

Kapitalmarktbericht USA

## Nr. 5: Die Märkte hoffen auf ein „softish landing“.



**Konjunktur und Geldpolitik:** Die US-Konjunktur ist nicht nur robust und stellt andere Wirtschaftsräume wie die Eurozone und Deutschland weit in den Schatten. Die Perspektiven haben sich zuletzt sogar wieder aufgehellt. Der Markt geht dennoch davon aus, dass die Notenbank auf ihrer nächsten Sitzung am 20. September von einer weiteren Leitzinssenkung absehen und den Leitzinserhöhungszyklus damit beenden wird. Die Erwartungen über bald wieder sinkende Leitzinsen haben sich jedoch aus guten Gründen weiter in die Zukunft verschoben. Vermutlich steigen die Inflationsraten demnächst wieder etwas an.

**Rentenmarkt:** Die Renditen bewegten sich in den letzten zwei Monaten per Saldo nochmals aufwärts, wobei im Bereich der kurzen Laufzeiten angesichts des bereits oder bald vollzogenen Endes der Leitzinserhöhungen kaum noch weiteres Potenzial besteht. Mittel- bis langfristig dürften sich die ausufernde Staatsverschuldung sowie die Bilanzverkürzung der Fed jedoch renditestützend auswirken.

**Aktienmarkt:** Für die Aktienmärkte hielten sich gute und schlechte Nachrichten in den letzten beiden Monaten die Waage. Viele Unternehmen nutzen die Inflation zur Margenausweitung, aber die hohen Renditen bedeuten eine ernsthafte Alternative zu Aktienkäufen.

8. September 2023

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

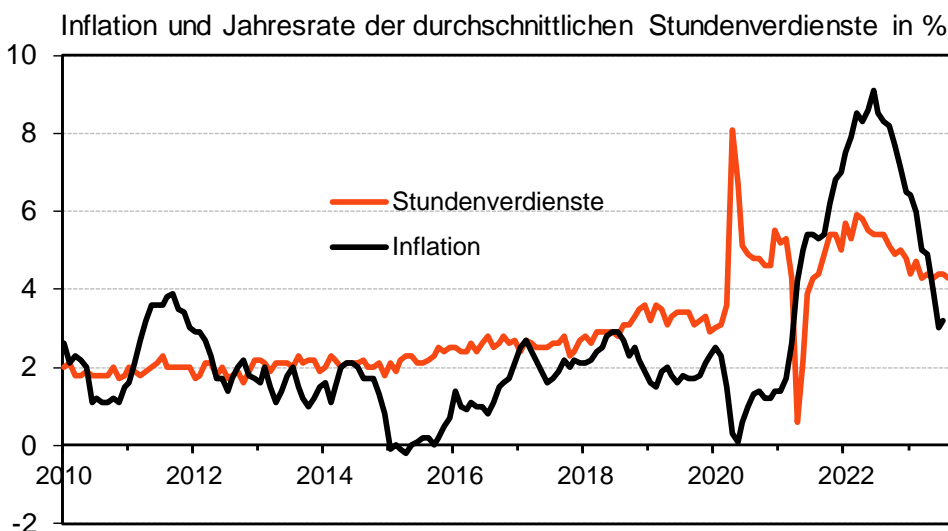
## Konjunktur und Geldpolitik

Trotz der Leitzinserhöhungen seit 2022 befindet sich die US-Wirtschaft weiterhin in einer erstaunlich robusten Verfassung. Im Zeitraum April bis Juni 2023 betrug das Wachstum des Bruttoinlandsproduktes gemäß der jüngsten Schätzung annualisiert 2,1 %. Dies stellt zwar eine Revision nach unten von ursprünglich gemeldeten 2,4 % dar, aber der Anstieg kann insbesondere im internationalen Vergleich immer noch als sehr positiv bezeichnet werden. Beispielsweise stagnierte die Wirtschaft in Deutschland in dieser Zeit und die Eurozone erreichte nur 0,1 % im direkten Quartalsvergleich.

Ein Treiber der guten Entwicklung in den USA ist einerseits der private Konsum, der im 2. Quartal auf das Jahr hochgerechnet um 1,7 % wuchs. Hier macht sich die weiterhin vorteilhafte Lage der Privathaushalte aufgrund des immer noch sehr starken Arbeitsmarktes bemerkbar. Jobs werden trotz Anzeichen einer Abkühlung laut Umfragen als reichlich verfügbar angesehen. Dazu kommen die zuletzt etwas weniger starken, aber immer noch überdurchschnittlich hohen Lohnsteigerungen, die helfen, Kaufkraftverluste durch die Inflation auszugleichen. Im statistischen Durchschnitt fand zuletzt sogar wieder eine Überkompensation statt, denn gemäß dem jüngsten Arbeitsmarktbericht betrug die Jahresrate des Anstiegs der durchschnittlichen Stundenverdienste 4,4 % im Juli beziehungsweise 4,3 % im August, während die Inflationsrate im Juli nur 3,2 % betrug. Aktuellere Inflationsdaten für August werden erst nächste Woche gemeldet.

