

Kapitalmarktbericht USA

Nr. 4: Der Konsum der Privathaushalte schwächt sich ab.



9. Juli 2024

Konjunktur und Geldpolitik: Das Wirtschaftswachstum zum Jahresbeginn 2024 enttäuschte, und auch für das zwei Halbjahr sind die Perspektiven weniger üppig als noch vor ein paar Monaten geglaubt. Insbesondere der jüngste Absturz des Einkaufsmanagerindex für den Dienstleistungsbereich wirft ein Schlaglicht auf eine unterliegende Konsumschwäche. Setzt sich dieser Trend fort, dann dürfte die Fed mit den schon seit langer Zeit erwarteten Zinssenkungen beginnen. Ihr Umfang dürfte jedoch gering bleiben, solange die Kerninflation hoch ist.

Rentenmarkt: Bei fortgesetzt schwächeren Datenveröffentlichungen in den kommenden Wochen dürften die Rentenmärkte etwaige Leitzinssenkungen durch Renditerückgänge vorwegnehmen. Das ausufernde Budgetdefizit und die Aussicht auf noch größere Schulden nach einem Amtsantritt von Donald Trump dürften allerdings zunehmend die Entwicklung am langen Ende der Zinsstruktur bestimmen.

Aktienmarkt: In den letzten Wochen trieben fast ausschließlich die großen Techwerte einen Teil der Leitindizes auf neue Höchststände. Angesichts der hohen Bewertungen herrscht allerdings eine gewisse Nervosität, und die bevorstehende Berichtssaison zum 2. Quartal dürfte über Gewinnmitnahmen oder eine Fortsetzung der Hausse entscheiden.

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

Konjunktur und Geldpolitik

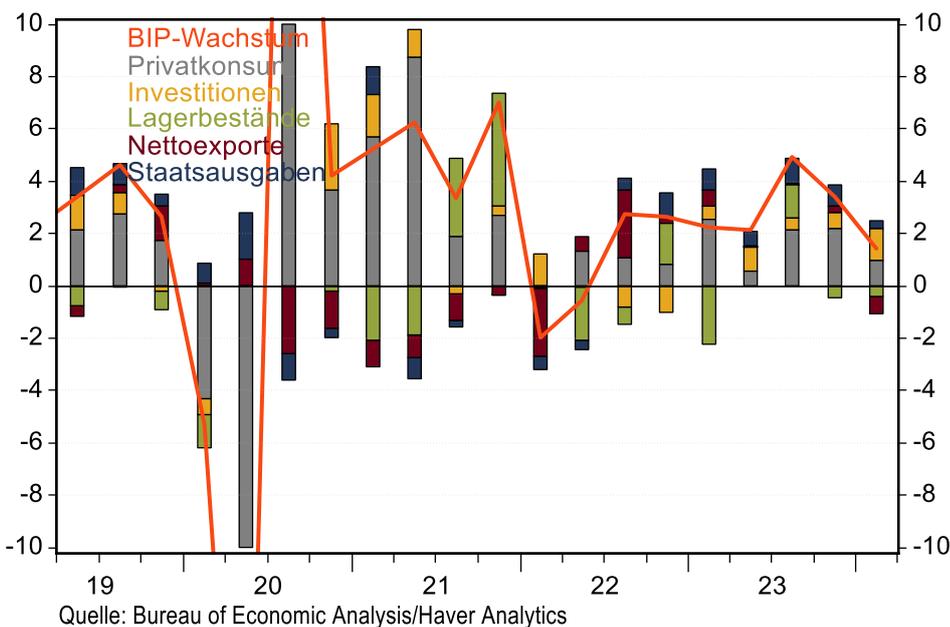
Im letzten Kapitalmarktbericht USA von Anfang Mai beschrieben wir eine Reihe von Argumenten, die auf eine sich verschlechternde ökonomische Lage insbesondere der Mittelschichtshaushalte hindeutet und hieraus folgend auf Anzeichen einer konjunkturellen Eintrübung. Verschiedene Daten der vergangenen zwei Monate bestätigen diesen unvorteilhaften Befund. Da an den Börsen weiterhin die Hoffnung auf Leitzinssenkungen im Mittelpunkt steht, sind dort negative Konjunkturnachrichten aber (noch) willkommen. Sorgen vor einer ernsten Eintrübung bestehen bislang nicht, und auch die nachfolgenden Ausführungen sollten nicht als lautes Alarmsignal, sondern eher als dezenter Hinweis verstanden werden.

Die Lage der Mittelschichtshaushalte trübt sich ein.

Übergeordnet sichtbar wird die Eintrübung mit Blick auf das BIP-Wachstum im 1. Quartal. Der als Enttäuschung aufgenommene erste Schätzwert in Höhe von annualisiert 1,6 % musste mit Bekanntgabe der finalen Daten letztlich auf 1,4 % reduziert werden. Der Wachstumsbeitrag des Konsums blieb dabei hinter den Werten aus dem 2. Halbjahr 2023 beziehungsweise dem Durchschnittswert für das Kalenderjahr 2023 zurück (siehe Grafik).

Im 1. Quartal sank das BIP-Wachstum auf nur 1,4 %.

