

Kapitalmarktbericht USA

Nr. 5: Die Sorgen über ein „hard landing“ der Konjunktur nehmen zu.



Konjunktur und Geldpolitik: Die von der US-Notenbank seit 2022 durch Leitzinsanhebungen forcierte Abkühlung des Arbeitsmarktes wird immer stärker greifbar. Der Stellenaufbau war in den letzten zwei Monaten unterdurchschnittlich und gemäß der sogenannten Sahm-Regel könnte sich die Wirtschaft bereits in der Frühphase einer Rezession befinden. Für die Fed ist deshalb die Zeit gekommen, gegenzulenken. Notenbankchef Powell kündigte indirekt eine erste Leitzinssenkung auf der kommenden Sitzung in der nächsten Woche an, der wahrscheinlich weitere Absenkungen über den Jahreswechsel 2024/25 hinaus folgen werden. Für die vom Markt antizipierten großen Zinsschritte über 50 Basispunkte gibt es momentan jedoch keine Anhaltspunkte.

Rentenmarkt: Die erwarteten Leitzinssenkungen, ein allmählicher Rückgang der Inflationsraten sowie die Schwäche des Arbeitsmarktes sorgten in den letzten Wochen für einen deutlichen Rückgang der Renditen sowie für ein Ende der inversen Zinsstruktur im Laufzeitenbereich zwischen zwei und zehn Jahren.

Aktienmarkt: Befürchtungen über eine dynamische Konjunkturabkühlung führten insbesondere Anfang August zu einem Einbruch der Aktienmärkte und allgemein zu einer Branchenrotation. Die einstigen Börsenlieblinge aus dem Technologiebereich wurden abgestraft, während zinssensible Branchen und auch stabile Konsumwerte gefragt waren. Möglicherweise waren diese Reaktionen übertrieben, und die nachlassenden Zinsen sorgen im letzten Quartal für eine Jahresendrallye.

9. September 2024

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

Konjunktur und Geldpolitik

Unser Kapitalmarktbericht für die USA von Anfang Mai enthielt verschiedene Hinweise auf eine sich verschlechternde ökonomische Lage der Mittelstandshaushalte. Den folgenden Bericht von Anfang Juli wollten wir dann zwar nicht als lautes Alarmsignal verstanden wissen, aber als dezenten Hinweis für eine fortgesetzte Eintrübung. Lediglich vier Wochen später, Anfang August, kam es an den Kapitalmärkten zu einer regelrechten Rezessionspanik. Zu ihren Folgen gehörten ein nachhaltiger Renditerückgang sowie ein temporärer Einbruch der Aktienmärkte. Hierauf ist in den nachfolgenden Kapiteln näher einzugehen.

Eine wichtige Zutat für die Panik von Anfang August war der damals frisch veröffentlichte Arbeitsmarktbericht für Juli, der in einem Umfeld mit ansonsten gemischt ausgefallenen volkswirtschaftlichen Daten eine klare Botschaft zu tragen schien. Ein Aufbau von lediglich 114.000 Stellen außerhalb der Agrarwirtschaft markierte den zweitschlechtesten Monat der letzten drei Jahre und nährte Sorgen über einen unerwartet zügigen Konjunkturerinbruch. Völlig ignoriert wurde dabei der mutmaßliche Einfluss des Wirbelsturms Beryl Anfang Juli, der zeitlich früheste Hurrikan der Stärke 5 einer Saison in den Aufzeichnungen. Er sorgte vor allem in Texas für Unterbrechungen des Luft- und Schienenverkehrs und für mehr als 6 Mrd. US-Dollar an Unwetterschäden. Vermutlich fiel der Stellenaufbau deshalb temporär besonders niedrig aus, und zwischenzeitlich wurde die Zahl sogar auf nur 89.000 neue Stellen nach unten revidiert.

Zu dem negativen Arbeitsmarktbericht für Juli gehörte auch ein Anstieg der Arbeitslosenquote von 4,1 % auf 4,3 %. In diesem Zusammenhang wurde oftmals die sogenannte Sahn-Regel genannt, ein gemäß Medienberichten treffsicherer Vorbote einer Rezession. Claudia Sahn, eine Volkswirtin, die früher für den Gouverneursrat der Fed arbeitete, hatte Ende der 2010er Jahre einen schnellen Anstieg der Arbeitslosenquote als verhältnismäßig guten Indikator für eine frühe Phase einer Rezession identifiziert. Gemäß Regel ist dies dann der Fall, wenn der Drei-Monats-Durchschnitt der Arbeitslosenquote auf einen Wert steigt, der sich mindestens 0,5 Prozentpunkte über dem niedrigsten Stand der Arbeitslosenquote der vergangenen zwölf Monate befindet. Im Juni war es wieder soweit, denn mit dem Anstieg der Arbeitslosenquote von 4,0 % auf 4,1 % kletterte der Drei-Monats-Durchschnitt von 3,9 % auf 4,0 %, während das 12-Monats-Tief bei den im Juli 2023 erreichten Wert von 3,5 % verharrte.

