

Kapitalmarktbericht USA

Nr. 3: Die Märkte hoffen weiterhin auf eine geldpolitische Wende.



8. Mai 2024

Konjunktur und Geldpolitik: Der Arbeitsmarkt scheint nicht mehr ganz so rund zu laufen wie noch vor kurzer Zeit, was sich negativ auf das Verbrauchervertrauen auswirkt. Außerdem entwickelte sich die Inflation in den letzten Monaten relativ hartnäckig, beziehungsweise sie stieg jüngst sogar wieder etwas an. Die Federal Reserve verschiebt deshalb den Beginn von Leitzinssenkungen auf der Zeitachse weiter nach hinten, aber sie möchte zukünftig stärker auf negative Entwicklungen am Arbeitsmarkt achten.

Rentenmarkt: Im Zuge der enttäuschenden Inflationsdaten in den letzten Monaten stiegen die Renditen weiter an, bevor der jüngste Arbeitsmarktbericht einen Renditerücksetzer und spiegelbildlich höhere Kurse bescherte. Hohe Emissionsvolumina von Staatsanleihen, die sich aus dem üppigen Budgetdefizit ergeben, wurden im Großen und Ganzen problemlos am Markt untergebracht.

Aktienmarkt: Nach einer über drei Monate nahezu ununterbrochenen Aufwärtstendenz sorgte das Eingeständnis von Notenbankchef Powell, dass baldige Leitzinssenkungen unwahrscheinlich wären, ab Anfang April für eine etwa dreiwöchige Kurskorrektur. Nach dem Motto „Aufgeschoben ist nicht aufgehoben“ und vor dem Hintergrund der „KI“-Euphorie sowie der weiterhin günstigen Gewinnentwicklung der Unternehmen stiegen die Indizes seitdem aber wieder an.

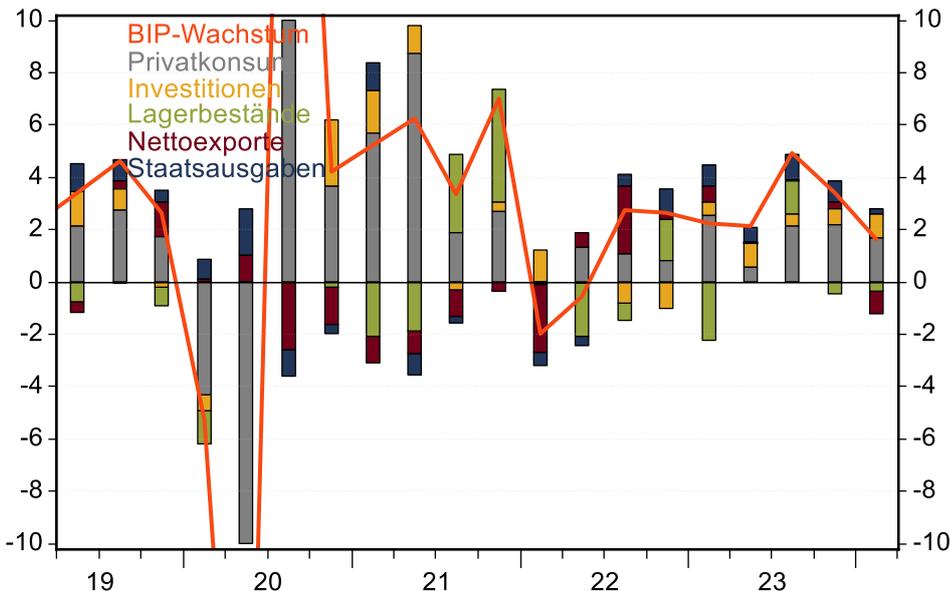
- Dr. Torsten Gruber
- Dr. Thorsten Proettel
- Bernhard Spitz

Konjunktur und Geldpolitik

Zum Jahresanfang schien die Dynamik der US-Konjunktur trotz des hohen Zinsniveaus ungebrochen groß zu sein. Die Gründe hierfür wie die massiven Staatsausgaben, die Investitionsanreize für Unternehmen sowie der weiterhin starke Konsum nach der Corona-Pandemie wurden bereits in früheren Ausgaben des Kapitalmarktberichtes diskutiert. Vor diesem Hintergrund sorgte die Veröffentlichung einer enttäuschend schwachen Vorabschätzung für das BIP-Wachstum im 1. Quartal 2024 vor ein paar Tagen für eine Überraschung an den Kapitalmärkten. Demnach wuchs die US-Wirtschaft von Januar bis März auf das Jahr hochgerechnet lediglich um 1,6 %. Im 4. Quartal 2023 wurde noch eine Rate von 3,4 % gemessen und am Markt war lediglich ein Absinken auf 2,5 % erwartet worden. Zu dem Rückgang trugen ein Abbau der Lagerbestände sowie schwächere Exporte bei.

Im 1. Quartal sank das BIP-Wachstum auf nur noch 1,6 %...

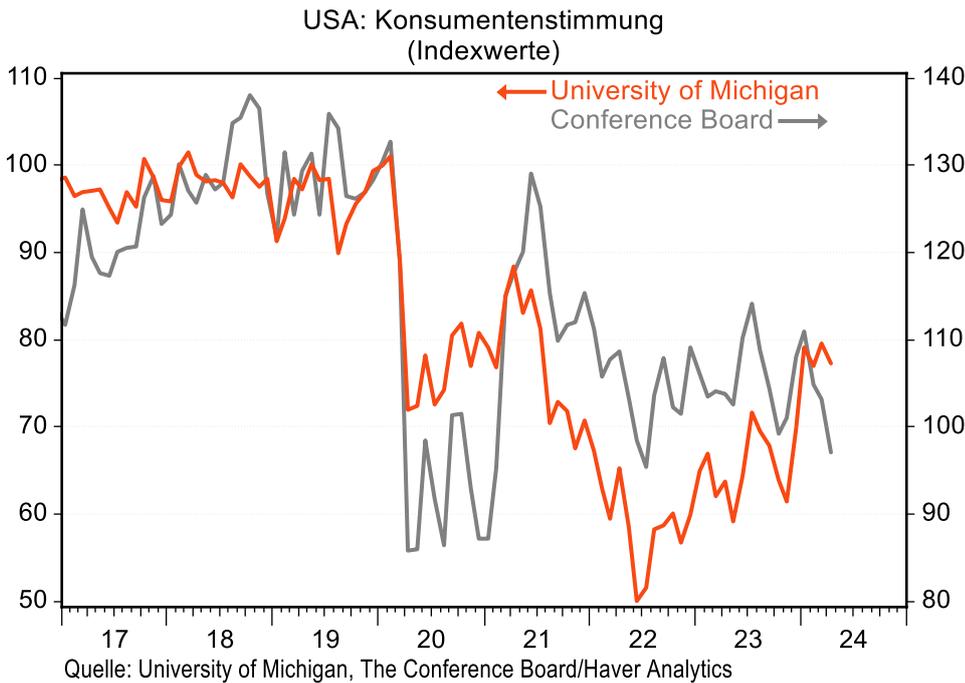
USA: BIP-Quartalsveränderungsrate Wachstumsbeiträge in Prozentpunkten