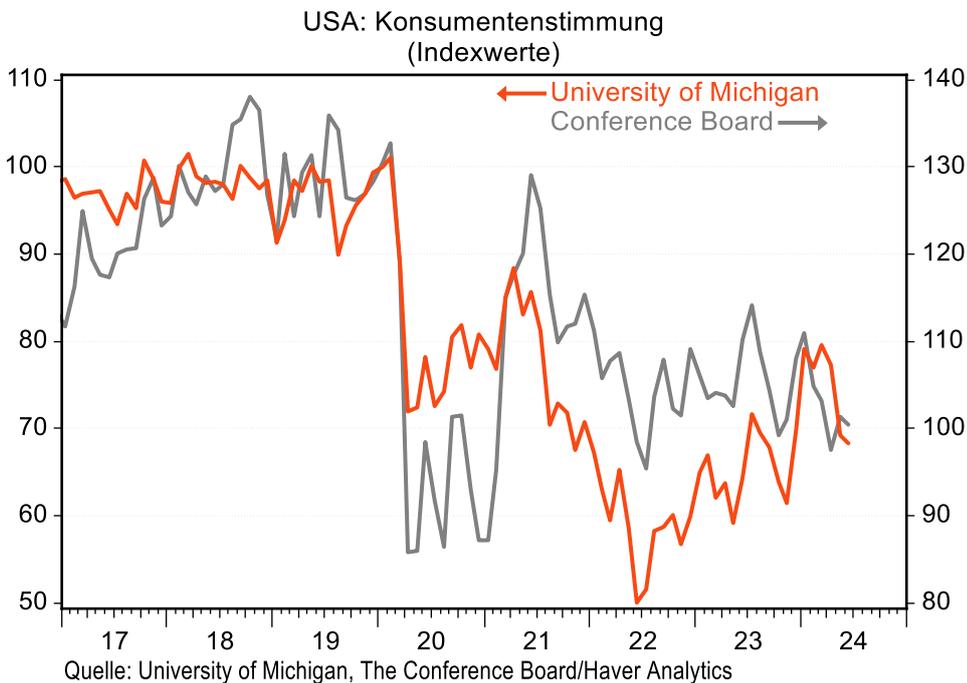
USA: BIP-Quartalsveränderungsrate Wachstumsbeiträge in Prozentpunkten



Üblicherweise sollte sich eine von Konsum ausgehende Verlangsamung des Wachstums vor allem am Verbrauchervertrauen ablesen lassen. Dies ist bislang aber nicht der Fall und die jüngsten Zahlen bieten Interpretationsspielräume in alle Richtungen: So befindet sich der Index des Conference Board weiter in der unteren Hälfte seiner Seitwärtsentwicklung innerhalb der letzten drei Jahre. Jedoch ging es im Mai ein kleines Stück nach oben, und im Juni fand von diesem Niveau ausgehend nur ein minimaler Rückgang statt (siehe Grafik nächste Seite). Anders verhält es sich beim Index der Universität Michigan, der im Mai von 77,2 auf 69,1 Punkte abstürzte und den Sinkflug im Juni in geringerem Tempo fortsetzte. Hier ist

Die Entwicklung der Indizes zum Verbrauchervertrauen ist nicht eindeutig,...

allerdings zu beachten, dass der allgemeine Aufwärtstrend seit Sommer 2022 trotzdem noch intakt ist.



Aus guten Gründen sollte die Aussagekraft der Indizes zum Verbrauchervertrauen nicht zu hoch gewichtet werden. Eine Erklärung für diese Empfehlung folgt gleich. Zunächst ermöglicht ein Blick auf die Detailergebnisse der Umfragen ein differenzierteres Bild. Das Conference Board veröffentlicht neben den Werten des allgemeinen Index bestehend aus der Lagebeurteilung und der Zukunftseinschätzung auch das Verbrauchervertrauen für acht Gruppen mit unterschiedlichen jährlichen Haushaltsnettoeinkommen. Typischerweise und aus nachvollziehbaren Gründen fallen die Werte für die unteren Einkommensklassen in der Regel schlechter aus als für die hohen. Hieran hat sich auch jüngst nichts geändert. Die Grafik auf der folgenden Seite zeigt allerdings, dass die Schere zusammenläuft. Das Verbrauchervertrauen für Haushalte mit einem niedrigen Jahresnettoeinkommen von bis zu 49.999 US-Dollar (graue Linie) ist unter Schwankungen seit 2022 ungefähr konstant geblieben. Dagegen ergibt sich für Privathaushalte mit mehr als 125.000 US-Dollar pro Jahr (rote Linie) eine volatile Abwärtsbewegung. Der Vorsprung dieser Haushalte in ihrem gruppenspezifischen Verbrauchervertrauen gegenüber dem Gesamtindex sank von durchschnittlich 23,1 Punkten im Jahr 2021 auf 20,0 Punkte 2022, 14,4 Punkte 2023 und auf zuletzt nur noch 8,0 Punkte im ersten Halbjahr 2024.

Das wichtigste ökonomische Ereignis während dieses Niedergangs war der massive Inflationshügel in den Jahren seit 2021 und insofern widerspricht der Befund zunächst einem gängigen Erklärungsschema. Demnach treffen hohe Preissteigerungen die Menschen am unteren Ende der Einkommensskala besonders hart, da sie einen überproportional großen Anteil ihres Budgets für Güter des täglichen Lebens ausgeben müssen und in der Regel über keinen großen Dispositionsspielraum innerhalb ihres Warenkorbs verfügen. Dies ist zwar nicht falsch, aber augenscheinlich nur die halbe Wahrheit. Die massiven Erhöhungen des gesetzlichen Mindestlohns in den vergangenen Jahren sowie Lohnsteigerungen in bestehenden Beschäftigungsverhältnissen beziehungsweise bei Jobwechseln

...aber ein Blick auf Details lohnt sich.

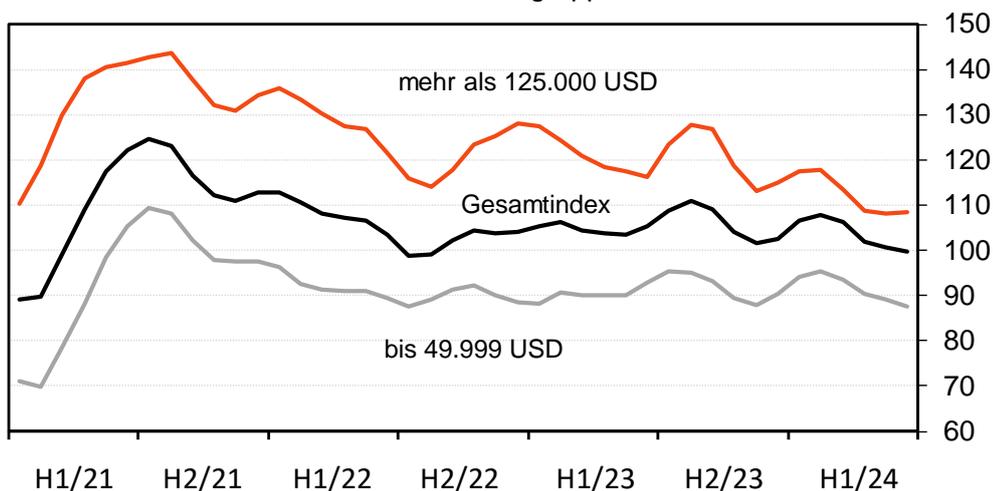
Leiden die Armen wirklich am stärksten unter Inflation?

und auch Sozialtransfers scheinen einen mehr oder minder vollkommenen Ausgleich ermöglicht zu haben. Wäre es anders, dann müsste sich dies in den Zahlen zum Verbrauchervertrauen spiegeln.