Die folgende Grafik (siehe nächste Seite) zeigt die Entwicklung des Drei-Monats-Durchschnitts (schwarz), des jeweiligen Zwölf-Monats-Tiefs (rot) sowie die entscheidenden Diskrepanzen von mehr als 0,5 Prozentpunkten (hellgraue Balken) seit Ende der 1940er Jahre. Deutlich erkennbar ist, dass ein Auseinanderlaufen der beiden Linien in der Regel den Beginn eines fortgesetzten Anstiegs der Arbeitslosenquote markiert, was auf die jeweiligen Rezessionen zurückgeht. Die Rezessionen gemäß NBER-Definition sind in diesem mehr als sieben Jahrzehnte umfassenden Zeitraum übrigens ebenfalls in Form von dunkelgrauen kleinen Balken eingezeichnet. Gemessen hieran erscheint die Treffsicherheit der Sahn-Regel beeindruckend.

Der August begann mit Rezessionsbefürchtungen,...

...wobei insbesondere der schwächere Arbeitsmarkt im Fokus stand.

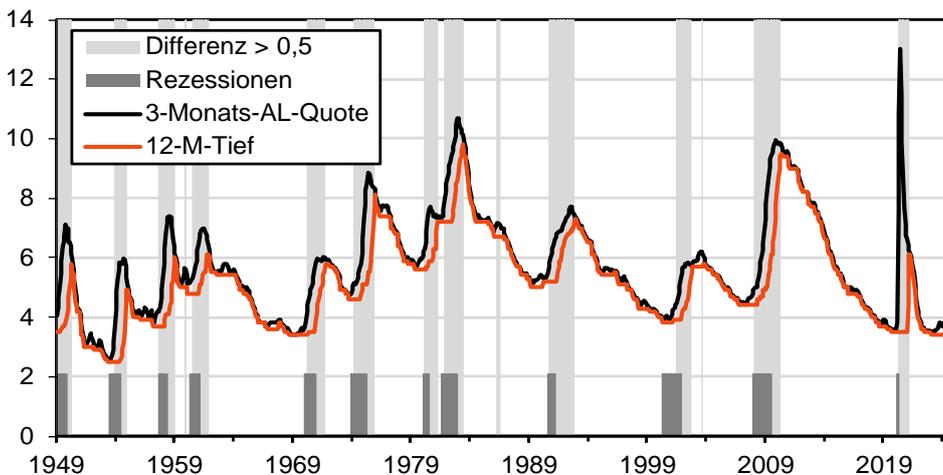
Gemäß Sahn-Regel könnte eine Rezession bereits begonnen haben,...

...und in der Vergangenheit war die Trefferquote erstaunlich gut,...

Auf den zweiten Blick ergeben sich jedoch wichtige Einschränkungen: Fast immer liegt der Beginn einer Rezession zeitlich vor dem ersten Ausschlag der Sahn-Regel. Im Durchschnitt der letzten Jahre sind dies etwa zwei Monate. Lediglich 1957 gab es ein zeitliches Zusammentreffen. Vor diesem Hintergrund kann die Regel nicht als Frühindikator dienen. Tatsächlich war dies auch nicht die Intention der Urheberin. Frau Sahn wollte vielmehr eine Lösung für das stets wiederkehrende Problem der Ungewissheit am Beginn einer Rezession schaffen. Ob aktuell eine Kontraktion der Wirtschaft stattfindet oder nicht, steht nämlich üblicherweise erst mit einer deutlichen zeitlichen Verzögerung fest, sofern nicht drastische Einbrüche des Wirtschaftslebens wie im Zuge der Corona-Krise keine Zweifel lassen. Beispielsweise befindet sich Deutschland offiziell erst dann in einer sogenannten technischen Rezession, wenn das zweite Mal in Folge eine negative Quartalsveränderung der Wirtschaftsleistung bekanntgegeben wird. Dies bedeutet, dass im Fall von leichten konjunkturellen Kontraktionen eine Rezession erst rund sechs Monate nach ihrem Beginn offiziell so bezeichnet werden kann. In den USA entscheidend dagegen ein Ausschuss des National Bureau of Economic Research (NBER) anhand eines Multifaktoransatzes etwas zeitnäher über Rezessionen, aber auch hier besteht das Problem der zeitlichen Verzögerung. Die Sahn-Regel ermöglicht dagegen eine zeitnahe Einschätzung auf der Grundlage fortlaufend veröffentlichter Daten, was insbesondere für die Politikberatung wichtig sein kann.