Quelle: Bureau of Economic Analysis/Haver Analytics

Da diese Zahlen bei späteren Schätzungen in der Regel noch häufig und zum Teil auch umfangreich revidiert werden, würde es nicht verwundern, wenn letztlich doch eine höhere Wachstumsrate festgestellt werden wird. Allerdings deuteten verschiedene Stimmungsindikatoren in jüngerer Zeit ebenfalls auf gewisse Friktionen hin. So sank der Index für das Verbrauchervertrauen des Conference Board auf das tiefste Niveau seit dem Beginn des Krieges in der Ukraine 2022 und den damals massiven Leitzinserhöhungen (siehe Grafik nächste Seite). Und außerdem setzte der von der Universität Michigan erhobene Index zur Konsumentenstimmung den seit Sommer 2022 beobachtbaren Aufwärtstrend nicht mehr fort (ebenfalls nächste Grafik). Passend hierzu sank der ISM-Einkaufsmanagerindex für den Dienstleistungsbereich im April auf 49,4 Punkte und damit erstmals seit Ende 2022 unter die sogenannte Wachstumsschwelle von 50 Punkten. In diesem Januar wurde immerhin noch ein Wert von 53,4 Punkten ermittelt.

...und das Verbrauchervertrauen entwickelt sich enttäuschend.



Die Erklärung der Institute für diese Entwicklungen lautet stets, dass die Verbraucher unter der wieder etwas anziehenden Inflation leiden würden und dass neue Arbeitsstellen nicht mehr so leicht verfügbar wären wie vor ein paar Monaten. Die Abkühlung des Jobmarktes führe demnach dazu, dass die Option auf Gehaltssprünge durch Stellenwechsel zunehmend kleiner würde und die Gehälter allgemein nicht mehr so stark wüchsen. Tatsächlich kühlte sich der Anstieg der durchschnittlichen Stundenlöhne im April gemäß des offiziellen Arbeitsmarktberichts auf 0,2 % gegenüber dem Vormonat ab. Im 3-Monats-Durchschnitt ergibt sich ebenfalls ein Wert von 0,2 % und damit der niedrigste Anstieg seit März 2021.

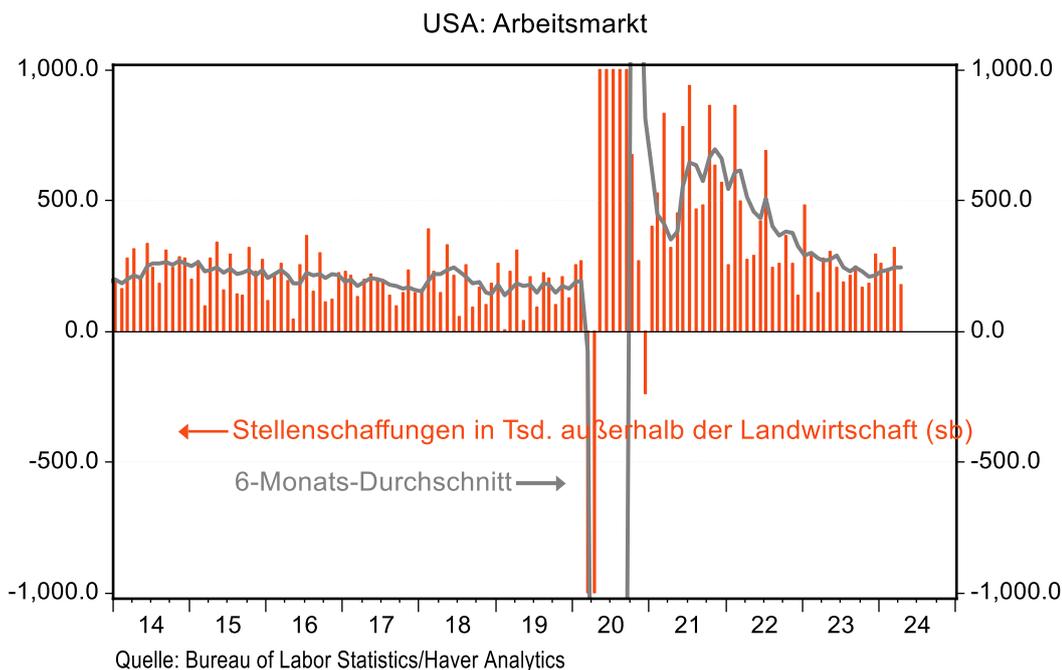
Das Lohnwachstum fiel zuletzt geringer aus,...

Die offiziellen Zahlen zum Stellenaufbau widersprachen allerdings bis vor kurzem dem Eindruck einer signifikanten Abkühlung. Einschließlich März überraschte die Anzahl der neu geschaffenen Jobs außerhalb der Landwirtschaft positiv, und der 6-Monats-Durchschnitt dieser allgemein trotz oder wegen der Saisonbereinigung sehr volatilen Zahlen zeigte zum Missfallen der Notenbank seit Ende 2023 nach oben (siehe Chart nächste Seite). Erst jüngst ergab sich ein signifikanter Einbruch des Stellenaufbaus von 315.000 im März auf nur noch 175.000 neuen Jobs im April.