Auf der anderen Seite werden Haushalte der mittleren und oberen Einkommensschichten von der Inflation gemäß Lehrbuch weniger stark eingeschränkt, beispielsweise da sie ohnehin über Einkommensüberschüsse oder Sparguthaben verfügen, beziehungsweise da ihre Versorgung mit lebenswichtigen Gütern durch den Verzicht auf Luxusausgaben jederzeit gesichert ist. Die Zahlen des Conference Board geben zu diesen Details keine Auskunft, aber der oben beschriebene relative Rückgang des Verbrauchervertrauens im Vergleich zum Durchschnitt über alle Einkommensgruppen sowie der absolute Rückgang von Werten oberhalb von 140 Indexpunkten im Sommer 2021 auf weniger als 110 Punkte in diesem Sommer spricht eine klare Sprache: Die US-Mittelschicht scheint die Inflationsverluste nicht durch höhere Löhne kompensiert zu haben und der Rückgang des eigenen Lebensstandards lastet deshalb auf ihrer Ausgabenbereitschaft.

Das Verbrauchervertrauen der Mittelschicht sinkt am stärksten.

Verbrauchervertrauen nach Einkommensgruppen, 3-Monats-Durchschnitte



Quelle: Conference Board, eigene Berechnung und Darstellung

Die angekündigte allgemeine Kritik bezieht sich darauf, dass die Indizes zum Verbrauchervertrauen oberhalb dieser Detailebene nur eine eingeschränkte Validität für die kaufkräftige Masse der US-Konsumenten besitzen. Sie konzentrieren sich nämlich immer mehr vor allem auf die unteren Einkommensschichten. Im vergangenen Jahr betrug das Median-Nettoeinkommen der US-Haushalte rund 78.000 US-Dollar. Als Mittelschicht werden in den USA typischerweise alle diejenigen Haushalte definiert, die auf mindestens zwei Drittel bis zu dem Doppelten dieses Medianwertes kommen, also über ein Nettoeinkommen zwischen 52.000 US-Dollar und 156.000 US-Dollar verfügen. Diese Eingrenzung entspricht ungefähr der OECD-Definition, die eine Spanne von 75 % bis 200 % des Medians verwendet. Die vier unteren der acht vom Conference Board verwendeten Einkommensklassen und damit exakt die Hälfte der Kategorien erstrecken sich allerdings nur auf bis zu 49.999 US-Dollar. Ihr oberes Ende erreicht also nicht einmal die Grenze von zwei Dritteln des Median-Einkommens. Dies ist erst ab der fünften Klasse „50.000 bis 74.999 US-Dollar“ der Fall. Der Median wird dann erst mit der sechsten Gruppe „75.000 bis 99.999 US-Dollar“ abgedeckt, aber

Die Indizes bilden nicht die Breite der Gesellschaft ab.

für das obere Ende der Mittelschicht sowie die Einkommensoberschicht bleibt nur die achte Kategorie mit der Restgröße „125.000 US-Dollar und mehr“.

Dies ist insofern problematisch, da hiermit nicht nur die Spreizung der Einkommen nicht ausreichend abgedeckt wird, sondern darüber hinaus auch noch der Umfang der Haushalte im nicht abgedeckten Teil sehr hoch ist. Die Mittelschicht macht aktuell nur noch 51 % aller Haushalte aus. Das untere Ende der Einkommen mit weniger als zwei Dritteln des Medianwertes steht für 30 % der Haushalte, was einer Zunahme um drei Prozentpunkte seit 1970 entspricht. Der Anteil der einkommensstärksten Haushalte mit mehr als dem doppelten des Medianwerts legte dagegen im gleichen Zeitraum um acht Prozentpunkte auf 19 % zu.

Zwar ist das Gewichtungsschema der Haushalte je nach ihrem Jahreseinkommen ein Betriebsgeheimnis des Conference Board. Doch das offizielle Verbrauchervertrauen kann recht gut mit den Einzelwerten aus den vorhandenen Einkommenskategorien nachgebildet werden, die wie gezeigt vor allem die untere Hälfte der Einkommen abdeckt. Dazu muss lediglich die einkommensschwächste Gruppe „unter 15.000 US-Dollar“ unberücksichtigt bleiben. Damit ergibt sich das folgende Gesamtbild: Diejenigen Haushalte, die zur Unterschicht zu zählen sind und 30 % des Landes ausmachen, sind mit drei von sieben verbleibenden Kategorien, also mit rund 43 % im Index vertreten, und sie sind außerdem Teil der nächsthöheren vierten Gehaltskategorie. Die Mittelschicht wird spiegelbildlich viel zu schwach repräsentiert. Und der obere Teil der Mittelschicht sowie die 19 % aller Haushalte ausmachende Einkommensoberschicht, deren Anteil am Konsum überproportional hoch ausfallen dürfte, wird statistisch nur als Restgröße in der obersten Gehaltskategorie mit einem Anteil von 14,3 % am Index gemeinsam erfasst.

Eine Ursache für dieses Problem sind ausbleibende Anpassungen der Statistik an die Inflation und die allgemeine Lohnentwicklung sowie eine zu kleine Basis an teilnehmenden Haushalten aus der Einkommensmittel- und oberschicht. Hier wiederholt sich also in Teilen ein Versäumnis, auf das wir bereits vor zwei Monaten in einem anderen Zusammenhang bei der Betrachtung der Arbeitsmarktstatistik hingewiesen haben. Die offizielle Einteilung der Statistik nach Bildungsgraden in High School-Absolventen, College-Abgängern und Graduierten mit mindestens Bachelor-Abschluss mag vielleicht den Arbeitsmarkt in den 1970er Jahren gut beschrieben haben, aber sie wird der Bildungsdrift nach oben in der Zwischenzeit nicht gerecht. Die statistischen Instrumente hinken in beiden Fällen der Realität hinterher. Die Veröffentlichung des Conference Board ist somit augenscheinlich nicht repräsentativ. Ähnliches dürfte für die Umfrage der Universität Michigan gelten. Im vergangenen Monat nahmen daran lediglich 961 Haushalte teil. Bei ungefähr 131 Mio. Haushalten in den USA insgesamt ist dies unabhängig von der Verteilung der Einkommen viel zu wenig für verlässliche Rückschlüsse, zumal auch noch vorläufige Indizes mit dem Teil der bis dahin eingegangenen Antworten veröffentlicht werden. Das Conference Board verzichtet auf eine Angabe der Teilnehmerzahl.

