marke.

USA sind trotz Rückgang des BIPs noch nicht in der Rezession,...

...da in den USA ein Multifaktormodell zur Rezessionsbestimmung genutzt wird,...

...und der Arbeitsmarkt weiterhin sehr robust ist.

USA: Arbeitslosenquote



Quelle: Bureau of Labor Statistics/Haver Analytics

Zu dem leichten Anstieg der Quote auf 3,7 % ist zudem anzumerken, dass sie vor allem auf eine Erhöhung der Erwerbsquote von 62,1 % auf 62,4 % zurückgeht. Ein solcher Anstieg ist dann der Fall, wenn sich mehr Menschen als bislang arbeitssuchend melden, was aktuell aber nicht etwa vermehrten Entlassungen geschuldet ist. Im Moment melden sich vielmehr vor allem solche Menschen neu als arbeitssuchend, die bislang kein Interesse an einer Arbeit hatten oder sich selbst nur schlechte Chancen auf dem Arbeitsmarkt einräumten, und die sich aufgrund der guten Nachrichten über reichlich vorhandene Jobs nun auf die Stellensuche machen. Die Überlegung, ob hierunter vielfach Menschen sein könnten, die bislang mit den üppigen Sozialleistungen aus der Corona-Zeit über die Runden kamen und deren Reserven nun nicht zuletzt durch die hohe Inflation aufgezehrt wurden, wäre auch möglich, aber nicht mit Zahlen belegbar. Jedenfalls begann die Erwerbsquote im November 2021 und damit kurz nach Auslaufen der letzten Corona-Sonderzahlungen der Biden-Administration signifikant zu steigen, und nach einem Rückgang in den Sommermonaten 2022 dreht sie jetzt wieder nach oben.

Zuletzt stieg die Erwerbsquote,...

Tatsache ist jedenfalls, dass nach den jüngsten Zahlen im August 315.000 neue Stellen geschaffen wurden, ein Anzeichen für den weiterhin brummenden Arbeitsmarkt in den USA. Von einer „jobless recovery“, also einem Wirtschaftsaufschwung mit nur geringfügigem Arbeitsplatzaufbau wie nach Überwindung der Finanzkrise 2008 und dem Platzen der Dotcom-Blase kann aktuell keine Rede sein. Im Juli wurden in den Vereinigten Staaten 11,239 Mio. offene Stellen gemeldet, während sich die Anzahl der Erst- und Folgeanträge auf Arbeitslosengeld zuletzt auf circa 1,6 Mio. beläuft. Werden darüber hinaus noch weitere Arbeitslose ohne direkte Versicherungsansprüche hinzugezählt, dann waren nach den jüngsten Zahlen rund 6,0 Mio. Menschen arbeitssuchend. Auf einen Arbeitslosen kamen demnach rechnerisch knapp 1,9 offene Stellen.

...aber es gibt weiterhin viele freie Arbeitsstellen,...

Es muss nicht extra betont werden, dass sich Arbeitssuchende und offene Stellen nicht immer zwangsläufig in der gleichen Region befinden. Außerdem besteht oftmals eine Diskrepanz zwischen Qualifikation der Jobsuchenden und Anforderungen der Stelle. In der Summe haben Arbeitslose im Moment aber eine gute Verhandlungsposition, wie die im August unverändert bei 5,2 % befindliche Jahresrate der Steigerung der durchschnittlichen Stundenlöhne zeigt.

...was sich auch in steigenden Stundenlöhnen niederschlägt.

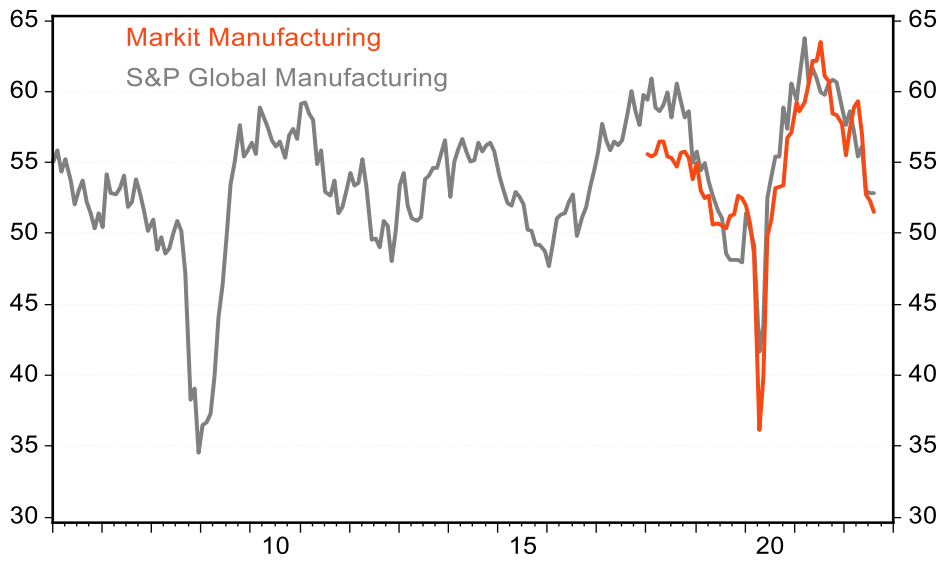
Beeindruckend sind übrigens stets die hohen absoluten Zahlen der Bewegungen auf dem US-Jobmarkt. Im Juli wurden 1,4 Mio. Menschen von ihren Arbeitgebern entlassen, was 0,9 % der Arbeitskräfte entspricht, aber unter den Werten von 1,7 bis 1,8 Mio. pro Monat vor der Corona-Krise liegt. Offenbar haben die Arbeitgeber aktuell ein Interesse daran, ihre Kräfte zu halten. Zusätzlich gingen im Juli 350.000 Personen in den Ruhestand, und 4,2 Mio. Menschen kündigten ihre Stelle, immerhin 2,7 % der Arbeitskräfte. Auf der anderen Seite wurden 6,4 Mio. Menschen neu eingestellt. Um den Arbeitsmarkt spürbar abzukühlen und damit die Inflation zu dämpfen, wird die Notenbank wohl noch in den kommenden Monaten kräftig an der Zinsschraube drehen müssen.