...während weniger neue Jobs geschaffen wurden.

Eine Erklärung für eine bereits in den Monaten zuvor entstandene Lücke zwischen der leicht eingetrübten Wahrnehmung der Privathaushalte und den bis März positiven offiziellen Zahlen zum Arbeitsmarkt ergibt sich bei einem Blick auf die Detailebene. Der Stellenaufbau scheint sich schon seit einiger Zeit vorrangig im Bereich der einfachen Tätigkeiten, der sogenannten „Blue-Collar-Jobs“ abzuspielen. Angesichts der nach dem Ende der Corona-Pandemie hohen Konsumneigung werden in allen denkbaren Dienstleistungsbereichen helfende Hände benötigt, und dort fallen die Lohnsteigerungen prozentual oftmals besonders üppig aus. Beispielsweise stieg der Mindestlohn im bevölkerungsreichen Bundesstaat Kalifornien Anfang April von 16 US-Dollar auf 20 US-Dollar je Stunde. Da dies einen Aufwärtssog auch bei denjenigen Tätigkeiten entfalten dürfte, die nahe am, aber über dem Mindestlohn bezahlt werden, würde es nicht überraschen, wenn die nächsten Statistiken einen zunehmenden Lohndruck ausweisen.

Offenbar werden vor allem Arbeitskräfte für einfache Tätigkeiten gesucht,...



Auf der anderen Seite hatten vielen größere US-Unternehmen und insbesondere solche aus dem Technologiebereich in den letzten Monaten immer wieder Kürzungen in der Größenordnung von mehreren tausend oder zehntausend Stellen angekündigt. Der prominenteste und sicherlich auch etwas ungewöhnliche Fall ist der Rauswurf von rund zwei Drittel der Beschäftigten beim Kurznachrichtendienst X, vormals Twitter. Der für seine unkonventionellen Wege bekannte neue Eigentümer Elon Musk begründete dies damit, dass die weggefallenen Stellen für die betriebliche Leistungserbringung schlichtweg nicht notwendig seien. Es ist kein Geheimnis, dass viele Stellenschaffungen in den aufstrebenden Industrien in den letzten Jahren zur Befriedigung von progressiven gesellschaftlichen Erwartungshaltungen vorgenommen wurden. Außerdem fand vielfach ein „Labor Hoarding“ statt mit dem Ziel, dem Wettbewerb den Zugriff auf vermeintlich knappe Arbeitskräfte zu erschweren. Mit der Verschlechterung der Rahmenbedingungen an den Aktienbörsen im Zuge der steigenden Zinsen setzte ungefähr ab 2022 ein Umdenken ein, und es wurde wieder mehr der Shareholder Value in den Vordergrund gerückt, der sich nun in Stellenstreichungen äußert.

Prinzipiell spielt sich seit ein paar Monaten also innerhalb des noch nach oben gerichteten Arbeitsmarktes eine Umschichtung ab mit einem starken Aufbau bei den am unteren Ende der Lohnskala rangierenden Jobs und mit einer ungünstigen Entwicklung für die breite Mittelschicht beziehungsweise für Gutverdiener. Das in dieser Hinsicht nur rudimentäre Zahlenwerk des Bureau of Labor bestätigt diesen Zusammenhang grundsätzlich. So stieg die Beschäftigung von High School-Absolventen ab 25 Jahren, die aus deutscher Perspektive ungefähr mit Inhabern der Mittleren Reife verglichen werden können, auf Jahressicht um 1,2 % auf 34,9 Mio. Personen. In der folgenden Kategorie, in der ein erfolgreicher College-Besuch oder ein Associate-Titel den höchsten Bildungsabschluss darstellt, was in etwa dem Abitur entspricht, stieg die Beschäftigung um 1,1 % auf 35,1 Mio. an. Mit einem Bachelor-Studium oder einem noch höheren Abschluss waren im April aber nur 0,3 % mehr Personen beschäftigt als im Vorjahresmonat. Das tatsächliche Ausmaß dieser ungleichen Entwicklung wird durch die letztgenannte Zahl nicht wirklich erfasst, da ein Bachelor im US-amerikanischen Bildungssystem je nach

...wohingegen besser bezahlte Bürojobs auf der Streichliste stehen.

Höhere Bildungsabschlüsse sind offenbar nicht mehr so sehr gefragt,...

Hochschule und Fach oft nur an eine deutsche Berufsausbildung heranreicht. Die höchste Bildungskategorie der US-Statistik wäre hierzulande vermutlich also nur die zweitniedrigste nach den Ungelernten. Dies zeigt auch der absolut große Umfang dieser Kategorie in Höhe von zuletzt 63,1 Mio. Personen. Wäre die Statistik weiter ausdifferenziert, würde sie vielleicht im Bereich von Master- oder PhD-Absolventen sogar einen Rückgang zeigen. Gemäß einer Auswertung der Online-Stellenbörse Indeed vom Februar bewegt sich die Anzahl der offenen Stellen für die Branchen Banken und Finanzen, Software-Entwicklung sowie Medien und Kommunikation bereits seit Monaten unter dem Niveau von vor der Corona-Krise. In der Software-Entwicklung beträgt der Rückgang sogar rund 30 %.

...wie die Stellenausschreibungen für Software-Entwickler exemplarisch zeigen,...

In Zusammenhang mit dem für die kommenden Jahre erwarteten Einzug der „Künstlichen Intelligenz“ in viele betriebliche Prozesse wird oftmals ein Rückgang der Nachfrage nach höher qualifizierten Beschäftigten vorhergesagt. Den „White Collar“-Arbeitskräften an den Schreibtischen würde demnach das widerfahren, was den „Blue Collar“-Kollegen an den Fließbändern bereits in den letzten Jahrzehnten durch die Automatisierung und die Verlagerung von Arbeitsplätzen in Niedriglohnländern geschehen ist. Eine solche Strukturverschiebung hat in den USA offenbar schon begonnen.

...die bereits von der „KI“ ersetzt werden.