Ein weniger üppig gefülltes Portemonnaie in mittleren und besser gestellten US-Familien bietet sich als Erklärung für den deutlichen Rückgang des ISM-Einkaufsmanagerindex für den Dienstleistungsbereich von 53,8 Punkten im Mai auf 48,8 Punkte im Juni und damit auf den tiefsten Stand seit dem Corona-Frühjahr 2020 an. Von dem Rückgang besonders betroffen waren Unternehmen aus dem Bereich der diskretionären Konsumbranchen wie beispielsweise Restaurants. Da

Die statistische Einkommensoberschicht hat stark zugelegt,...

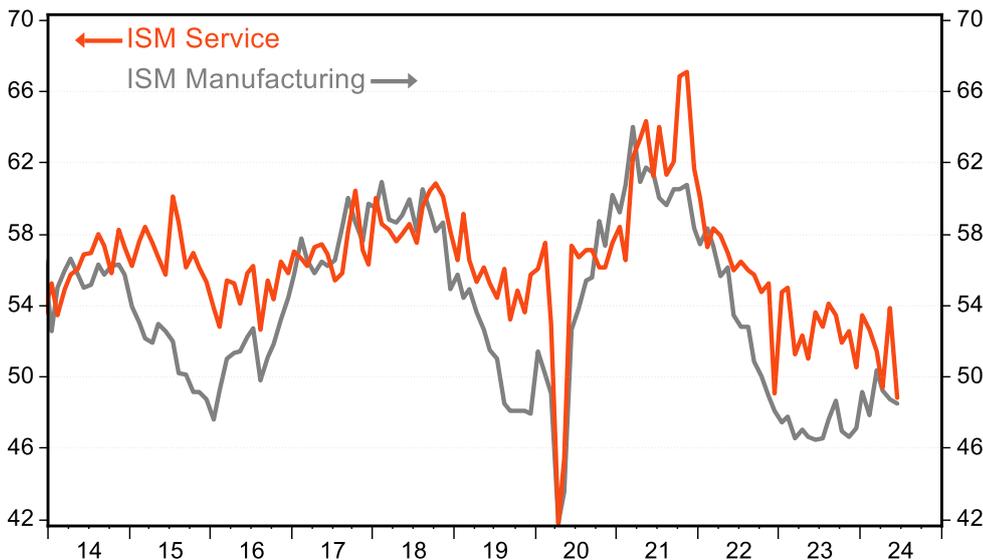
...aber sie ist im Index kaum vertreten,...

...da die Statistik seit Jahrzehnten nicht angepasst wurde.

Die Dienstleistungsstimmung bricht ein.

sich der ISM-Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe von 48,7 auf 48,5 Punkte abschwächte, befinden sich nun beide Wirtschaftsbereiche unterhalb der Kontraktionsschwelle von 50 Punkten. Nach allgemeiner Lesart deutet dies auf eine Verschlechterung der Konjunktur in den kommenden Monaten hin. Zur Vervollständigung sei darauf hingewiesen, dass die mit dem ISM konkurrierenden, aber weniger bedeutenden Einkaufsmanagerindizes von S&P Global im Juni angestiegen sind. Im verarbeitenden Gewerbe ging es von 51,3 auf 51,6 Punkte nach oben und im Servicesektor von 54,8 Punkten auf hohe 55,3 Punkte.

USA: Stimmung im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungsbereich



Quelle: Institute for Supply Management/Haver Analytics

Unterdessen schreitet die Abkühlung des Arbeitsmarktes voran. Zwar stieg die Anzahl der in der Privatwirtschaft außerhalb der Agrarwirtschaft geschaffenen Stellen von 108.000 im April auf 193.000 im Mai an und der Juni brachte mit 136.000 neuen Jobs keine Rückkehr auf das ursprüngliche Verlaufstief. Solche Schwankungen sind jedoch üblich. Einen besseren Überblick verschafft hier die Betrachtung größerer Zeiträume und das 2. Quartal war mit einem durchschnittlichen Aufbau von 146.000 Stellen pro Monat das schlechteste seit Ausbruch der Corona-Pandemie. Auffällig ist, dass der Stellenaufbau im Gast- und Freizeitgewerbe nahezu zum Erliegen gekommen ist und dass andererseits die Anzahl der temporären Hilfskräfte im Dienstleistungsbereich bereits seit Februar rückläufig ist. Im Juni wurden 49.000 solcher Stellen abgebaut.

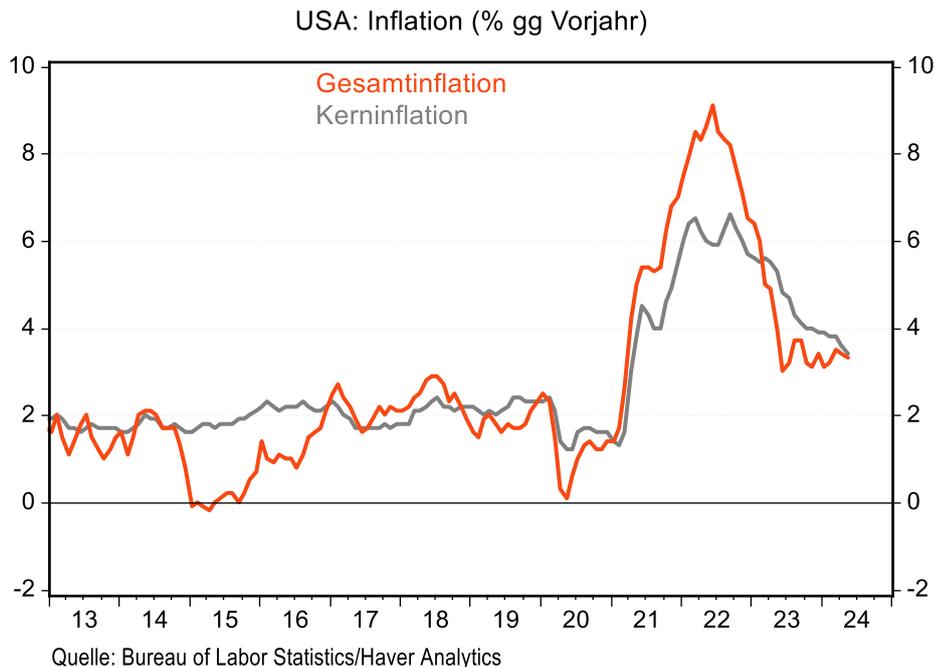
Spätestens in diesem Frühjahr schließ die scheinbar ausgelutschte Diskussionen über ein mögliches „Soft Landing“, „Hard Landing“ oder „No Landing“ der US-Volkswirtschaft völlig ein. Vermutlich wäre es jedoch angemessen, die Fragestellung wieder auf den Tisch zu bringen, denn gemäß Datenlage hat sich die Wahrscheinlichkeit den letzten Monaten deutlich von „No Landing“ in Richtung „Soft Landing“ verschoben.