...doch es handelt sich nicht um einen Frühindikator...

Arbeitslosenquoten (in %) zur "Sahn-Regel"



Quellen: eigene Berechnung und Darstellung, Haver

Der zweite Malus an der Sahn-Regel sind einzelne Fehlausschläge, die in den Presseberichten regelmäßig unter den Tisch fallen. Im Sommer 2003 sowie beispielsweise vor längerer Zeit Ende 1959 gab es Ausschläge gemäß der oben beschriebenen Formel, die nicht oder zumindest nicht unmittelbar in Rezessionen mündeten. Diese Erfahrung könnte ein Hoffnungsanker im aktuellen Fall sein, denn nach dem Ausschlag vom Juni 2024 signalisierte die Sahn-Regel für Juli trotz des Anstiegs der Arbeitslosenquote von 4,1 % auf 4,3 % keine Rezession mehr. Der Grund liegt in dem Anstieg des Tiefstandes der Arbeitslosenquote innerhalb der letzten zwölf Monate von 3,5 % vom Juli 2023 auf nun 3,7 % aus dem November und Dezember 2023 bei einem Drei-Monats-Schnitt von nur 4,1 %. Die schlechte Nachricht lautet, dass sich die Welt mit dem Arbeitsmarktbericht für August erneut gedreht hat. Die Arbeitslosenquote fiel zwar von 4,3 % auf 4,2 %, aber der Drei-Monats-Durchschnitt beträgt nun 4,2 % und liegt damit exakt den geforderten halben Prozentpunkt über dem 12-Monats-Tief.

...und es gab bereits Fehlausschläge.

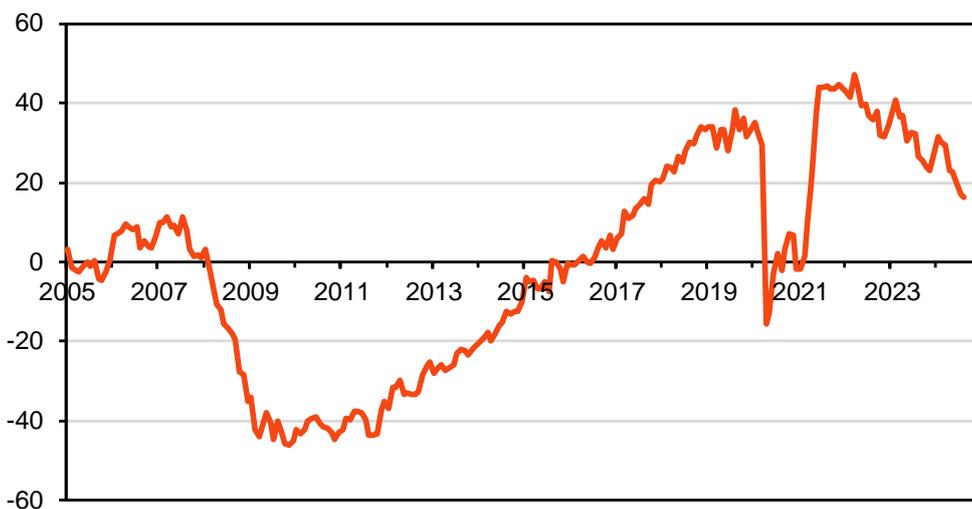
Natürlich bleibt als zweites Argument, dass es sich bei der Sahn-Regel ebenso wenig um ein Naturgesetz handelt wie bei der beobachtbaren Regelmäßigkeit, wonach auf eine inverse Zinsstrukturkurve eine Rezession folgt. Abgesehen hiervon enttäuschte der jüngste Arbeitsmarktbericht von Anfang September aber allgemein. Im August wurden außerhalb der Landwirtschaft nur 142.000 neue Stellen aufgebaut, somit zwar deutlich mehr als im Hurrikan-Monat Juli. Aber der nach unten gerichtete Trend hält an. Außerdem wurde die Medianerwartung der von Bloomberg befragten Volkswirte in Höhe von 165.000 neuen Jobs klar verfehlt.

Die letzten beiden Arbeitsmarktberichte waren enttäuschend,...