Die US-Konjunktur entwickelt sich weiterhin trotz des hohen Zinsniveaus robust, und das Szenario eines sogenannten Soft Landings hat durch teilweise etwas schwächer ausgefallene Daten in den letzten Wochen bislang keineswegs als Hauptszenario ausgedient. Die Entwicklung am Arbeitsmarkt hat jedoch ähnlich wie auch die angespannte Lage auf dem Markt für gewerbliche Immobilien das Potenzial, die Konjunktur zu belasten.

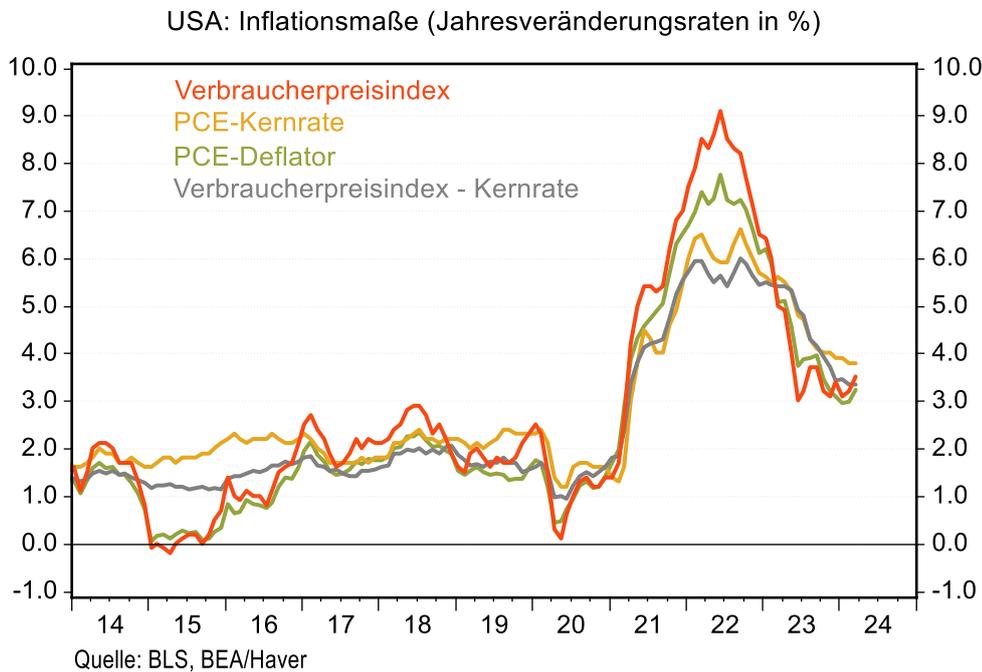
Die oben beschriebene schwächere realwirtschaftliche Entwicklung ging atypisch mit einem Wiederanziehen der Teuerung einher. Ende April löste die Veröffentlichung des BIP-Deflators für das 1. Quartal in Zusammenhang mit den oben vorgestellten Wachstumsraten einen kleinen Schock an den Kapitalmärkten aus. Demnach stieg der Deflator auf das Jahr hochgerechnet um 3,7 % gegenüber dem 4. Quartal 2024 an. Damals wurde noch ein Wert von annualisiert 2,0 % gemessen. Die mit 3,4 % ohnehin schon hohen Erwartungen des Marktes wurden also nochmals übertroffen. Bereits die Veröffentlichungen der monatlichen Verbraucherpreisindizes für Januar, Februar und März sorgten jedes Mal für eine Enttäuschung der Märkte, denn die Jahresrate sank zunächst weniger stark als erwartet und stieg seit Februar stärker als erwartet an. Gemessen an dem zuletzt publizierten Wert von 3,5 % für März ist die Inflationsrate jedenfalls weiterhin viel zu hoch. Aktuell hilft es auch wenig, dass die Notenbank bevorzugt auf den üblicherweise niedriger ausfallenden Deflator der persönlichen Konsumausgaben beziehungsweise dessen Kernrate blickt. Mit einem Anstieg von 2,5 % auf 2,7 % im März respektive einer Stagnation bei 2,8 % sind auch diese Werte noch weit von den Zielvorstellungen der Fed entfernt (siehe Grafik nächste Seite).

Die Inflationsraten sind weiterhin viel zu hoch,...

Unmittelbar erkennbar ist das Wiederanziehen der Teuerung an den Monatsraten, die sich zuletzt im Bereich zwischen 0,3 % und 0,4 % bewegten. Auf Sicht von zwölf Monaten würden sich demnach Jahresraten von grob kalkuliert etwas weniger als 4 % bis knapp 5 % ergeben. Keine gute Nachricht ist in diesem Zusammenhang ein Detail des Zahlenwerks zum ISM-Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe für April: Der Subindex für die gezahlten Preise stieg von 55,8 auf 60,9 Punkte an und damit auf den höchsten Wert seit Juni 2022, ein Umstand, den sogar Notenbankchef Jerome Powell auf der Pressekonferenz am 1. Mai als negativ

...was insbesondere an den Monatsraten abgelesen werden kann.

hervorhob. Damit zeichnet sich ab, dass die Güterpreis-inflation, die zuletzt aus geldpolitischer Perspektive kein Problem war, wieder zu einem werden könnte.



Dass die geänderten Inflationsperspektiven nicht spurlos an den Entscheidungen der Notenbank vorüberziehen werden, war zumindest von den Geld- und Rentenmärkten in den vergangenen Wochen durchaus antizipiert worden. Die Renditen von Staatsanleihen mit längerer Laufzeit stiegen an, worauf im nächsten Kapitel näher einzugehen ist. Und außerdem rückten die Erwartungen hinsichtlich des Beginns von Leitzinssenkungen zeitlich nach hinten, beziehungsweise der für 2024 erwartete Umfang schmolz immer weiter ab. Während der Terminmarkt für den Geldmarktsatz Ende 2023 als Teil einer Übertreibungswelle sechs Absenkungen um jeweils 25 Basispunkte im Kalenderjahr 2024 einpreiste, waren es vor zwei Monaten nur noch etwa 4 Zinsschritte, und aktuell wird lediglich von einer Absenkung sicher ausgegangen.