Mit dem Hinweis auf die zukünftig wieder stärkere Beachtung der Arbeitsmarktentwicklung als Kompass der Geldpolitik hatte sich Fed-Präsident Jerome Powell bereits im Zuge der vorletzten Notenbanksitzung Anfang Mai für konjunkturell wieder etwas schlechtere Zeiten in Position gebracht. Bislang bleibt aber noch die Inflationsentwicklung entscheidend, und in dieser Hinsicht boten die

*Geringerer Stellen-
aufbau am Arbeits-
markt.*

*Fed will Arbeitsmarkt
stärker beachten.*

letzten beiden Monate eigentlich Entspannung. Die Jahresrate ging angesichts einer rückläufigen und zuletzt sogar auf 0,0 % gesunkenen Monatsrate von 3,5 % im März auf 3,4 % im April und auf 3,3 % im Mai zurück. Für Juni, dessen Werte an diesem Donnerstag veröffentlicht werden, wird vom Marktkonsens ein weiteres Absinken auf 3,1 % angenommen. Die Kernrate ohne Energie und Lebensmittel sank von 3,8 % im März auf 3,6 % im April beziehungsweise 3,4 % im Mai. Hiervon ausgehend wird vom Markt für Juni kein weiterer Rückgang erwartet. Anders formuliert ließe sich sagen: Die Richtung der Entwicklung passt gut aus Notenbanksicht, aber sie vollzieht sich zu langsam.



Vor diesem Hintergrund behält Powell auf der jüngsten Notenbanksitzung im Juni den bestehenden Kurs bei. Die vom Markt erhoffte Leitzinswende ist zwar in den kommenden Monaten möglich, und derzeit werden bis Jahresende zwei Zinssenkungen um jeweils 25 Basispunkte voll eingepreist. Aber im Gegensatz zur EZB verzichtet die Fed auf konkrete Schritte oder auch nur Andeutungen von bald bevorstehenden Zinssenkungen. Stattdessen scheinen die Mitglieder des Offenmarktausschusses sogar von noch längerer Zeit hohen Zinsen auszugehen. Ihre Ansichten über das angemessene Leitzinsniveau am Jahresende 2024 verschob sich im Zuge der jüngsten Veröffentlichung der quartärlchen Projektionen nochmals nach oben und zwar von durchschnittlich 4,81 % auf 5,07 %. Dies korrespondiert mit den Erwartungen von nur noch etwas mehr als einer Zinssenkung. Für 2025 stieg das im Durchschnitt als fair betrachtete Leitzinsniveau gleichzeitig von 3,78 % auf 4,16 %.

Ein Argument für zukünftig wieder höhere Inflationsraten kommt aktuell nicht aus der volkswirtschaftlichen, sondern aus der politischen Sphäre: Mit dem ersten TV-Duell der beiden Präsidentschaftskandidaten stieg die Wahrscheinlichkeit an, dass der mit großem Abstand unterlegene Joe Biden keine zweite Amtszeit absolvieren wird. Würde vor diesem Hintergrund Donald Trump im Januar 2025 erneut in das Weiße Haus einziehen, dann ist mit einer Wiederauflage des Handelsstreits mit höheren Zöllen sowie mit weniger Migration entlang der Grenze zu Mexiko zu rechnen, die dem Markt bislang viele billige Arbeitskräfte bescherte. Beide Aspekte

Die FOMC-Mitglieder rechnen mit weniger Leitzinssenkungen.

Ein Wahlgewinn von Trump könnte inflationstreibend wirken.

wirken grundsätzlich inflationstreibend. Hinzu kommt die Absicht Trumps, seine 2017 erlassenen Steuersenkungen, die 2025 auslaufen, dauerhaft zu machen, was zunächst konjunkturell neutral wäre. Beabsichtigte weitere Steuersenkungen hätten jedoch das Potenzial, die Konjunktur und damit auch die Inflation wieder anzutreiben. Am Markt spielen solche Überlegungen aktuell noch keine konkrete Rolle, und es findet vielmehr eine Konzentration auf das Hier und Jetzt statt. Außerdem wäre immer noch ein Kandidatenaustausch in der demokratischen Partei möglich, der die Karten neu mischen würde. Das anfängliche Momentum für diesen Schritt nach dem TV-Duell verpuffte aber in den letzten Tagen wieder und der sichtbar nicht mehr regierungsfähige Amtsinhaber Biden besteht darauf, seine Kandidatur durchzuziehen.