*Die US-Wirtschaft wuchs im 2. Quartal um annualisiert 2,1 %,...*

*...was dem robusten Konsum geschuldet war...*



Quelle: Haver, eigene Darstellung

Andererseits machen sich hohe Investitionen (annualisiert 3,3 %) und üppige Staatsausgaben (ebenfalls 3,3 %) stark wachstumstreibend bemerkbar. Der entscheidende Aspekt ist, dass die Notenbank mit ihren Leitzinserhöhungen zwar zu bremsen versucht, dass aber gleichzeitig die Regierung von Joe Biden mit beiden Füßen das Gaspedal durchtritt. Die Investitionen des privaten Sektors und die Staatsausgaben sind nämlich nicht zuletzt ein Ergebnis der ambitionierten Ausgabenprogramme der letzten beiden Jahre zur Erneuerung der Infrastruktur („Infrastructure Investment and Jobs Act“) und zum Ausbau der heimischen

*...sowie hohen Investitionen und Staatsausgaben.*

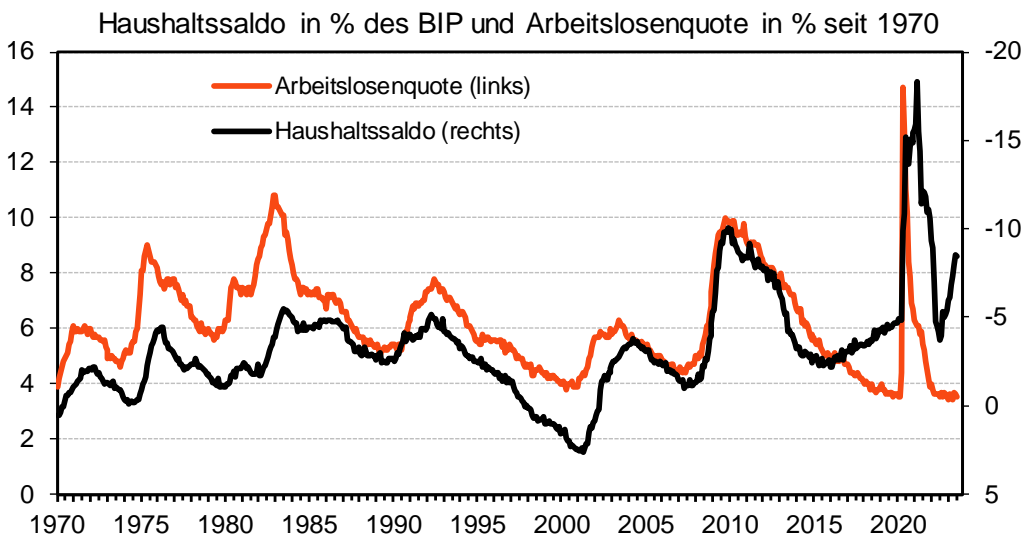
Chipproduktion („CHIPS Act“). Insbesondere der letztgenannte Aspekt ist vor dem Hintergrund der geostrategischen Rivalität mit China zu sehen, so dass sich hieran selbst bei einem denkbaren Machtwechsel im Weißen Haus auf absehbare Zeit nichts ändern dürfte. Abgesehen hiervon sind die Ausgaben über viele Jahre gesetzlich festgeschrieben. Schließlich haben auch die Rüstungsausgaben seit Beginn des Krieges in der Ukraine deutlich zugelegt. Sie wuchsen im 2. Quartal um annualisiert 2,8 %.

Nicht ganz unwichtig in diesem Zusammenhang ist die Einsicht, dass mit dem Amtsantritt von Joe Biden auch in den USA eine gewisse Zeitenwende begonnen hat. Die Regierung setzt ihren Fokus stärker auf staatliche Lösungen unter Zurückdrängung der Marktkräfte. Außerdem soll der politische Gestaltungswille von den bisher dominierenden Fesseln der Finanzierbarkeit befreit werden. Der revolutionäre Anspruch in Washington besteht darin, zuerst die Ziele im Sozial-, Gesundheits- und Bildungsbereich zu formulieren und die als weniger wichtig empfundenen fiskalischen Fragen zurückzustellen. Das hierfür zuerst von der US-Presse verwendete Schlagwort „Bidenomics“ als Zusammensetzung aus „Biden“ and „Economics“ nutzt die Partei der Demokraten mittlerweile offiziell als Wahlversprechen für die Ende 2024 anstehende Präsidentschaftswahl.

*Joe Biden revolutioniert die Regierungsführung...*

Die negative Seite der Medaille ist ein Anstieg des US-Haushaltsdefizits auf ein Niveau, welches gemessen an den historischen Erfahrungen eher zu einer großen Rezession als zur derzeitigen Situation mit Vollbeschäftigung passt. Die Schere zwischen Arbeitslosenquote und Budgetdefizit hat sich so stark gespreizt, wie es im letzten halben Jahrhundert noch nicht zu beobachten war (siehe Grafik unten). Die Quittung hierfür bekamen Biden und seine willfährige Finanzministerin Janett Yellen Anfang August in Form einer Rating-Herabstufung durch die Agentur Fitch von AAA auf AA+.