Der Offenmarktausschuss der Federal Reserve kann sich weniger stark schwankende Annahmen über den weiteren Pfad der eigenen Geldpolitik zugutehalten. Mit der Bekanntgabe des jüngsten Dot Plot-Charts am 20. März wurde umgerechnet ein faires Leitzinsniveau von 4,81 % für Ende 2024 postuliert, was lediglich ein Anstieg um 11 Basispunkte gegenüber der vorletzten Veröffentlichung von Dezember bedeutet (siehe Chart nächste Seite). Der neue Wert entspricht ungefähr drei Leitzinssenkungen bis Ende Dezember, wobei minimale Änderungen einzelner Mitglieder ausgereicht hätten, um den Umfang auf zwei Absenkungen zu reduzieren. Die nächste Veröffentlichung steht für den 12. Juni an, und es ist heute bereits absehbar, dass die Dots der Mitglieder auf dem Chart für 2024 tendenziell nach oben wandern dürften, also weniger Zinssenkungen implizieren werden.

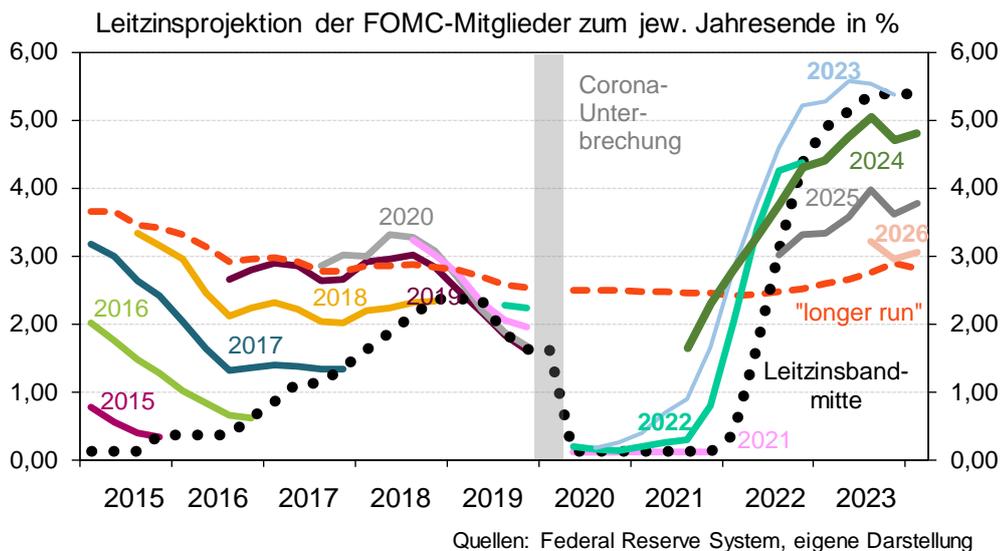
In der letzten Ausgabe des Kapitalmarktberichtes USA von vor zwei Monaten schrieben wir im Fazit auf der Grundlage der bis dahin verfügbaren Daten, „Ein kleiner Fehlton im geldpolitischen Konzert bleibt allerdings, dass Powell die sich nur schleppend nach unten bewegende Inflation eher als Erfolg denn als Problem

Umfangreiche Leitzinssenkungen sind 2024 unwahrscheinlich,...

...was die Notenbank auch nie anders behauptet hat,...

...aber die Taube Powell musste zurückrudern,...

einzuschätzen scheint“. Die seitherige Entwicklung zwang den Notenbankchef, seine Meinung zu ändern. Mitte April sagte Powell bei einer Rede, dass er es für angebracht hielte, der Geldpolitik mehr Zeit zu geben, um ihre Wirkung zu entfalten. Dies war eine erste Absage an eine baldige Leitzinssenkung. Und auf der Pressekonferenz nach der jüngsten Notenbanksitzung am 1. Mai lautete die Standardaussage, dass die Leitzinsen nicht abgesenkt werden, bis der Offenmarktausschuss ein größeres Vertrauen darüber gewinnt, dass sich die Inflationsrate nachhaltig in Richtung des Zielwerts von 2 % bewegen wird. Damit ist der weitere Weg grundsätzlich wieder offen.



Dennoch wurde die Pressekonferenz vom Markt nicht als falkenhaft aufgenommen. Ein wichtiger Grund ist, dass sich die Erwartungen vorab schon mehr in Richtung einer restriktiveren Geldpolitik entwickelt hatten. Powell wiegelte aber die Möglichkeit von weiteren Leitzinsanhebungen ab. Außerdem zeigte er sich zuversichtlich, wonach das bisherige Zinsniveau genügend restriktiv sei, um das Inflationsziel über die Zeit zu erreichen. Insofern erlangte Powell erneut das Wohlwollen der Kapitalmärkte, zumal er in der Regel eher zum Lager der Tauben im Offenmarktausschuss zu rechnen ist. Jedenfalls verübelt es Powell offenbar niemand am Markt, dass er noch Mitte Dezember mit seiner anscheinend nicht der vollen Wahrheit entsprechenden Aussage, im Offenmarktausschuss wäre bereits über einen Fahrplan für Leitzinssenkungen diskutiert worden, die Märkte in die Irre führte.

Unabhängig von seiner taubenhaften Schlagseite muss man dem Notenbankchef aber zugute halten, dass er in ökonomisch Belangen ausgesprochen sattelfest ist und den Märkten in der Regel glaubwürdige Eindrücke über die Sichtweisen der Währungshüter vermittelt. In der letzten Woche verwies er beispielsweise darauf, dass die Entwicklungen am Arbeitsmarkt zukünftig wieder stärker in den Fokus der Notenbank rücken werden. Ihr duales Mandat, sowohl für eine maximale Beschäftigung wie auch für Preisstabilität sorgen zu sollen, legt die Fed so aus, dass zunächst derjenige Aspekt stärker berücksichtigt wird, bei dem die Abweichung vom Ziel größer ist. Nachdem die Inflation zwar immer noch nicht bei 2 % angekommen ist, aber sich weit von den hohen Werten der letzten Jahre zurückbildete, würde eine unbeabsichtigt starke Abkühlung des Arbeitsmarktes von der Fed höher gewichtet werden als noch vor kurzer Zeit.