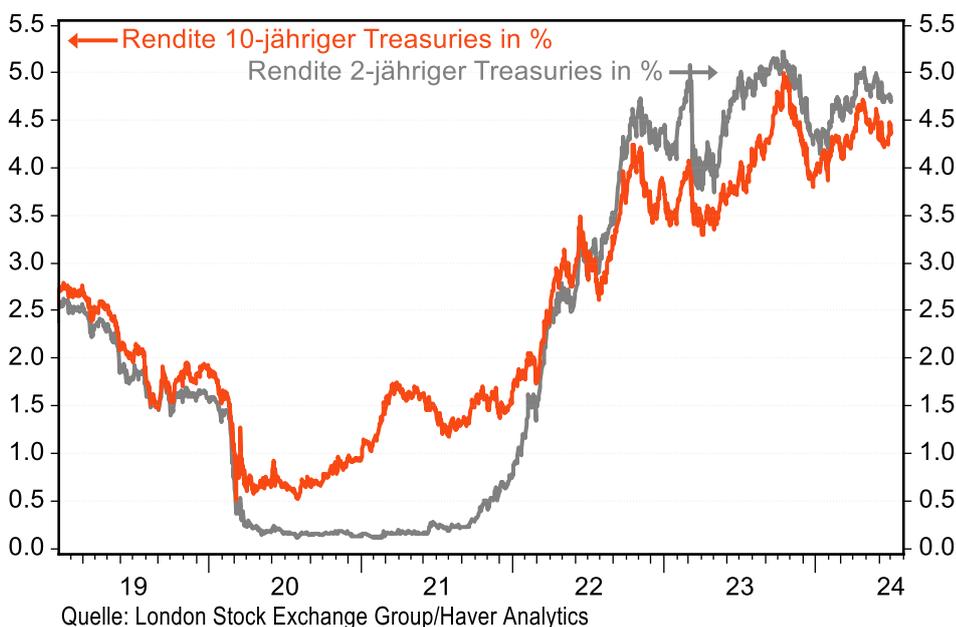
Für die vom Markt unterstellten zwei Leitzinssenkungen in der vor kurzem begonnenen zweiten Jahreshälfte 2024 spricht der oben skizzierte konjunkturelle Dynamikverlust sowie das typische Reaktionsmuster der Fed, auf solche Entwicklungen mit Zinssenkungen zu reagieren. Dazu kommt der Umstand, dass die Realzinsen bereits seit einiger Zeit positiv sind und dass dies eher ein Ausnahmefall ist. Gemessen an der weiterhin viel zu hohen Inflations- und Kerninflationsrate sowie den strukturellen Inflationsproblemen unserer Zeit (Demographie, Dekarbonisierung, Deglobalisierung) und obendrein den politischen Perspektiven ergibt sich für die Fed jedoch auf absehbare Zeit eigentlich kein Handlungsbedarf.

Rentenmarkt

Der Berichtszeitraum war durch einen per Saldo leicht rückläufigen Renditetrend gekennzeichnet. Die Bewegungen hielten sich allerdings in Grenzen. Die Rendite von US-Staatsanleihen mit 10-jähriger Restlaufzeit betrug vor zwei Monaten 4,45 % und sie beläuft sich aktuell auf rund 4,27 %, also 18 Basispunkte weniger. Fast den gleichen Rückgang vollzogen 2-jährige Papiere, die aktuell bei 4,62 % rentieren.

Zuletzt gaben die Renditen leicht nach,...

US-Anleihenmarkt



Das Ergebnis sähe etwas anders aus, wenn nicht in der vergangenen Woche der oben erwähnte, enttäuschend schlechte ISM-Einkaufsmanagerindex veröffentlicht worden wäre. Sollte es sich hierbei nicht nur um einen Ausreißer nach unten handeln, dann erhöht sich die Wahrscheinlichkeit für Zinssenkungen in den nächsten Monaten. Prinzipiell folgen die Märkte somit weiter dem Nachrichtenfluss und insbesondere den von ihm gespeisten Erwartungen hinsichtlich der zukünftigen Geldpolitik.

Keinen greifbaren Einfluss haben bislang die anstehenden US-Präsidentenwahlen, doch eine Rückkehr von Donald Trump hätte vermutlich ein renditetreibendes Potenzial. Hierfür spricht erstens der bereits oben erwähnte mögliche inflationäre Impuls seiner Politik. Zweitens wird die Staatsschuld in den letzten Monaten immer mehr zu einem Thema an den Märkten. Sie wird am Jahresende 2024 voraussichtlich 123 % des Bruttoinlandsproduktes ausmachen. Aktuell und auf absehbare Zeit ist zwar nicht von einer Staatsschuldenkrise auszugehen, da die USA über ihre eigene Währung verfügen und als Ankerpunkt des Weltfinanzsystems weiterhin kreditwürdig bleiben (siehe unseren Sonderbericht „US-Rating-Downgrade wirft Schlaglicht auf zunehmende Staatsverschuldung“ vom 24.08.2023). Allerdings legte bereits Joe Biden keinen Wert auf eine solide Haushaltsführung und unter Trump dürfte das Defizit vor dem Hintergrund seiner Steuersenkungspläne nochmals steigen.

Sollte sich der konjunkturelle Dynamikverlust der letzten Monate fortsetzen, dann dürften die zwei vom Markt antizipierten Leitzinssenkungen von der Fed umgesetzt werden. Der Rentenmarkt würde Anzeichen einer Leitzinswende zügig antizipieren, d.h. mit einem Renditerückgang reagieren. Solange die Kerninflation weit über dem Zielniveau von rund 2 % verharrt, bleibt das Potenzial für einen Renditerückgang jedoch begrenzt. Hinzu kommt das aus Zeiten ohne Krieg oder Pandemie ungekannt hohe Staatsdefizit der Regierung Biden, welches bei einem Wahlsieg Trumps vermutlich weiter steigen wird. Perspektivisch dürfte damit in den kommenden Jahren der Einfluss der Geldpolitik auf das sogenannte lange Ende der Zinsstrukturkurve abnehmen und die Bedeutung der Fiskalpolitik könnte spiegelbildlich wachsen.