Im Juli wurden 6,4 Mio. Stellen neu besetzt.

Auch andere Konjunkturindikatoren deuten noch immer auf eine robuste Wirtschaftsentwicklung in den USA hin, auch wenn Spuren einer gewissen Eintrübung erkennbar sind. So fallen die Einkaufsmanagerindizes für das verarbeitende Gewerbe mit kurzen Unterbrechungen bereits seit ungefähr einem Jahr und nähern sich allmählich wieder den Ständen vom Frühsommer 2020 an, als der erste Corona-Schock zwar schon überwunden war, aber viele Betriebe noch belastete (siehe Grafik nächste Seite).

Die Stimmung unter den Einkaufsmanagern kühlt sich ab,...

USA: Stimmung im verarbeitenden Gewerbe



Quelle: S&P Global, Institute for Supply Management/Haver Analytics

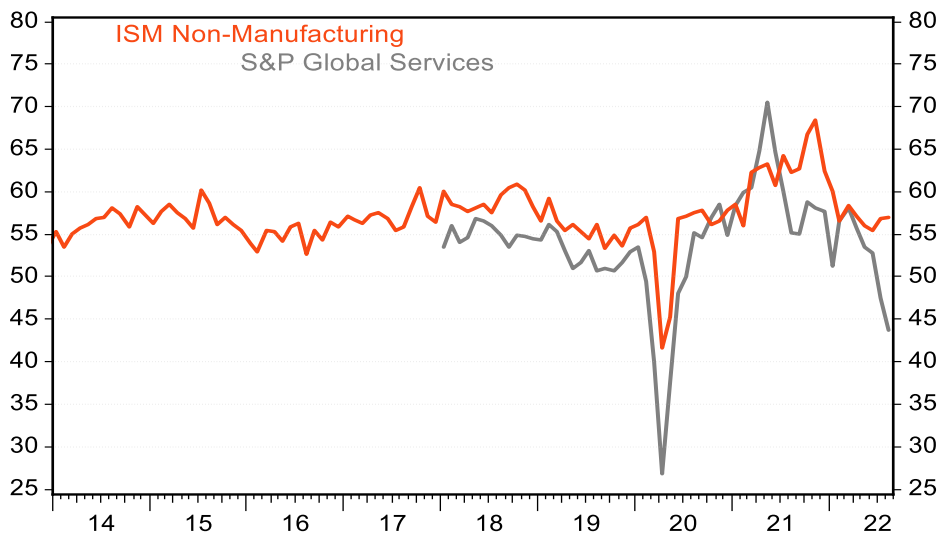
Mit Indexständen von 52,8 Punkten (Institute for Supply Management, ISM) beziehungsweise 51,5 Punkten (S&P Global) halten die beiden Einkaufsmanagerindizes jedoch noch einen gewissen Puffer zur 50-Punkte-Marke ein, die allgemein als Schwellenwert für eine wirtschaftliche Expansion gilt.

...doch das Rezessionsniveau wurde noch nicht erreicht,...

Etwas anders sieht es bei den Einkaufsmanagerindizes der beiden Erhebungsinstitute für den Dienstleistungssektor aus (siehe Grafik unten). Während der Index des ISM im August sogar noch leicht auf 56,9 Punkte angestiegen war und sich damit deutlich oberhalb der 50-Punkte-Schwelle bewegt, ist bei seinem Pendant aus dem Hause S&P Global bereits seit Monaten ein Absturz zu beobachten. Mit einem Werte von 43,7 Punkten erreichte er zuletzt eindeutig Rezessionsniveau.

...mit Ausnahme eines Index von S&P Global.