...was Powells Image an den Finanzmärkten nicht schadet.

Die Fed will sich wieder verstärkt auf „maximale Beschäftigung“ konzentrieren.

Notenbankchef Powell signalisierte nach der jüngsten Sitzung des Offenmarktausschusses, dass baldige Leitzinssenkungen angesichts des Wiedererstarkens der Inflation kein Thema wären. Gleichzeitig erteilte er Spekulationen auf Leitzinserhöhungen eine Absage, auch wenn er sie nicht ausschließen wollte. Die Markterwartung für eine erste Leitzinssenkung verschob sich daraufhin in Richtung Dezember 2024. Mit dem oben beschriebenen schlechter als erwartet ausgefallenen Arbeitsmarktbericht für April wird am Markt aktuell auf einen ersten Zinsschritt im September spekuliert.

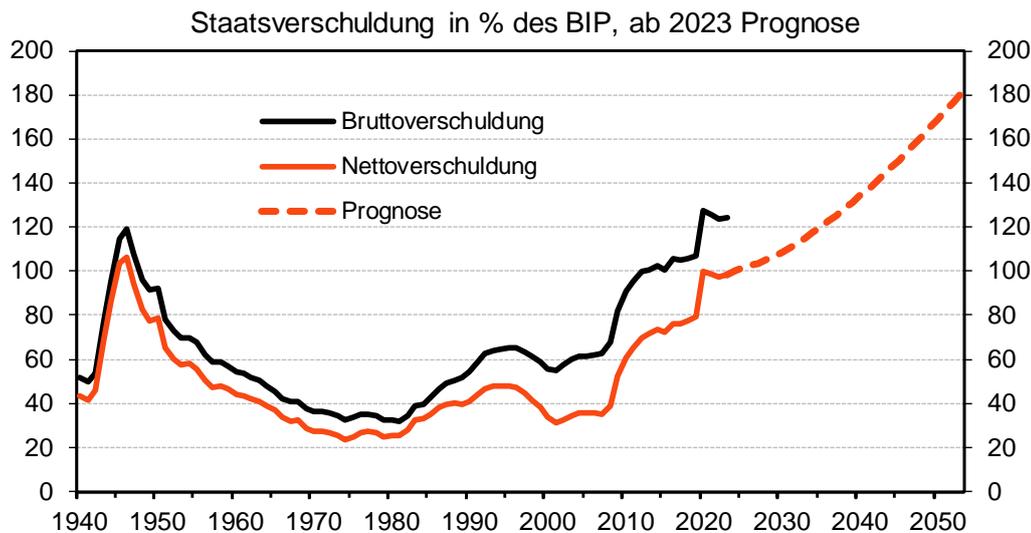
Rentenmarkt

Vor wenigen Tagen warnte eine deutsche Handelszeitung die Abonnenten ihres Newsletters vor den Folgen des hohen US-Haushaltsdefizits für die Rentenmärkte. Gemäß Zahlen des Internationalen Währungsfonds läge dieses aktuell bei 7,5 % gemessen am BIP. Das Blatt zitierte das Fondshaus Fidelity, wonach die Gefahr bestünde, dass die USA ihren Investoren immer höhere Zinsen bieten müssen, um die Staatsanleihen am Markt unterbringen zu können. Dies würde den Renditeanstieg am Rentenmarkt erklären, weshalb sich Dominoeffekte ergeben könnten.

Ist die hohe US-Verschuldung kritisch?

Richtig an dieser Beschreibung ist, dass die USA seit der Amtszeit von Donald Trump weit über ihren Verhältnissen leben und dass Joe Biden das Haushaltsdefizit noch ausgeweitet hat. Nie in der Geschichte der Vereinigten Staaten hat es in Friedenszeiten größere Defizite gegeben als aktuell, und es sieht auch nicht so aus, als ob sich hieran in den kommenden Jahren etwas ändern würde. Der IWF prognostiziert nach den jüngsten Zahlen von April für 2024 ein Defizit in Höhe von 6,5 % und für die kommenden Jahre sind Werte zwischen 6 % und 7 % eingeplant. Mit einem Schuldenstand von etwas mehr als 120 % sind die USA so stark verschuldet wie nach dem Ende des Zweiten Weltkrieges (siehe Grafik unten).

Die US-Schulden steigen...