Eine beschleunigte Abkühlung des Arbeitsmarktes wird aber auch anhand von anderen Quellen sichtbar. Das Conference Board befragt die Privathaushalte im Zuge der monatlichen Erhebung über das Verbrauchervertrauen regelmäßig, ob Jobs reichlich verfügbar oder nur schwer zu bekommen wären. Aus der Häufigkeit der jeweils gewählten Antwortkategorie lässt sich die Wahrnehmung des Arbeitsmarktes ableiten, das sogenannte Labor-Differential. Bei der jüngsten Umfrage für Ende August fiel der Wert von 17,1 auf 16,4 Punkte und damit auf den aus Arbeitnehmersicht schlechtesten Stand seit der Corona-Krise (siehe Grafik unten). Der Indikator befindet sich damit zwar immer noch auf einem überdurchschnittlich hohen Niveau, insbesondere im Vergleich zu den 2010er Jahren mit der sogenannten Konjunkturerholung ohne Arbeitsplatzaufbau („jobless recovery“). Aber angesichts der seither großen demographischen Veränderung mit dem Rentenbeginn der breiten Baby Boomer-Jahrgänge spricht der zuletzt deutlich nach unten zeigende Trend eine klare Sprache.

...und die Privathaushalte bemerken bereits die Abkühlung des Jobmarktes,...

Arbeitsmarktwahrnehmung: "Jobs plentiful" abzüglich "Jobs hard to get"

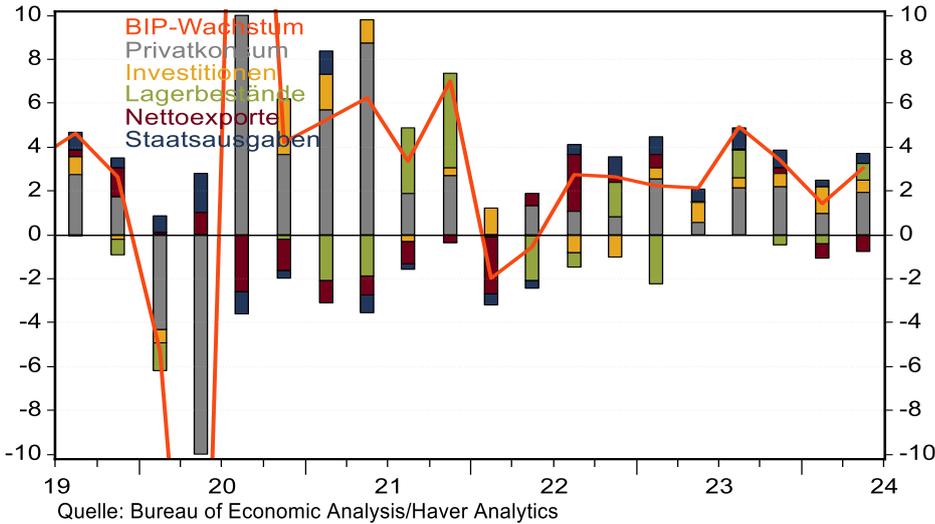


Quelle: Conference Board, eigene Darstellung

Abgesehen hiervon verbesserte sich das Verbrauchervertrauen zuletzt sogar leicht. Der Index des Conference Board stieg von 97,8 Punkte im Juni auf 101,9 Punkte im Juli und auf 103,3 Punkte im August. Die Universität Michigan berechnete für ihren Index zunächst einen Rückgang von 68,2 Punkte im Juni auf 66,4 Punkte im Juli und dann einen Wiederanstieg auf 67,9 Punkte im letzten Monat. Beeindruckend fiel zuletzt auch die jüngste Schätzung für das Wirtschaftswachstum im 2. Quartal aus. Demnach stieg das BIP im Zeitraum April bis Juni um annualisiert 3,0 %, wobei der private Konsum mit knapp 2,0 % den größten Wachstumsbeitrag leistete (siehe Grafik nächste Seite). Allerdings handelt es sich bei diesen Zahlen vor allem um einen Blick in den Rückspiegel.

...aber dennoch verbesserte sich zuletzt das Verbrauchervertrauen.