USA: Stimmung im Dienstleistungssektor



Quelle: Institute for Supply Management, S&P Global/Haver Analytics

Auch in der Vergangenheit, insbesondere im Sommer 2021, war schon ein Auseinanderlaufen der beiden Indizes zu beobachten, doch im aktuellen Fall erscheint die Divergenz besonders extrem. Vermutlich ist die Stimmung im Dienstleistungsbereich nicht ganz so schlecht, wie es der Index von S&P Global vermittelt. Dieser zeigte sich schon öfters etwas volatil, so dass die absoluten Stände mit Vorsicht interpretiert werden sollten. Hinzu kommt, dass gemäß den jüngsten Statistiken in den typischen Dienstleistungsbranchen wie Freizeit und Beherbergung sowie im Einzelhandel unverändert viele Einstellungen neuer Arbeitskräfte erfolgten.

Der Index von S&P Global ist sehr volatil,...

Auf der anderen Seite könnte der Einkaufsmanagerindex des ISM die Lage etwas zu positiv darstellen, da der Anstieg der Preise im Dienstleistungsbereich als positives Zeichen für die Konjunktur gewertet wird. In einer Hochinflationzeit wie jetzt ist diese Schlussfolgerung nur bedingt sinnvoll. Insofern dürfte die Wahrheit in der Mitte der beiden Indizes liegen.

...aber der ISM-Index stellt die Lage zu positiv dar.

Die Signale für die US-Konjunktur sind auf Rezession gestellt, was nicht zuletzt an der mittlerweile schon seit mehr als zwei Monaten negativen Zinsstruktur festgemacht werden kann. Aber da der Grund für den erwarteten Abschwung in der restriktiveren Geldpolitik liegt, und diese nur allmählich und mit Zeitverzögerung wirkt, hält sich die Konjunktur bislang relativ robust. Die jüngsten Indikatoren lassen sogar erahnen, dass der Eintritt der Rezession auf der Zeitachse eher etwas weiter nach hinten zu rücken scheint. Ein beschleunigter Rückgang der Wirtschaftsaktivitäten bleibt hiervon unabhängig aber dann möglich, wenn die Verteuerung des Geldes durch die Notenbank und der Liquiditätsentzug zu einer Art Betriebsunfall führt, beispielsweise der Pleite eines größeren Unternehmens oder dergleichen mit entsprechenden Folgewirkungen für größere Teile der Wirtschaft.

Auf der jüngsten Sitzung des für die Geldpolitik zuständigen Offenmarktausschusses der US-Notenbank Ende Juli wurde das Zielband für den Geldmarktsatz wie bereits im Juni um 75 Basispunkte erhöht. Es beläuft sich damit aktuell auf 2,25 % bis 2,50 %. Zu dieser Zeit setzte sich an den Märkten die Vorstellung durch, dass die Notenbank zukünftig mit kleineren Schritten vorgehen würde und das Ende der Leitzinserhöhungen bereits absehbar sei. Zu dieser voraussichtlichen falschen Einschätzung dürfte Notenbankchef Powell unfreiwillig selbst beigetragen haben, denn auf der Pressekonferenz nach der Notenbanksitzung erläuterte er seine Sicht auf den zukünftigen Pfad der Geldpolitik mit großer Offenheit. Dabei schilderte er, dass die Fed den Umfang der Zinsschritte verringern wird, sobald sich der Leitzins dem als restriktiv angesehenen Niveau nähert. Konkret bedeutet dies Zinsschritte über 50 Basispunkte und später über 25 Basispunkte gegen Ende des Zinserhöhungszyklus.

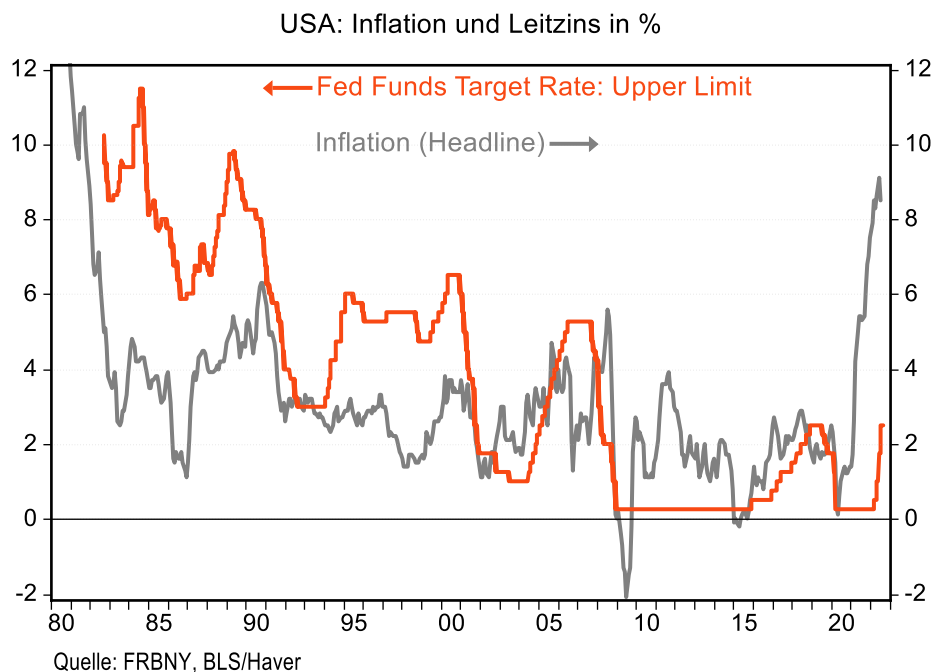
Fed-Chef Powell wurde von den Märkten missverstanden,...