*...und interessiert sich nicht für die Staatsfinanzen.*



Quelle: St. Louis FRED, eigene Darstellung

Die Konjunkturbarometer dokumentieren unterdessen für die USA überwiegend eine Stimmungsaufhellung. Endverbrauchernahe Sektoren profitieren von der guten Verfassung des Arbeitsmarktes und dem ungebrochenen Konsumwillen der Bevölkerung. So stieg der ISM-Einkaufsmanagerindex für den Dienstleistungsbereich im August auf ein Sechsmonatshoch von 54,5 Punkten. Auf der anderen

*Die Stimmung der Einkaufsmanager hellt sich auf.*

Seite bewegt sich der Einkaufsmanagerindex des ISM für das verarbeitende Gewerbe mit 47,6 Punkten zwar weiterhin unterhalb der sogenannten Expansionsschwelle von 50 Punkten. Dies spricht für eine kontraktive Entwicklung der Industrie in den kommenden Monaten. Allerdings ist das Momentum nach oben gerichtet, denn es handelt sich um den zweiten Monatsanstieg in Folge. Verschiedene sogenannte GDP-Now-Modelle, also Programme für Echtzeitschätzungen zur Wirtschaftsentwicklung, gehen derzeit sogar von einer Beschleunigung des Wirtschaftswachstums aus.

**In den letzten beiden Monaten hat die ohnehin robuste US-Konjunktur wieder etwas Fahrt gewonnen. Die Erwartungen hinsichtlich einer bevorstehenden Rezession, die sich vor allem aus dem massiven Leitzinsanstieg seit 2022 sowie den Erfahrungswerten bei einer Inversion der Zinsstrukturkurve speisen, haben sich spürbar abgeschwächt. Am Markt machten sich stattdessen wieder vermehrt Hoffnungen auf ein „Soft Landing“ der Konjunktur breit oder zumindest auf ein "Softish Landing". Damit ist eine gewisse Abkühlung gemeint, welche die Notenbank von weiteren Leitzinserhöhungen abhält, während gleichzeitig größere Verwerfungen ausbleiben und die Unternehmen mehr oder minder ungestört ihre Geschäfte betreiben können. Mit dem sehr vorsichtigen Vorgehen der US-Notenbank sowie der Ausgabenfreude der Regierung bestehen jedenfalls zwei Faktoren, die jene Sichtweise bestätigen. Angesichts der vergleichsweise hohen Kapitalmarktzinsen droht allerdings weiterhin die Gefahr von Problemen in hochverschuldeten Bereichen der Volkswirtschaft, die, wenn sie sich entladen, die Konjunktur abrupt und stark beeinflussen können. Darüber hinaus wirken die hohen Zinsen auch über den Faktor Zeit wachstumsbremsend.**

Da die US-Wirtschaft wie gezeigt immer noch stark wächst und gleichzeitig aufgrund der demografischen Rahmenbedingungen auf absehbare Zeit mit einem weiterhin strukturell engen Arbeitsmarkt gerechnet werden muss, hätte die US-Notenbank eigentlich gute Argumente für mehrere Leitzinserhöhungen in den nächsten Monaten. Dies gilt umso mehr, da sich die Inflationsrate mit zuletzt 3,2 % und vor allem die Kerninflation ohne Energie und Lebensmittel mit 4,7 % trotz der Rückgänge in den letzten Monaten immer noch auf sehr hohen Niveaus weit oberhalb des eigentlichen Inflationsziels von 2,0 % bewegen. Dies gilt auch, wenn die Deflatoren des persönlichen Konsums als die von der Fed bevorzugte Inflationsmaße betrachtet werden. Die Jahresrate stieg im Juli von 3,0 % auf 3,3 % und die Kernrate von 4,1 % auf 4,2 %.

Darüber hinaus spielen die statistischen Basiseffekte, die ab ungefähr April 2023 für rückläufige Jahresraten sorgten, kaum noch eine inflationsdämpfende Rolle. Der Preis für US-Leichtöl der Sorte WTI ist mit aktuell 87 US-Dollar je Fass sogar etwas höher als vor einem Jahr. Zwar gab es im Oktober und November 2022 Preisspitzen, womit der Vorjahresvergleich in diesen beiden Monaten heuer günstig aussehen könnte. Aber wenn der Ölpreis nicht fällt, sondern auf dem gegenwärtigen Niveau bleibt, dann dürfte der Bereich Energie spätestens ab Dezember dieses Jahres die Inflation wieder treiben.