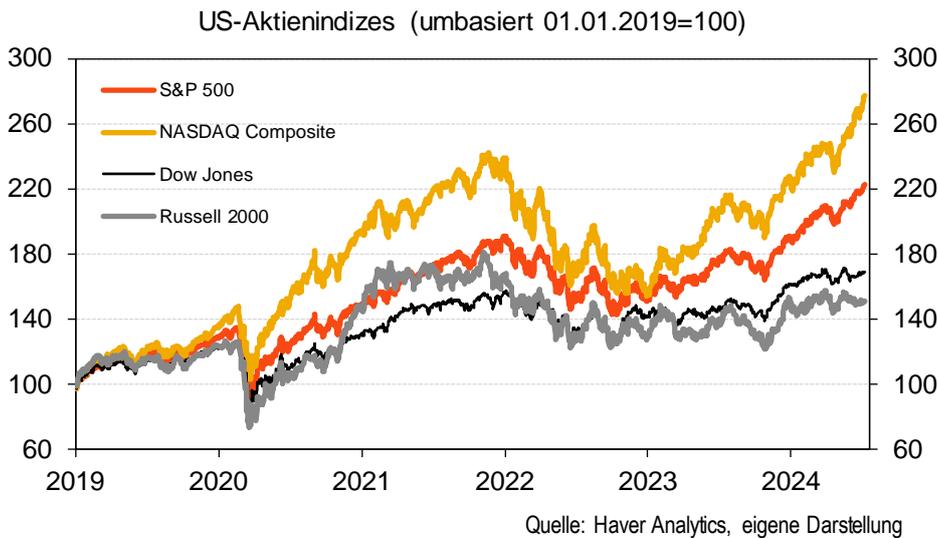
Aktienmarkt

Die entscheidenden Faktoren für die Aktienmarktentwicklung waren in den vergangenen zwei Monaten die offenbar nie versiegende Zuversicht über bald sinkende Leitzinsen und die Aussicht auf sprudelnde Gewinne bei Tech-Firmen vor dem Hintergrund potenzieller neuer KI-Anwendungen. Mit anderen Worten: Es waren und sind vor allem Hoffnungen für eine ungewisse Zukunft, welche die Leitindizes antrieben. Dass hiervon vor allem die technologielastige Börse NASDAQ profitierte, liegt auf der Hand. Der NASDAQ Composite-Index gewann seit der Abfassung des letzten Kapitalmarktberichts Anfang Mai rund 13 % hinzu. Auch der S&P 500 erreichte neue Allzeithöchststände und legte um 7 % zu. Dagegen trat der Dow Jones-Index auf der Stelle, und der Russell 2000 mit den Klein- und Nebenwerten gab sogar um knapp 2 % nach (siehe Grafik nächste Seite).

...was angesichts der Dienstleistungsstimmung kein Wunder ist.

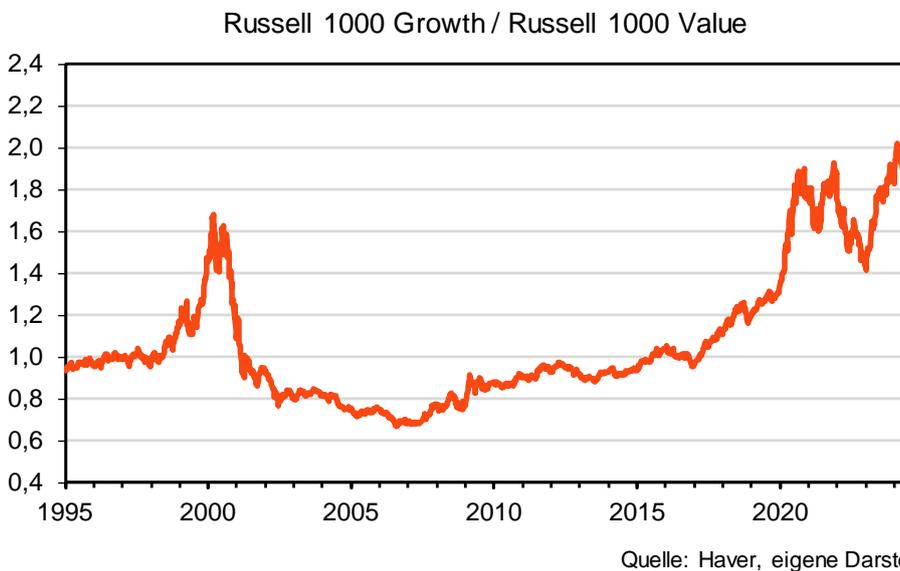
Das Defizit dürfte zukünftig eine größere Beachtung finden.

Die Tech-Indizes eilen von Rekord zu Rekord.



Angesichts der ungleichen Entwicklung dominieren in den Publikationen der Investmentbanken Berechnungen, wonach beispielsweise im S&P 500 allein die zehn am stärksten gewichteten Aktien für die Wertentwicklung dieses Jahres verantwortlich seien. Andere Kalkulationen zeigen, dass die Anzahl der Handelstage ohne größere Rückschläge historisch betrachtet ungewöhnlich hoch ist. Und wieder andere verweisen darauf, dass die Wachstumsaktien aus dem Tech-Bereich im Vergleich zu den sogenannten Value-Aktien aus der Old Economy aktuell höher bewertet sind als vor der Börsenkrise 1929 und der New Economy-Blase des Jahres 2000 (siehe auch Grafik unten).

Befürchtungen vor einer Blase sind nicht vollkommen abwegig,...



Die Entwicklung wurde durch diese und ähnlich Berichte bislang aber nicht gebremst, und die Verfechter der Tech-Aktien verweisen darauf, dass die heutigen Stars an der Börse im Gegensatz zur Situation vor rund 25 Jahren profitabel sind und sich die zukünftigen KI-Anwendungen schnell in Form höherer Gewinne bemerkbar machen werden. Hinzu kommt ein weiterer Umstand, den die Tech-Jünger für ihre Seite verbuchen können: Ein Großteil des Wachstums der Aktienindizes stammt nicht von Firmen, die darauf hoffen, mit ihren KI-

...doch es gibt gute Argumente, die gegen eine Blase sprechen.

Geschäftsmodellen irgendwann tatsächlich Geld zu verdienen, sondern von Unternehmen aus der KI-Zulieferindustrie, die bereits heute von zukünftigen Anwendungen profitieren, insbesondere Chip-Hersteller. In den letzten Monaten wurden beispielsweise auch lokale Elektrizitätsversorgungsunternehmen von dem Hype erfasst, da KI-Anwendungen durch die höhere notwendige Rechenleistungen sehr stromintensiv sind.