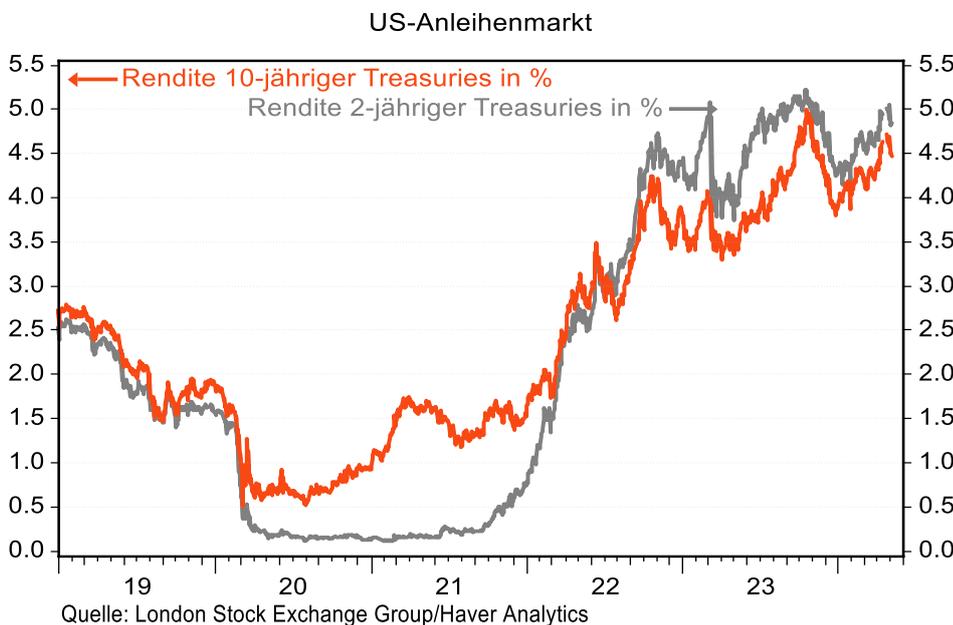
Quelle: CBO, eigene Darstellung

Das Congressional Budget Office rechnet für die kommenden Jahre mit einem fast kontinuierlichen Anstieg der Staatsschuldenquote, wobei die Behörde lediglich Prognosen für die Nettoverschuldung macht, bei der die Staatsanleihebestände von Pensionsfonds vom Schuldenstand abgezogen werden. Blickt man wie in Europa üblich auf die Bruttoverschuldung, dann dürften die USA in rund drei Jahrzehnten die runde Marke von 200 % überschritten haben. Die Vereinigten Staaten befinden sich also auf dem Weg in eine ähnliche Schuldenliga wie Italien und Japan.

...und die USA wandeln auf den Pfaden Italiens und Japans.

Richtig ist auch, dass die Rendite von US-Staatsanleihen mit 10-jähriger Restlaufzeit von einem Tiefstand bei rund 3,80 % Ende 2023 auf zwischenzeitlich mehr als 4,70 % Ende April angestiegen ist, bevor jüngst wieder ein Rückgang einsetzte (siehe Grafik unten).

Seit Jahresbeginn stiegen die Renditen,...



Die Gründe für die grundsätzliche Aufwärtsentwicklung der Renditen in den ersten vier Monaten dieses Jahres sind allerdings ziemlich sicher in anderen Faktoren als der Staatsverschuldung zu suchen. Vor allem die oben beschriebene hartnäckig hohe Inflation sorgte für einen Renditeanstieg sowie die sich fortlaufenden ändernden Markterwartungen bezüglich des erhofften Beginns von Leitzinssenkungen. Am Jahresende 2023 korrespondierte das niedrige Renditeniveau mit der Annahme von sechs Leitzinssenkungen um 25 Basispunkte bis Dezember 2024. Teilweise wurden von Prognosehäusern noch viel aggressivere Leitzinssenkungen unterstellt. Mit dem allmählichen Zurückdrängen dieser Vorstellungen und einem wieder realistischeren Blick stiegen die Renditen auch wieder in höhere Gefilde. Der jüngste Arbeitsmarktbericht von letzter Woche mit dem deutlich niedrigeren Jobaufbau im Vergleich zu den Vormonaten sorgte dann für sinkende Zinsen, da hierdurch die Wahrscheinlichkeit einer ersten Leitzinssenkung bereits im September zugenommen hat.

...doch die Gründe hierfür sind eher in der Inflationsentwicklung zu suchen.

Der Rentenmarkt wird weiterhin von den Annahmen über den zukünftigen Pfad der Geldpolitik und vor diesem Hintergrund insbesondere von der Inflationsentwicklung dominiert. Da Fed-Chef Powell den Beginn von Leitzinssenkungen auf der Zeitachse später verortet, ist ein Anstieg der

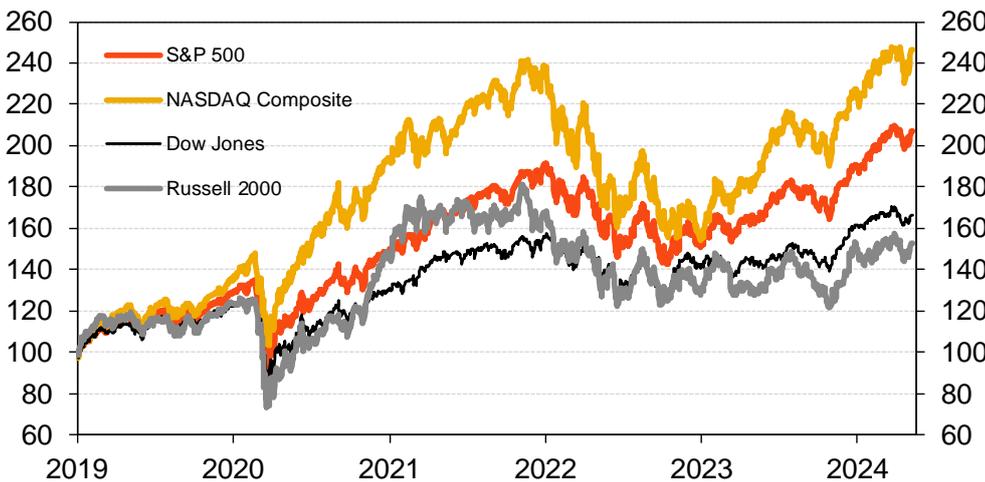
Renditen folgerichtig. Setzt sich die Schwäche der Konjunkturindikatoren und des Arbeitsmarktes allerdings in den kommenden Monaten fort, dann dürfte sich eine Lockerung der Geldpolitik möglicherweise früher abspielen als momentan angenommen. Immerhin verwies Powell auf der letzten Fed-Presskonferenz ausdrücklich darauf, dass die Entwicklungen am Arbeitsmarkt wieder stärker in den Fokus der Notenbank rücken würden. Die ausufernde Staatsverschuldung der USA ist dagegen aktuell kein marktbeherrschendes Thema. Sie könnte vermutlich erst mittel- bis langfristig ein strukturelles Problem werden, zumal die USA hinsichtlich ihrer weltweiten Bedeutung für die Kapitalmärkte ohnehin eine Sonderstellung einnehmen.

Aktienmarkt

Im 4. Quartal 2023 entwickelten sich die Aktienmärkte spiegelbildlich zu den Renditen. Der Renditeanstieg im Oktober ging mit einem Rückgang der Leitindizes einher, während der ab November einsetzende Trend sinkender Renditen die Aktienmärkte und insbesondere die Kurse der Technologie-Aktien beflügelte. Angesichts dieser eindeutigen und auch fundamental gut erklärbaren Korrelation erscheint die Entwicklung von Januar bis März mit wieder steigenden Renditen bei gleichzeitig steigenden Aktienkursen etwas bizarr. Die Marktteilnehmer an den Aktienmärkten blendeten das Risiko von erst später einsetzenden Leitzinssenkungen selektiv aus und wurden erst nach den Osterfeiertagen von Kommentaren aus der US-Notenbank über die hartnäckige Inflation in die Realität geholt. Das Ergebnis war ein Rücksetzer der großen Indizes innerhalb kurzer Zeit. Beispielsweise verlor der S&P 500 in den ersten drei Aprilwochen gut 6 %.