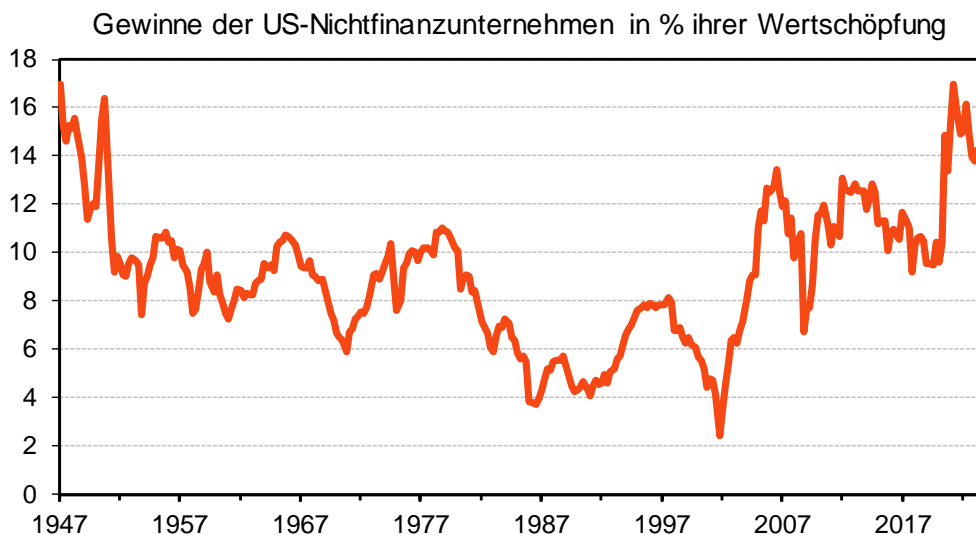
Bekanntlich sollte eine Notenbank die internationalen Energiepreise in ihren Erwägungen nicht so stark gewichten, da sie hierauf kaum Einfluss hat. Allerdings sprechen die unterliegenden Aspekte für eine straffere Geldpolitik. Hierzu gehört, dass die Gewinne der Unternehmen aufgrund von Preiserhöhungen, die nicht

*Die Inflation ist immer noch zu hoch,...*

*...und nun steigt auch wieder der Ölpreis.*

*Die Unternehmen weiten ihre Margen aus.*

kosteninduziert sind, weiterhin kräftig sprudeln. Gemäß den jüngsten und damit noch vorläufigen Angaben verbesserte sich die aus volkswirtschaftlichen Größen berechnete Bruttomarge des Unternehmenssektors in den USA ohne Banken und ähnliche Institute im 2. Quartal leicht auf 14,3 %. Sie befindet sich seit der Corona-Pandemie auf dem höchsten Niveau der letzten 80 Jahre (siehe Grafik unten). Die Inflation ist aktuell auch eine Folge einer Margenausweitung der Unternehmen.



Quelle: U.S. Department of Commerce, eigene Berechnung und Darstellung

Solche Überlegungen spielen für die Mitglieder des Zinsentscheidungsgremiums der US-Notenbank zumindest offiziell keine Rolle. Innerhalb des Offenmarktausschusses wurde in den vergangenen Wochen vor allem die Frage kontrovers diskutiert, ob noch eine möglicherweise letzte Erhöhung des Leitzinszielbandes von derzeit 5,25 % bis 5,50 % um 25 Basispunkte erfolgen sollte oder eher nicht. Offiziell gilt weiterhin der Grundsatz, dass von Sitzung zu Sitzung in Abhängigkeit von den Daten entschieden werden soll, und in diesem Sinne ließ sich Fed-Chef Powell auch in seiner Rede auf dem diesjährigen Notenbanktreffen in Jackson Hole Ende August alle Türen offen. Vor diesem Hintergrund wird an den Märkten jede Veröffentlichung von Konjunkturzahlen dahingehend überprüft, ob die damit verbundenen Erkenntnisse das Gremium eher zu einer Erhöhung oder zu einem Stillhalten bewegen würden.

Der ganz allmähliche Abbau der Überhitzung am Arbeitsmarkt, wie er an dem geringeren Stellenaufbau in den letzten drei Monaten im Vergleich zu den drei Monaten davor sichtbar wird, lieferte beispielsweise Wasser auf die Mühlen derjenigen, die von keinem weiteren Zinsschritt ausgehen. Umgekehrt erhöhte der Anstieg des bereits erwähnten ISM-Einkaufsmanagerindex für den Dienstleistungsbereich die Erwartungen über eine Zinsanhebung. Der letzte Baustein in diesem Spiel dürfte die Veröffentlichung der Inflationsdaten für August am Mittwoch kommender Woche sein. Die Markterwartungen hierzu bewegten sich in den letzten Tagen übrigens auffällig nach oben. Ursprünglich wurde ein Inflationsanstieg von 3,2 % auf 3,4 % angenommen, dann auf 3,5 % und aktuell auf 3,6 %.