Diese Ausführungen in Verbindung mit der bereits seit Mai leicht rückläufigen Kernrate der Inflation wirkte wie Wasser auf die Mühlen aller derjenigen Marktteilnehmer, die auf einen baldigen „Pivot“, also ein Drehen der Leitzinsmeinung der Fed gesetzt hatten. Übersehen wurde dabei, dass es zu Powells persönlichem Stil gehört, die Vorstellungen des Offenmarktausschusses sehr transparent darzustellen. Im Gegensatz hierzu hatten andere Notenbankpräsidenten und hierunter vor allem Alan Greenspan (1987-2006) häufig versucht, mit pointierten Aussagen die Märkte in die von ihnen gewünschte Richtung zu lenken.

...die sich auf ein baldiges Ende von Leitzinserhöhungen freuen.

Mit Blick auf die weiterhin hohe und erst im Juli von 9,1 % auf 8,5 % gesunkene Inflation kann jedoch von einer Entspannung von dieser Seite noch nicht wirklich die Rede sein. Hinzu kommt vor allem die nach wie vor angespannte Lage auf dem Arbeitsmarkt. Und drittens ist der Realzins mit aktuell etwa -6,0 % (8,5 % Inflation abzüglich 2,5 % Leitzins) noch weit davon entfernt, restriktiv zu wirken.

Der Leitzins wirkt noch nicht restriktiv,...



Zwar hatten sich verschiedene Mitglieder des Offenmarktausschusses im Nachgang an die letzte Notenbanksitzung mit falkenhaften Kommentaren an die Öffentlichkeit gewandt und auf diesem Wege versucht, die Märkte zu beeinflussen. Dort setzte sich aber erst im Vorfeld der Notenbankkonferenz von Jackson Hole Ende August die Einsicht durch, dass es verfrüht war, von einem „Pivot“ auszugehen.

...weshalb Erwartungen über einen „Pivot“ verfrüht sind.

Tatsächlich nutzte Fed-Chef Powell seine Rede auf dieser Konferenz, um auf den bislang unverändert restriktiven Kurs seiner Notenbank aufmerksam zu machen. In seinem nur ungefähr zehn Minuten umfassenden Beitrag wiederholte er vor allem diejenigen Aspekte, die für eine Straffung der Geldpolitik sprechen. Eine weitere Leitzinserhöhung um 75 Basispunkte auf der Sitzung am 21. September wäre demnach im Bereich des Möglichen. Aktuell ist ein solcher Schritt an den Terminmärkten zu ungefähr 87 % eingepreist.

Die Märkte rechnen jetzt überwiegend mit einem weiteren Jumbo-Zinsschritt,...

Außerdem wies Powell auf die Erfahrungen seines Amtsvorgängers Paul Volcker hin, der Ende der 1970er Jahre mit massiven Leitzinserhöhungen die mehrjährige Hochinflationsphase in den USA beendete. Volcker zeigte damals einen Ausweg aus der bis dahin bestehenden Problematik stets wiederkehrender hoher Raten nach lediglich halbherzigen Leitzinserhöhungen der Fed. Die Lehre hieraus sei, dass die Notenbank ihren Job richtig machen müsse.

...da sich Powell auf seinen Amtsvorgänger Volcker beruft,...

Übertragen auf die aktuelle Situation lassen sich die Worte von Powell so interpretieren, dass die Fed keinesfalls die Straffung der Geldpolitik beenden wird, nur weil sich die Inflationsraten mäßig von ihren Höhepunkten entfernt haben. Der Leitzins wird vermutlich weiter ansteigen und sich länger auf dem höheren Niveau

...und Fehler der Vergangenheit nicht wiederholen möchte.

befinden als bislang geglaubt, und zwar so lange, bis die Inflation wirklich nachhaltig gesunken ist. In Marktkreisen wurde hierfür in den vergangenen Monaten eine Zielgröße von etwa 4,0 % genannt. Aber selbst hinter diesem Wert, der einen Rückgang der Inflationsrate um 4,5 Prozentpunkte gemessen am jüngsten Stand entspricht, muss nach den Aussagen von Powell zumindest im Fall eines „Soft Landings“ der Konjunktur ein großes Fragezeichen gesetzt werden. Der Fed-Chef hebt zuletzt immer stärker die Zielgröße von 2 % hervor.