Ein Weckruf aus der Notenbank drückte die Aktienkurse...

US-Aktienindizes (umbasiert 01.01.2019=100)

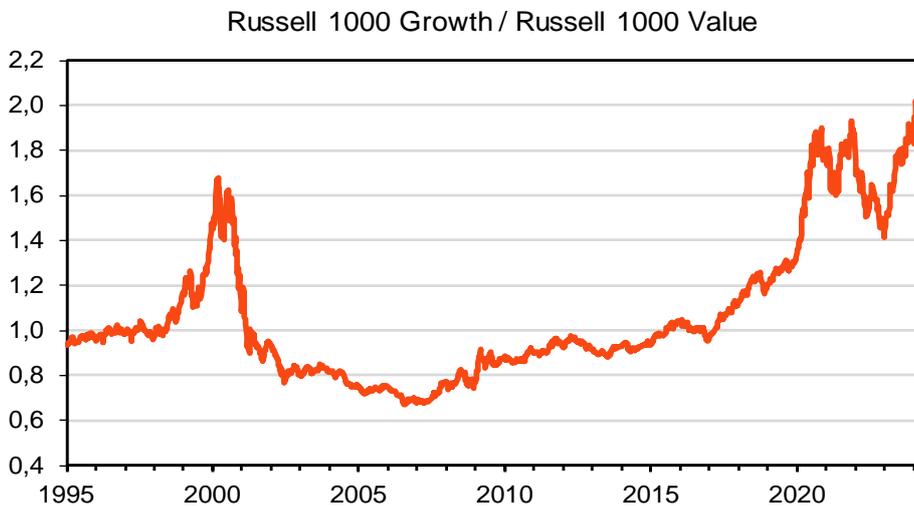


Quelle: Haver Analytics, eigene Darstellung

Ende April setzte zunächst eine mehrtägige Konsolidierungsphase ein, bevor der bereits angesprochene enttäuschende Arbeitsmarktbericht den Leitindizes neuen Auftrieb gab (siehe rechter Rand der obigen Grafik). Angesichts der zwar wieder etwas niedrigeren Renditen – 10jährige US-Staatsanleihen rentieren aktuell bei knapp 4,5 % – stellt sich allerdings die Frage, inwiefern das hohe Niveau der Aktienindizes gerechtfertigt ist.

...allerdings nur vorübergehend,...

In den vergangenen Wochen hat zwar die Marktbreite zugenommen. Aber die wachstumsstarken Technologieaktien führen unverändert die Entwicklung an, und der Quotient aus dem Growth- und dem Value-Index von Russel steht mit aktuell 1,95 weiterhin nur knapp unterhalb seines Allzeithochs (siehe unten).



Quelle: Haver, eigene Darstellung

Positiv zu werten ist auf der anderen Seite die ungebrochene Euphorie über die erwarteten Möglichkeiten der Künstlichen Intelligenz, die sich gemäß den Versprechungen der Unternehmen schon bald positiv auf ihre Gewinnsituation auswirken soll. Darüber hinaus ist die Erwartung, dass der nächste Zinsschritt nach unten und nicht nach oben erfolgt, weiterhin plausibel. Und drittens ist die Gewinnentwicklung immer noch positiv, auch wenn die jüngste Quartalsberichtssaison durchaus unterschiedliche Ergebnisse zutage förderte. So beläuft sich die aus volkswirtschaftlichen Aggregaten berechnete Marge der Nichtfinanzunternehmen weiterhin auf rund 15 %, was einem historisch hohem Niveau entspricht. Es scheint, als hätte sich die Wirtschaft in weiten Teilen mit dem Zinsniveau arrangiert, was die Aussagen all derjenigen Volkswirte untermauert, die von einem höheren Niveau des neutralen Gleichgewichtszinssatzes ausgehen als die Notenbanken.

Die von uns vor zwei Monaten an dieser Stelle als gesund und überfällig erachtete Konsolidierung nach einem starken Anstieg der Märkte erfolgte zumindest vorübergehend ab Anfang April in Form eines kurzen, aber markanten Kursrücksetzers. Dass die Erwartungen hinsichtlich bald einsetzender und umfangreicher Leitzinssenkungen übertrieben waren, kann damit als eingepreist angesehen werden. Offenbar sind andere Faktoren wie die „KI“-Euphorie und die weiterhin gute Gewinnsituation der Unternehmen ausreichend, um die nicht gerade günstigen Bewertungen zu rechtfertigen. Vor diesem Hintergrund wiederholen wir das Börsenmotto „Buy every dip“. Eine Änderung der Aktienperspektiven würde sich allerdings dann ergeben, wenn die schlechten Konjunkturdaten der vergangenen Wochen der Beginn einer dauerhaften Eintrübung bei einer unvermindert hohen Inflation wären.

...denn die „KI“ beflügelt weiterhin die Erwartungen und die Gewinne fallen üppig aus.

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	1,4	1,2	4,7	8,0	4,1	2,8	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	2023e	2024e	2020	2021	2022	2023e	2024e	2020	2021	2022	2023	2024e
EWU	1,8	2,8	-0,7	1,2	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	6,0	6,6	-4,3	-3,6	-2,5	-2,9	-1,7	-	-	-	-	-
UK	-3,2	-1,5	-3,8	-3,7	-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	3,3	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	4,25-4,5	0,91	1,51	3,87	3,88	3,5
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	8.5.
CRB-Index**	232,4	295,2	291,1	268,3	277,7	267,7	262,0	284,5	263,8	290,3	289,6
Ölpreis (Brent)*	77,8	107,9	114,8	88,0	85,9	79,8	74,9	95,3	77,0	87,5	82,2

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.