Sollte der tatsächliche Wert nochmals darüber liegen, könnte dies die Notenbank zu einem entsprechenden Zinsschritt bewegen, der dann möglicherweise bereits

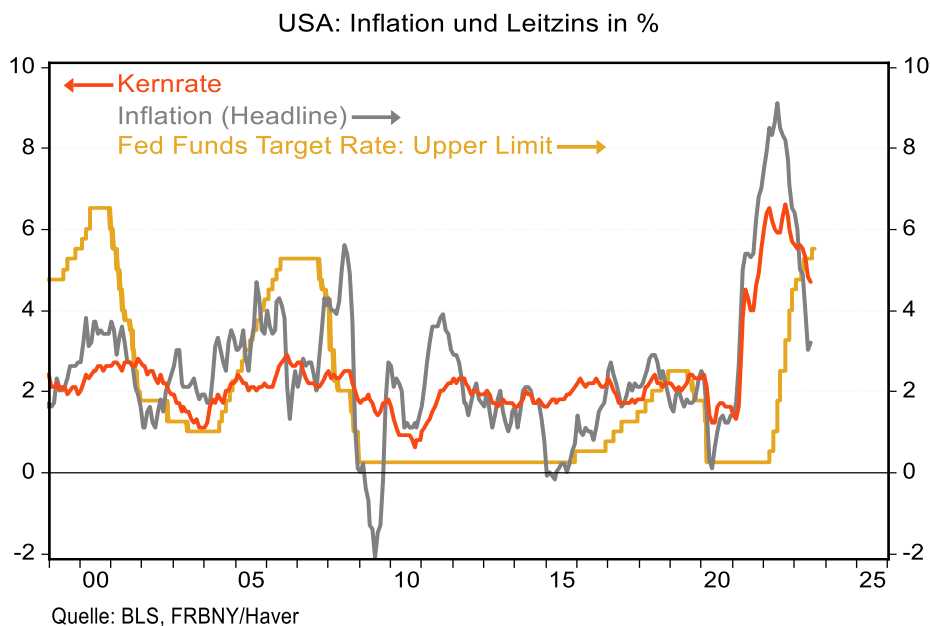
*Die Notenbank hält sich die Türen in alle Richtungen offen,...*

*...weshalb der Markt jegliche Konjunkturdaten besonders intensiv beäugt,...*

im Vorfeld an die Presse durchgestochen werden könnte, wie es in den letzten Jahren bereits mehrfach zu beobachten war.

Abgesehen hiervon ergibt sich aus den Stellungnahmen der Fed-Offiziellen der überwiegende Eindruck eines bald bevorstehenden Endes der Leitzinserhöhungen. Selbst wenn sich der Offenmarktausschuss am 20. September zu einem weiteren Schritt um 25 Basispunkte durchringen sollte, was die Terminmärkte momentan übrigens nicht vorwegnehmen, erscheinen weitere Erhöhungen in der Folgezeit aktuell wenig wahrscheinlich. Fed-Chef Powell scheint auf keinen Fall eine deutliche konjunkturelle Kontraktion zulassen zu wollen. Ob dies an seiner sozialen Ader liegt oder ob er mit Rücksicht auf die 2024 anstehende US-Präsidentenschaftswahl das Aufkommen einer Wechselstimmung der Wähler als Folge einer Rezession vermeiden möchte, sei dahingestellt. Jedenfalls ist abgesehen von Lippenbekenntnissen nur wenig Elan zur nachhaltigen Eindämmung der Inflation erkennbar, und Powell scheint Teuerungsraten zwischen 3 % und 4 % noch eine längere Zeit lieber hinnehmen zu wollen als eine Rezession. Nähere Aufschlüsse über das Meinungsbild im gesamten Offenmarktausschuss wird die in Zusammenhang mit der Notenbanksitzung geplante vierteljährige Veröffentlichung neuer Projektionen und insbesondere des sogenannten Dot Plot-Charts ermöglichen.