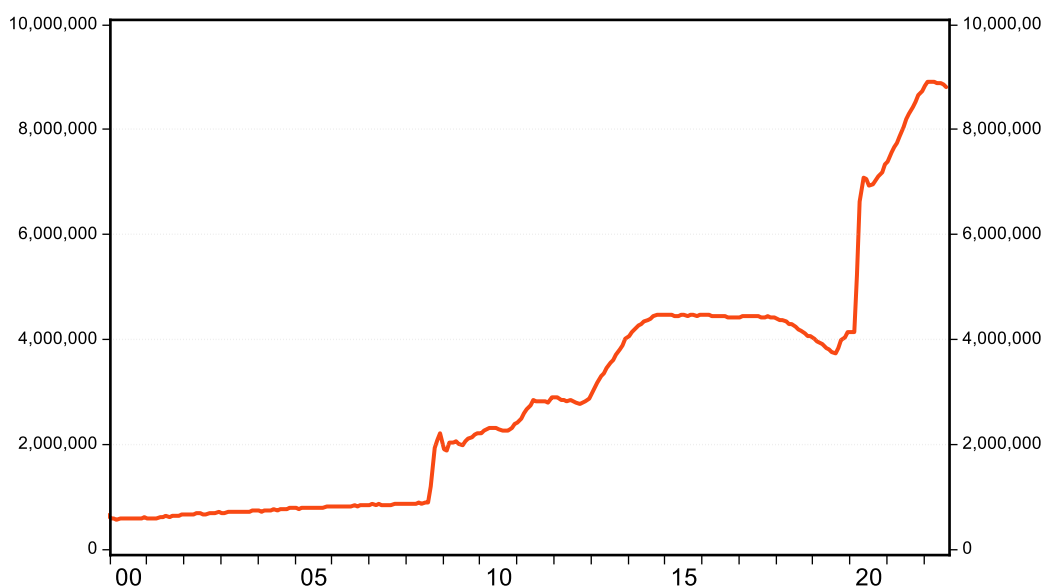
Außerdem betonte Powell nochmals, dass die Leitzinserhöhungen mit Schmerzen für die Wirtschaft und die Privathaushalte verbunden sein werden. Übersetzt bedeutet dies, dass die Fed die Inflationsbekämpfung höher gewichtet als die Entwicklung der Konjunktur.

Neben den Leitzinserhöhungen wirkt übrigens auch das „Quantitative Tightening (QT)“ restriktiv, welches bereits vor Monaten beschlossen wurde: Ab diesem Monat verdoppeln sich die Beträge der Bilanzrückführung auf Staatsanleihen im Volumen von 60 Mrd. US-Dollar pro Monat sowie Hypothekendarlehen im Volumen von 35 Mrd. US-Dollar. Das Abschmelzen der Notenbankbilanz, die in der Corona-Krise massiv aufgebläht wurde (siehe Grafik unten), dürfte an den Kapitalmärkten und in der Wirtschaft nicht ohne Folgen bleiben.

Die Fed wird eine Rezession hinnehmen...

...und ihre Bilanz weiter abbauen.

USA: Bilanzsumme der Fed in Mio. US-Dollar



Quelle: Federal Reserve Board/Haver Analytics

Wie bereits vor zwei Monaten an dieser Stelle geschrieben, ist die Erwartung eines baldigen Umsteuerns der US-Notenbank reines Wunschdenken. Die Fed wird die Leitzinsen auch auf den kommenden Sitzungsterminen des Offenmarktausschusses kräftig anheben, da sie angesichts der hohen Inflationsraten und des unverändert starken Arbeitsmarktes beträchtlich „behind the curve“ gefallen ist. Ein Leitzinsniveau von 3,5 % bis eventuell 4,0 % ist für die kommenden Monate sehr wahrscheinlich, und danach wird der Leitzins voraussichtlich länger auf diesem Niveau verharren als bislang am Markt angenommen wird. Interessant werden in diesem Zusammenhang die neuen Projektionen der Fed beziehungsweise des Offenmarktausschusses, die planmäßig wieder im September veröffentlicht werden. Eine

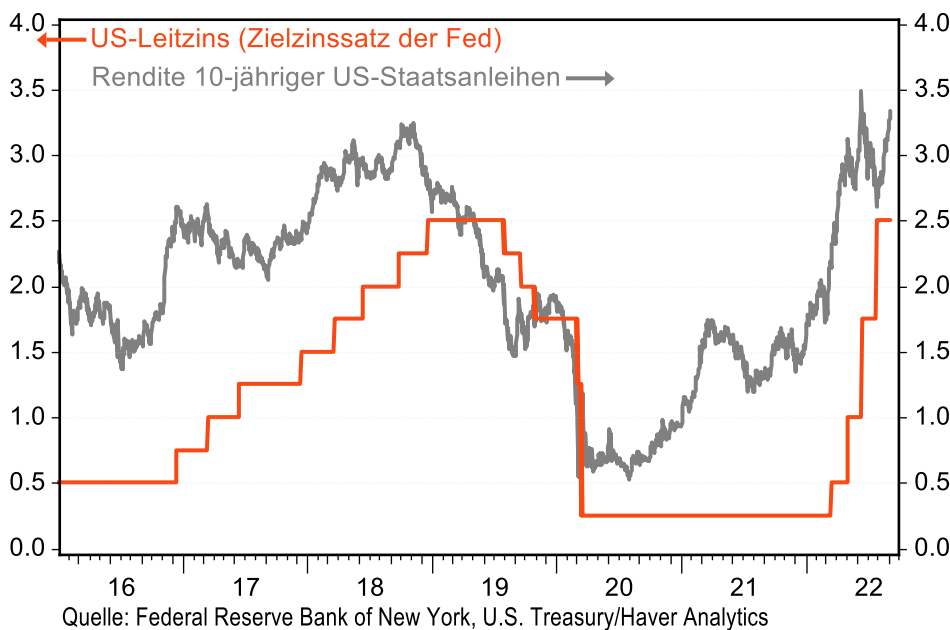
Drehbuchänderung zum Zinsplan der Notenbank ergäbe sich wahrscheinlich nur im unerwarteten Fall eines plötzlichen und scharfen Konjunkturunbruchs aufgrund von Sondereffekten. Eine Art neue Lehman- oder LTCM-Krise ist aktuell zwar wenig wahrscheinlich, sie kann angesichts der Liquiditätsverknappung an den Märkten aber nicht völlig ausgeschlossen werden.