Tatsächlich ist der argumentative Gegenbeweis – bei dem KI-Boom an der Börse handelt es sich nur um eine Blase – nicht leicht zu führen. Zwar gibt es in der Geschichte der Aktienmärkte eine große Fülle von Spekulationsblasen, die fast ebenso schnell in sich zusammengebrochen sind, wie sie zuvor entstanden waren. Aber die Umstände unterscheiden sich beträchtlich. Beispielsweise beruhte die Blase der Aktien aus den Bereichen Wasserstoff und sogenannte grüne Energien im Zuge der Wahl von Joe Biden zum US-Präsidenten 2020/21 sowie der Boom der Cannabis-Aktien ein paar Jahre früher durchaus ebenfalls auf der Erwartung von großen Gewinnen. Aber viele Betriebe hatten vorher und selbst auf dem Höhepunkt der Kursentwicklung die Gewinnschwelle nie überschritten. Dies ist heute definitiv anders und manche mutmaßlichen Profiteure der Künstlichen Intelligenz können darauf hoffen, dass ihre ohnehin schon profitablen Produkte zukünftig an noch mehr Stellen als bislang eingesetzt werden können. Ein Ziel ist der Ausbau der Marktanteile unter Verdrängung von konventionellen Geschäftsmodellen.

Sollte es sich bei dem gegenwärtigen KI-Hype um eine Blase handeln, dann verläuft diese möglicherweise am ehesten nach dem Muster der Telekommunikationsunternehmen um das Jahr 2000 oder der Eisenbahn-Manie in den 1850er Jahren. Die Unternehmen waren in beiden Fällen profitabel, und die Annahme über eine zukünftig stark steigende Produktnachfrage erwies sich als richtig. Problematisch war allerdings, dass zumindest vorübergehende Überkapazitäten auf den Margen der Anbieter lasteten. Zweitens kam eine konjunkturelle Eintrübung hinzu, die ebenfalls die Gewinne drückte. Beide Aspekte können auch in den zukünftigen Jahren die Hausse der KI-Unternehmen in ihr Gegenteil verkehren, ohne dass an dem Glaubenssatz von mittel- bis langfristig hochgradig profitablen KI-Anwendungen gerührt werden muss.

Die Party an den Aktienmärkten geht weiter, wobei sich nur ein kleiner Teil der Gäste auf der Tanzfläche bewegt, während der große Rest danebensteht und zusieht. An dieser Konstellation muss sich so bald nicht unbedingt etwas ändern, und viele Börsianer dürften den Spruch im Hinterkopf haben, „Man muss tanzen, solange die Musik spielt“. Ob die Musik noch laut genug ist, dass wird die in wenigen Tagen beginnende Berichtssaison zum 2. Quartal zeigen. Bereits vor drei Monaten war ein Muster zu beobachten, wonach Unternehmen, welche die hochgesteckten Erwartungen nicht erfüllten, mit üppigen Kursrückgängen abgestraft wurden. Bleibt der von uns beobachtete konjunkturelle Dynamikverlust moderat, dann könnte faktisch eintretende Leitzinssenkungen die Stimmung auch in der Breite anheben. Bei einer deutlichen Verschlechterung der Konjunktur sind angesichts der hohen Bewertung vieler Unternehmen allerdings größere Rückschläge möglich, die dann für einen Einstieg genutzt werden könnten.

Blasen können unterschiedlichen Mustern folgen.

Eine Gefahr besteht im Aufbau von KI-Überkapazitäten.

Prognoseübersicht

G3 (+UK) Konjunkturindikatoren und Wechselkurse

	Reales BIP Wachstum (%)					Inflation (CPI) ¹					Arbeitslosenquote (%) ¹				
	2020	2021	2022	2023	2024e	2020	2021	2022	2023	2024e	2020	2021	2022	2023	2024e
EWU	-6,5	5,3	3,5	0,5	0,4	0,3	2,6	8,4	5,5	2,7	8,0	7,7	6,7	6,5	6,7
- DE	-3,8	3,2	1,8	-0,3	0,0	0,5	3,1	6,9	6,0	2,8	5,9	5,7	5,3	5,7	6,1
UK	-9,7	7,4	4,1	0,1	0,2	0,9	2,6	9,0	7,4	3,0	4,5	4,6	3,7	4,0	4,3
USA	-3,4	5,7	2,1	2,5	2,2	1,2	4,7	8,0	4,1	3,3	8,1	5,4	3,6	3,6	4,1
Japan	-4,7	1,7	1,0	1,9	1,0	0,0	-0,2	2,5	3,3	2,5	2,8	2,8	2,6	2,6	2,6

	Leistungsbilanz (% des BIP)					Budgetsaldo (% des BIP)					Wechselkurs (US\$) ²				
	2020	2021	2022	2023	2024e	2020	2021	2022	2023	2024e	2020	2021	2022	2023	2024e
EWU	1,8	2,8	-0,7	1,9	1,4	-7,1	-5,3	-3,6	-3,5	-2,7	1,22	1,14	1,07	1,10	1,13
- DE	7,1	7,7	4,2	6,8	6,6	-4,3	-3,6	-2,5	-2,9	-1,7	-	-	-	-	-
UK	-3,2	-1,5	-3,8	-2,2	-3,7	-13,0	-8,3	-5,5	-4,5	-3,9	1,37	1,35	1,21	1,27	1,26
USA	-2,8	-3,6	-3,8	-3,0	-2,8	-14,0	-11,6	-3,7	-8,2	-7,4	-	-	-	-	-
Japan	3,0	3,9	2,1	3,4	3,7	-9,1	-6,2	-6,9	-5,6	-3,7	103	115	131	141	135

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)				
	2020	2021	2022	2023	2024e	2020	2021	2022	2023	2024e
EWU	0,0	0,0	2,5	4,5	4,0	-0,26	-0,18	3,2	2,02	2,25
UK	0,1	0,25	3,5	5,25	4,5	0,20	0,97	3,67	3,54	3,2
USA	0,0-0,25	0,0-0,25	4,25-4,5	5,25-5,5	4,75-5,0	0,91	1,51	3,87	3,88	3,9
Japan	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,04	0,07	0,422	0,61	0,95

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

	Q4 21	Q1 22	Q2 22	Q3 22	Q4 22	Q1 23	Q2 23	Q3 23	Q4 23	Q1 24	Q2 24
CRB-Index**	232,4	295,2	291,1	268,3	277,7	267,7	262,0	284,5	263,8	290,3	290,5
Ölpreis (Brent)*	77,8	107,9	114,8	88,0	85,9	79,8	74,9	95,3	77,0	87,5	86,4

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.