*...aber eigentlich scheint die Fed nicht weiter erhöhen zu wollen.*

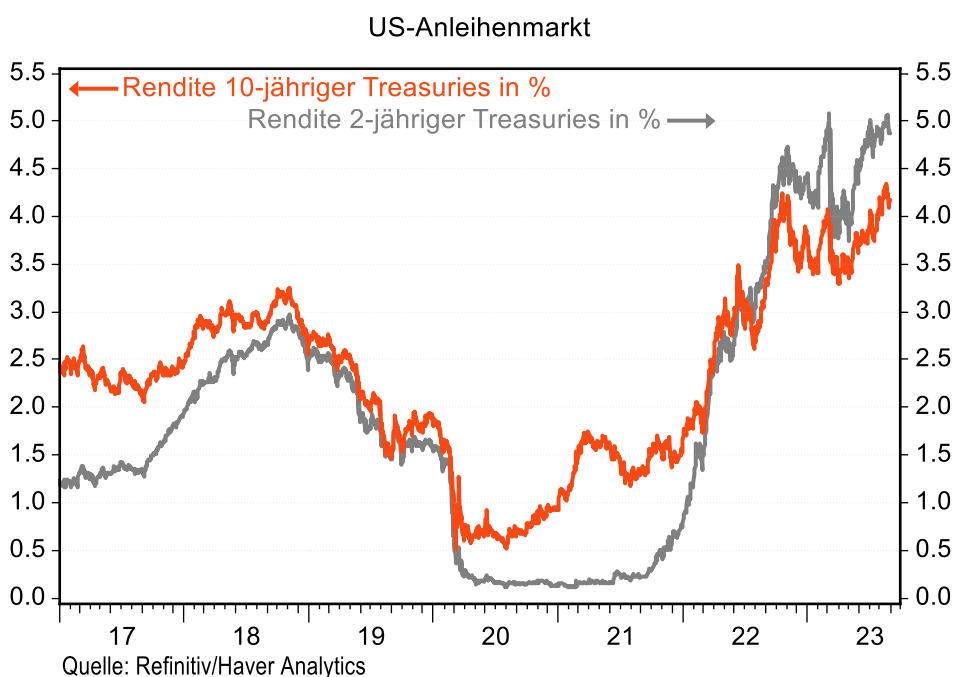


**Die Mitglieder des Offenmarktausschusses scheinen derzeit überwiegend der Meinung zu sein, genügend zur Eindämmung der Inflation unternommen zu haben und nun die Folgewirkungen ihrer Leitzinserhöhungen abwarten zu können. Die jüngere Vergangenheit dokumentiert allerdings auch, wie schnell sich der Wind drehen kann: Im Juni verzichtete die Fed noch auf eine Leitzinserhöhung und beließ das Zielband bei 5,00 % bis 5,25 %, wohingegen auf der jüngsten Sitzung im Juli doch noch ein Schritt nach oben um 25 Basispunkte beschlossen wurde. Angesichts der robusten wirtschaftlichen Verfassung und der jüngst sich wieder nach oben entwickelnden Konjunkturindikatoren kann sich der Wind somit durchaus wieder drehen, auch wenn die Märkte die Wahrscheinlichkeit hierfür aktuell fast mit null taxieren.**

## Rentenmarkt

Der Trend zu höheren Renditen setzte sich in den vergangenen zwei Monaten fort. US-Staatsanleihen mit einer Restlaufzeit von 10 Jahren rentieren beispielsweise aktuell bei 4,27 % gegenüber 4,04 % Anfang Juli. Hier und noch deutlich stärker im Bereich der kürzeren Laufzeiten machte sich die jüngste Leitzinsanhebung von Juli bemerkbar, nachdem zuvor im Juni zu früh an das Ende des Erhöhungszyklus geglaubt wurde. Zweitens wurden zuletzt die Erwartungen hinsichtlich baldiger Leitzinssenkungen ausgepreist beziehungsweise auf der Zeitachse nach hinten verschoben. Zur Erinnerung: Noch vor einem halben Jahr wurde bereits für die kommende Zinssitzung im September eine Leitzinssenkung angenommen, doch zwischenzeitlich ist aus den Terminalsätzen für den Geldmarkt ein solcher Schritt erst für Frühjahr 2024 herauszulesen. Die Rating-Herabstufung der USA durch Fitch als denkbarer dritter Einflussfaktor entfaltete dagegen keine erkennbare Wirkung auf die Renditen.

*Die Renditen stiegen noch etwas an,...*



Im Zuge einer bevorstehenden leichten Rezession in den USA, von der wir in der Vergangenheit aufgrund des starken Zinsanstiegs ausgegangen waren, wäre ein Rückgang der Renditen in den kommenden Monaten sehr wahrscheinlich. Da sich die Konjunktur wie gezeigt aber weiterhin robust präsentiert, kann kaum mit einem geldpolitisch induzierten Renditerückgang oder einer Flucht in den sicheren Hafen Staatsanleihen gerechnet werden. Das im Vergleich zu den vergangenen Jahren erhöhte Renditeniveau könnte sich also durchaus noch eine Weile fortsetzen, insbesondere wenn die Inflationsraten wieder steigen.

*...und derzeit fehlen Gründe für ein Wiederabsinken,...*

Zu diesem Aspekt kommen zwei weitere hinzu: Das massive Haushaltsdefizit sorgt für eine erhöhte Ausgabe von neuen Schuldtiteln, was unter sonst gleichen Umständen renditesteigernd wirken kann. So klettert der Mehrbetrag der Staatsanleiheemission über die Refinanzierung von fällig gewordenen Papieren gemäß den Planungen des US-Schatzamtes von 178 Mrd. US-Dollar im 3. Quartal 2023 auf knapp 340 Mrd. US-Dollar im 4. Quartal. In der Zeit unmittelbar vor der

*...während die Staatsverschuldung steigt...*

Corona-Krise schwankte die Neuschuldenaufnahme lediglich zwischen 20 und 40 Mrd. US-Dollar pro Quartal. Der nun beobachtbare brutale Anstieg geht natürlich nicht nur auf die Ausgabenfreude des Weißen Hauses zurück, sondern er dient auch der Wiederauffüllung der Liquiditätspolster, nachdem der Schuldenstreit zwischen Regierung und Opposition im Mai die USA an den Rande der Zahlungsunfähigkeit brachte.