Rentenmarkt

Die vergangenen zwei Monate waren am Rentenmarkt durch die bereits oben angesprochene Achterbahnfahrt der langfristigen Renditen geprägt. Ausgehend von dem bisherigen Jahreshoch der Rendite 10-jähriger Treasuries bei knapp 3,50 % Mitte Juni, fand eine Talfahrt statt, die erst Anfang August rund 100 Basispunkte tiefer endete. Seitdem stieg die Rendite im Zuge der erläuterten Neubewertung der US-Geldpolitik durch die Märkte relativ gleichförmig um 75 Basispunkte an, d.h. sie befindet sich aktuell bei 3,25 %.

Die Renditen stiegen zuletzt wieder an,...

USA: Leitzinsen und Rentenmarkt



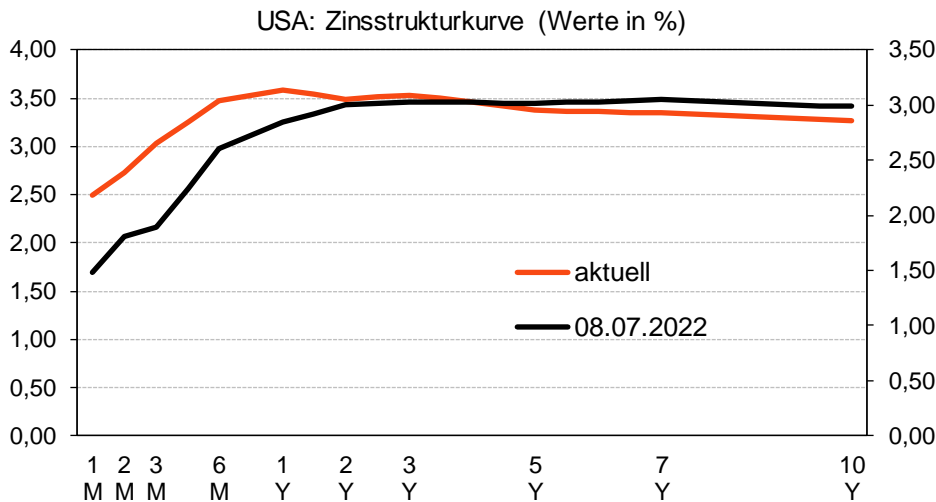
In vergangenen Leitzinserhöhungszyklen lag der Höchstwert der Renditen 10-jähriger Treasuries sowohl prozentual als auch zeitlich nicht weit vom jeweiligen Höchstwert der Leitzinsen entfernt. Beispielsweise wurde im 4. Quartal 2018 ein Rendite-Top von rund 3,25 % erreicht, während die Leitzinsen kurze Zeit später auf 2,50 % stiegen. Im aktuellen Fall könnte der Leitzins jedoch aufgrund der sehr hohen Inflation oberhalb der Rendite 10-jähriger Treasuries seine Spitze erreichen, während der zeitliche Ablauf ähnlich ausfallen könnte. Aufgrund der bevorstehenden Rezession ist es wahrscheinlich, dass die Nachfrage nach „sicheren Häfen“ für das nach Anlage suchende Kapital die Renditen vor dem Erreichen des Leitzins-Peak drücken wird.

...aber das Potenzial für einen weiteren Anstieg nimmt ab,...

Hierauf deutet alleine schon der Umstand der aktuell einen Viertelprozentpunkt tieferen Rendite im Vergleich zu Mitte Juni hin, obwohl die Inflationsrate wie auch der Leitzins aktuell höher stehen. Diese Änderung zeigt sich auch an der

...wie der Vergleich mit der Inflation und dem Leitzins zeigt.

Zinsstrukturkurve (siehe Grafik), die am langen Ende Ihre Drehung nach unten in den letzten zwei Monaten zumindest per Saldo fortsetzte. Gleichzeitig schritt auch im Bereich der kurzen Laufzeiten der Anstieg nicht zuletzt aufgrund der Leitzinserhöhungen voran.



Quellen: Haver Analytics, eigene Darstellung

Die in den kommenden Monaten anstehenden Leitzinserhöhungen der Fed werden die Renditen kurzlaufender Renten voraussichtlich weiter erhöhen. Im Bereich der langlaufenden Anleihen dürfte dieser Effekt allerdings immer weniger eine Rolle spielen, da sich die Abkühlung der Konjunktur in den Anlageentscheidungen stärker manifestieren dürfte. Auf der anderen Seite hat in diesen Tagen der beschleunigte Bilanzabbau der Notenbank begonnen, der dem Markt Liquidität entzieht und damit tendenziell renditestützend wirkt. Diese Argumente sprechen in der Summe somit für eine weniger volatile Entwicklung in den vor uns liegenden Monaten als in der jüngeren Vergangenheit.