Zweitens darf nicht vergessen werden, dass die US-Notenbank neben den Leitzinserhöhungen noch mit einem zweiten Instrument auf den Zinsmarkt einwirkt, nämlich mit ihrer Bilanzverkürzung. Im Rahmen des „Quantitative Tightenings“ verzichtet die Fed jeden Monat auf die Wiederanlage von fälligen Kuponzahlungen und Tilgungen im Bereich der Staatsanleihen im Volumen von 60 Mrd. US-Dollar. Darüber hinaus wird der Bestand an Hypothekendarlehen auf die gleiche Art um 35 Mrd. US-Dollar pro Monat reduziert. Diese Beträge müssen deshalb von anderen Marktteilnehmern aufgefangen werden, was im Zeitablauf ebenfalls renditesteigernd wirken kann.

**Angesichts des vermutlich bald bevorstehenden oder bereits erreichten Endes des Leitzinserhöhungszyklus scheinen weitere Anstiege der Renditen am kurzen Ende wenig wahrscheinlich. Auch für die längeren Laufzeiten verringert sich perspektivisch der mögliche Umfang weiterer Anstiege, da aktuell bereits mehrjährige Höchststände markiert werden.**

## Aktienmarkt

Per Saldo haben sich die Stände der großen US-Aktienindizes seit der Abfassung unseres letzten Berichts vor zwei Monaten nicht nennenswert geändert. Anfänglich setzte sich die Aufwärtsbewegung zwar fort, was insbesondere den bis dahin rückläufigen Inflationszahlen geschuldet war. Mitte August sorgten aber Nachrichten aus dem Ausland für eine zunehmende Risikoaversion und sinkende Kurse. Insbesondere die finanzielle Schieflage der chinesischen Schattenbank Zhongrong International Trust und des Immobilienentwicklers Country Garden sowie die allgemein schlechte konjunkturelle Verfassung Chinas machten sich negativ bemerkbar. Daneben wirkten auch einzelne Stimmen aus der Fed, die für eine längere Beibehaltung des hohen Leitzinsniveaus warben, kursdämpfend. Ende August schien diese Phase dann beendet und die Kurse stiegen wieder, bevor jüngst eine kleine Konsolidierung begann.

Die Marktbreite hat dabei übrigens zugenommen. Es ist längst nicht mehr so wie im Frühjahr, dass ausschließlich die Aufwärtsbewegung der Aktien der großen Technologiewerte in Zusammenhang mit dem Hype um Künstliche Intelligenz die Indizes trug. Phasenweise lieferten die Auswahlindizes mit Aktien, die dem Value-Segment zugeordnet werden, bessere Ergebnisse als die Growth-Indizes. Hierbei spielten allerdings noch die stets wechselhaften Zinserwartungen als weiterer Faktor eine Rolle. Deuteten Veröffentlichungen von Konjunkturdaten eine weitere Leitzinserhöhung an, dann litten vor allem die zinsensiblen Technologiewerte mit ihrer teilweise erst für die ferne Zukunft erwarteten Profitabilität. Im umgekehrten Fall gehörten diese Aktien häufig zu den größten Gewinnern. Und da zuletzt wie beschrieben die Erwartungen hinsichtlich erster Leitzinssenkungen in die Ferne rückten, ist es schwer zu beurteilen, ob der KI-Hype wirklich bereits beendet ist oder nur von anderen Schlagzeilen überblendet wurde.

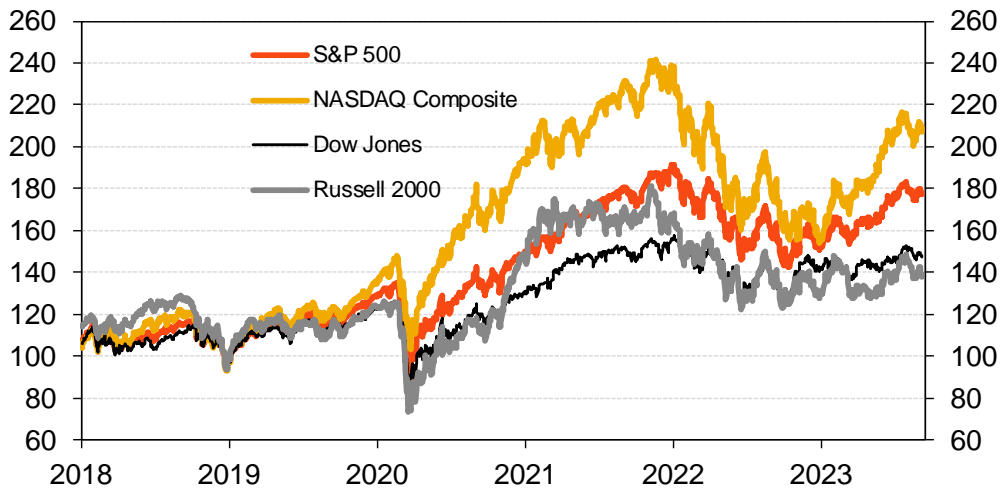
*...und der Bilanzabbau der Notenbank das Renditeniveau stützt.*

*Der Aktienmarkt reagierte nervös auf Nachrichten aus China,...*

*...wobei die Marktbreite zunahm.*



US-Aktienindizes (umbasiert 01.01.2019=100)



Quelle: Haver Analytics, eigene Darstellung

Hinsichtlich der zukünftigen Perspektiven für den Aktienmarkt ist die Einschätzung nicht weniger schwierig: Einerseits kann die aufgrund des Leitzinsanstiegs erwartbare Abkühlung der Konjunktur als Argument für sinkende Aktienkurse genutzt werden. Besonders überzeugend ist in diesem Zusammenhang der Verweis auf die weiterhin stark inverse Zinsstrukturkurve in den USA, die in den letzten Jahrzehnten ein zuverlässiger Vorbote einer Rezession und eines Rückgangs der Kurse war. Es ist vermutlich auch keine zu gewagte Behauptung, dass es noch längere Zeit dauern wird, bis brauchbare KI-Anwendungen im größeren Stil zu Profitausweitungen der Tech-Konzerne führen werden. Hier besteht einiges Enttäuschungspotenzial. Schließlich bergen die hohen Zinsen wie bereits ausgeführt die Gefahr abrupter Geschehnisse mit Crash-Potenzial. Die aus heutiger Sicht glimpflich verlaufene US-Bankenkrise von März ist hierfür ein Mahnmal.

*Eine Rezession ist nicht vom Tisch,...*

Andererseits läuft die Konjunktur robust, und die Indikatoren für den weiteren Verlauf haben sich in den letzten Wochen sogar verbessert. Die US-Regierung stützt mit ihren Ausgabenprogrammen die Wirtschaft, und die Notenbank hat kein wirkliches Interesse an einer Rezession. Die Hoffnungen über ein „Soft Landing“ sind nicht völlig aus der Luft gegriffen. Hinzu kommt, dass die Unternehmen derzeit sehr gut verdienen, da sie die Inflation zur Margenausweitung nutzen können.

*...aber die Hoffnungen auf ein „Soft Landing“ sind nicht aus der Luft gegriffen.*

**Die größten Sorgen für die Aktienmärkte sind nicht mehr eine befürchtete Rezession oder weitere Leitzinsanhebungen, sondern vielmehr das allgemein hohe Zinsniveau. Angesichts von erzielbaren Renditen von mehr als 5 % auf dem US-Geldmarkt besteht eine attraktive Alternative zum Kauf von Aktien. In den beiden vor uns liegenden Monaten könnte auch die Saisonalität die Lust auf Neuengagements etwas dämpfen. Immerhin gehören der September und der Oktober im langjährigen Durchschnitt zu den schwächsten Phasen. Abgesehen hiervon gilt jedoch unverändert, dass niedrigere Aktienkurse als günstige Einstiegsgellegenheit betrachtet werden können. Viele Unternehmen verdienen aktuell glänzend, weshalb die in gut einem Monat beginnende Berichtssaison wieder spannend zu werden verspricht.**

## Prognoseübersicht

### G3 (+UK) Konjunkturindikatoren und Wechselkurse

	Reales BIP Wachstum (%)					Inflation (CPI) <sup>1</sup>					Arbeitslosenquote (%) <sup>1</sup>				
	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	0,3	1,8	1,2	4,7	8,0	4,5	3,7	8,1	5,4	3,6	4,3
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\$) <sup>2</sup>				
	2019	2020	2021	2022e	2023e	2019	2020	2021	2022	2023e	2019	2020	2021	2022	2023e
EWU	2,3	1,9	2,5	0,7	0,6	-0,7	-7,0	-5,1	-3,8	-3,7	1,12	1,22	1,14	1,07	1,13
- DE	7,6	7,0	7,4	4,2	4,7	1,5	-4,3	-3,7	-2,6	-3,7	-	-	-	-	-
UK	-2,7	-2,5	-2,6	-5,6	-5,6	-2,2	-12,8	-8,0	-6,3	-5,8	1,30	1,37	1,35	1,21	1,28
USA	-2,1	-3,0	-3,7	-3,6	-3,6	-5,5	-14,5	-10,9	-5,5	-6,3	-	-	-	-	-
Japan	3,4	2,9	2,9	2,1	2,1	-3,0	-9,0	-6,7	-7,8	-6,4	110	103	115	131	126

<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)				
	2019	2020	2021	2022	2023e	2019	2020	2021	2022	2023e
EWU	0,0	0,0	0,0	2,5	4,25	-0,19	-0,26	-0,18	3,2	2,15
UK	0,75	0,1	0,25	3,5	4,0	0,82	0,20	0,97	3,67	3,0
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	3,5
Japan	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,04	0,07	0,422	0,25

Angaben jeweils zum Jahresende

<sup>1</sup> 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

	Q1 21	Q2 21	Q3 21	Q4 21	Q1 22	Q2 22	Q3 22	Q4 22	Q1 23	Q2 23	08.09.
CRB-Index**	185,0	213,4	228,9	232,4	295,2	291,1	268,3	277,7	267,7	262,0	283,8
Ölpreis (Brent)*	63,5	75,1	78,5	77,8	107,9	114,8	88,0	85,9	79,8	74,9	90,5

Angaben jeweils zum Periodenende

<sup>1</sup> Oil Brent Physical Del, US\$/Barrel

\*\* Excess Return

Quelle: Bloomberg, Haver

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