Aktienmarkt

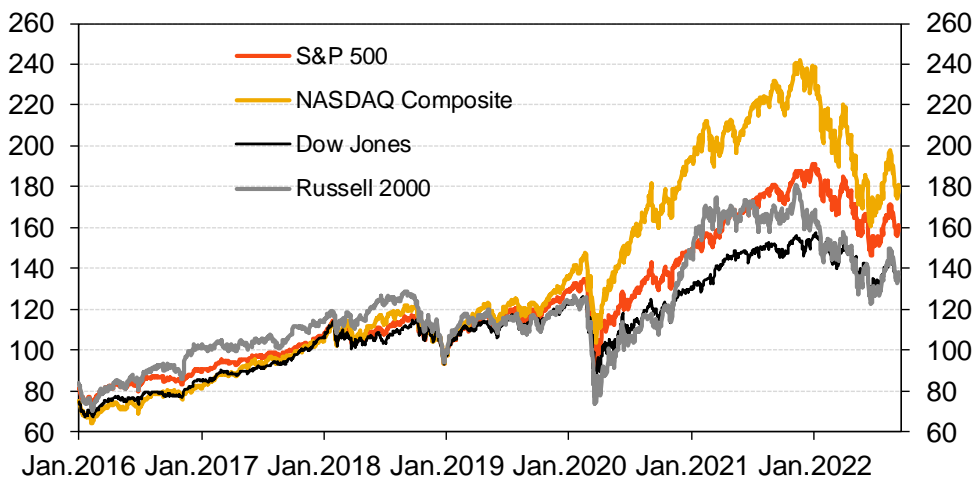
Die veränderten Sichtweisen auf die US-Geldpolitik haben sich in den vergangenen beiden Monaten auch auf den Aktienmärkten niedergeschlagen. Die von manchen Marktteilnehmern herbeigewünschte Trendwende im Zinserhöhungszyklus sorgte jedenfalls bis Mitte August für steigende Kurse. Der S&P 500 als einer der wichtigsten Leitzindizes der USA kletterte sogar von seinem bisherigen Jahrestief bei rund 3.640 Punkten Mitte Juni bis auf 4.325 Punkte am 16. August, ein Anstieg um fast 19 % (siehe Grafik nächste Seite)!

Ob sich diese Bewegung als Bärenmarktrallye erweist, wird jedoch erst die Zukunft zeigen. Einerseits bröckelten die Aktienkurse in der Folgezeit wieder ab, und der S&P 500 steht aktuell knapp 300 Punkte unter dem Hoch von Mitte August. Aber das Jahrestief wurde bislang noch nicht erreicht. Für eine Klassierung der Aufwärtsbewegung vom Sommer als Bärenmarktrallye wäre eine gewisse Unterschreitung der bisherigen Tiefstände die Voraussetzung.

Die Aufwärtsbewegung der Aktienmärkte im Sommer,...

...könnte sich als Bärenmarktrallye erweisen.

US-Aktienindizes (umbasiert 01.01.2019=100)



Quelle: Haver Analytics, eigene Darstellung

Aus volkswirtschaftlicher Sicht hat sich an den Perspektiven für die Aktienmärkte dagegen kaum etwas geändert. Die Notenbank erhöht die Zinsen und entzieht der Wirtschaft Liquidität, was die Aktienkurse tendenziell von der Bewertungsseite und der allgemeinen Nachfrage belasten sollte. Auf der anderen Seite dürfte die Aussicht auf eine Rezession die Gewinne drücken, was ebenfalls einen Belastungsfaktor darstellt.

Der Gegenwind für Aktien bleibt erhalten,...

Im Allgemeinen hielten sich viele Standardwerte in den letzten Monaten aber trotz der Schwierigkeiten durch die Hochinflation erstaunlich robust. Eine Lösung für dieses Rätsel bietet eine Berechnung, die vor wenigen Tagen von der Nachrichtenagentur Bloomberg veröffentlicht wurde. Demnach befanden sich die Margen der Unternehmen im 2. Quartal mit 15,5 % auf dem höchsten Stand seit Anfang der 1950er Jahre. Zu diesen Berechnungen ist anzumerken, dass hierfür die Nachsteuerrenditen des Nicht-Finanzsektors der Wertschöpfung des Privatsektors der Wirtschaft gegenübergestellt wurde. Es handelt sich also um Schätzwerte aus der volkswirtschaftlichen Berechnung der Wirtschaftsentwicklung, die mit gewissen Unsicherheiten behaftet sind und zudem die gesamte Privatwirtschaft und nicht nur die Aktiengesellschaften betreffen. Die durchschnittliche Marge der börsennotierten Unternehmen dürfte hiervon aber nur wenig abweichen, zumal Aktiengesellschaften im Gegensatz zu beispielsweise Deutschland mit dort vielen mittelständischen Betrieben einen sehr großen Anteil an der Wirtschaft ausmachen.

...doch die hohe Nachfrage machte hohe Margen möglich,...

Die gute Entwicklung der Aktienmärkte beruht demnach zu einem gewissen Teil auch darauf, dass die Unternehmen ihre gestiegenen Aufwendungen für Vorprodukte und Personal mühelos an die Verbraucher weitergeben können. Möglicherweise spielt hierbei ein gewisser Nachholbedarf aufgrund der Corona-Pandemie eine Rolle, oder die Privathaushalte zahlen auch deshalb höhere Preise, da sie vermuten, dass die Preisschilder für viele Güter zukünftig noch größer ausfallen.

...was dem Corona-Nachholbedarf geschuldet sein könnte.

Umgekehrt bedeutet dies aber auch, dass die Fed mit energischen Zinserhöhungen und einer willentlich herbeigeführten Konjunkturabkühlung die Chance hat, die Inflation nachhaltig zu bekämpfen. Zweitens müssen sich die Unternehmen in diesem Szenario auf ein Abschmelzen ihrer Margen einstellen.

Die Margen dürften zurückgehen.

Der grundsätzliche Gegenwind für den Aktienmarkt hält weiterhin an. Die Konjunktorentwicklung spricht für perspektivisch rückläufige Gewinne, während der straffe geldpolitische Kurs der US-Notenbank zukünftig ebenfalls auf den Kursen lasten dürfte. Für ein Hindurchsehen des Marktes durch diese Phase, was zwischenzeitliche Kursrückgänge unsinnig erscheinen ließe, ist die voraussichtliche Zeitdauer des Gegenwindes aber zu lang. Dies schließt gewisse Erholungsphasen in den kommenden Wochen jedoch nicht aus.

Prognoseübersicht

G3 (+UK) Konjunkturindikatoren und Wechselkurse

	Reales BIP Wachstum (%)					Inflation (CPI) ¹					Arbeitslosenquote (%) ¹				
	2018	2019	2020	2021	2022e	2018	2019	2020	2021	2022e	2018	2019	2020	2021	2022e
EWU	1,9	1,4	-6,5	5,3	2,75	1,8	1,2	0,3	2,6	7,0	8,2	7,6	8,0	7,7	7,0
- Deutschland	1,1	1,1	-4,9	2,9	1,7	1,7	1,4	0,5	3,1	7,2	5,2	5,0	5,9	5,7	5,0
UK	1,3	1,4	-9,7	7,4	3,5	2,5	1,8	0,9	2,6	7,0	4,1	3,8	4,5	4,6	4,0
USA	2,9	2,3	-3,4	5,7	2,5	2,4	1,8	1,2	4,7	8,0	3,9	3,7	8,1	5,4	3,8
Japan	0,6	0,0	-4,7	1,7	1,6	1,0	0,5	0,0	-0,2	1,4	2,4	2,4	2,8	2,8	2,5

	Leistungsbilanz (% des BIP)					Budgetsaldo (% des BIP)					Wechselkurs (US\$) ²				
	2018	2019	2020	2021	2022e	2018	2019	2020	2021	2022e	2018	2019	2020	2021	2022e
EWU	3,0	2,4	2,2	2,6	2,7	-0,5	-0,6	-7,2	-7,7	-3,4	1,15	1,12	1,22	1,14	1,08
- Deutschland	7,8	7,4	6,9	6,8	6,9	1,9	1,5	-4,3	-6,8	-1,8	-	-	-	-	-
UK	-3,7	-3,1	-3,7	-3,4	-3,4	-2,2	-2,3	-12,5	-11,9	-5,6	1,28	1,30	1,37	1,35	1,24
USA	-2,1	-2,2	-2,9	-3,5	-3,5	-5,4	-5,7	-14,9	-10,8	-6,9	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Japan	3,5	3,4	3,3	3,5	3,3	-2,7	-3,1	-10,3	-9,0	-3,9	110	110	103	115	110

¹ Jahresdurchschnitt

² US\$ gg. Währung, Japan: JPY 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)				
	2018	2019	2020	2021	2022e	2018	2019	2020	2021	2022e
EWU	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	2,0	0,24	-0,19	-0,26	-0,18	1,5
UK	0,75	0,75	0,1	0,25	1,25	1,28	0,82	0,20	0,97	1,75
USA	2,25-2,5	1,5-1,75	0,0-0,25	0,0-0,25	3,25-3,5	2,68	1,92	0,91	1,51	3,0
Japan	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,03	0,0	0,04	0,07	0,2

Angaben jeweils zum Jahresende

¹ 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 20	Q2 20	Q3 20	Q4 20	Q1 21	Q2 21	Q3 21	Q4 21	Q1 22	Q2 22	09.09.
CRB-Index**	121,8	138,0	148,5	167,8	185,0	213,4	228,9	232,4	295,2	291,1	278,3
Ölpreis (Brent)*	22,8	41,2	41,0	51,8	63,5	75,1	78,5	77,8	107,9	114,8	91,9

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.