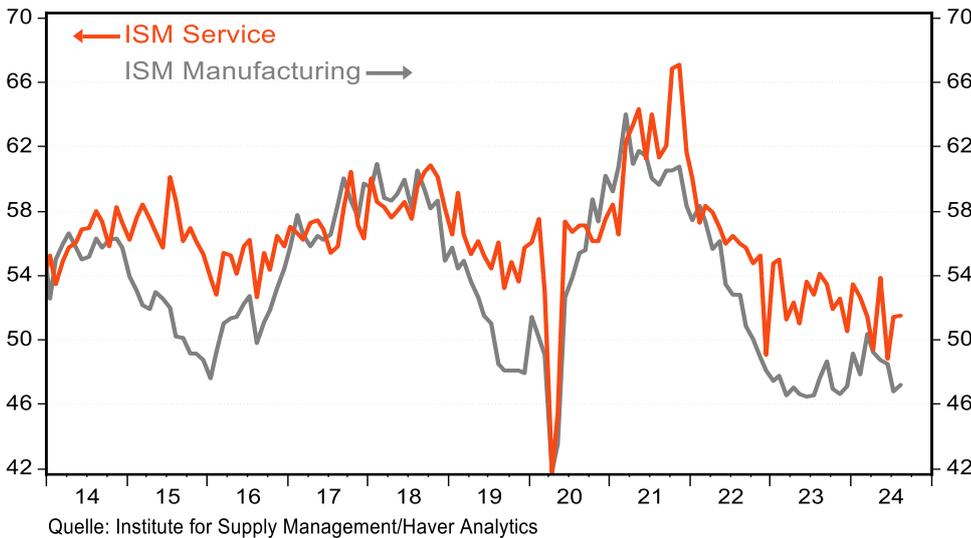
USA: BIP-Quartalsveränderungsrate Wachstumsbeiträge in Prozentpunkten



Einen Blick nach vorne ermöglichen in der Regel die Einkaufsmanagerindizes, wobei deren Prognosequalität in letzter Zeit eher abnahm. So sank der ISM-Index für das verarbeitende Gewerbe bereits im November 2022 unter die als Expansionsschwelle angesehene Marke von 50 Punkten (siehe Grafik unten). Diese Bewegung stand in Einklang mit dem deutlichen Leitzinsanstieg in jener Zeit und deutete auf eine Rezession hin, die aber zumindest bis zuletzt noch nicht eintrat. Die Stimmung im Dienstleistungsbereich ging im gleichen Zeitraum ebenfalls zurück, aber der Index hält sich von einzelnen Monaten abgesehen noch oberhalb der 50-Punkte-Marke. Ende August stand er bei 51,5 Punkten.

Die Einkaufsmanagerindizes entwickeln sich weiterhin enttäuschend.

USA: Stimmung im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungsbereich



Gemessen an den jüngsten harten Daten wie dem BIP-Wachstum entwickelte sich die US-Wirtschaft zumindest bis zuletzt noch sehr gut. Die wichtigste Stütze war einmal mehr der Privatkonsum, der von der bislang sehr guten Arbeitsmarktsituation angetrieben wurde. Mit einem Plus von 3,8 % gegenüber dem Vorjahresmonat lag der Anstieg der durchschnittlichen Stundenverdienste zudem über der Inflation, die im August schätzungsweise

2,6 % betrug. Die Inflationszahlen werden an diesem Mittwoch veröffentlicht. Mit einer außergewöhnlich langen zeitlichen Verzögerung scheinen sich die Leitzinserhöhungen zeitgleich mit einer Abkühlung des Booms um die „Künstliche Intelligenz“ allmählich am Arbeitsmarkt bemerkbar zu machen. Gemessen an der Sahm-Regel könnte sich die US-Wirtschaft bereits in der Frühphase einer Rezession befinden.

Aufgrund der Sommerpause im Sitzungskalender der US-Notenbank war der Auftritt von Präsident Jerome Powell als Redner auf dem jährlichen Symposium von Jackson Hole Ende August der jüngste wichtige Termin mit Äußerungen zur Geldpolitik in den vergangenen Wochen. Powell gab erneut zu verstehen, dass die rückläufigen Inflationsraten der letzten Monate den Fokus des zinsentscheidenden Offenmarktausschuss in Richtung des Arbeitsmarktes und damit auf das zweite offizielle Notenbankziel der „maximalen Beschäftigung“ verschoben haben. Mit den Worten, „Die Zeit ist gekommen, die Geldpolitik“ anzupassen, bestätigte er zudem die Erwartungen des Marktes über eine erste Leitzinssenkung auf der kommenden Sitzung am 18. September. Gleichzeitig hob Powell hervor, dass die Abkühlung des Arbeitsmarktes grundsätzlich gesund sei, was zu diesem Zeitpunkt als Absage an große Zinsschritte über 50 Basispunkte oder über Leitzinssenkungen außerhalb des eigentlichen Sitzungskalenders verstanden werden konnte.

Fed-Chef Powell kündigte eine Leitzinssenkung an,...

Dieser Aspekt ist deshalb wichtig, da zunächst im Verlauf der kleinen Börsenpanik von Anfang August und auch in den letzten Tagen umfassende Leitzinssenkungen am Markt eingepreist wurden. Aktuell wird am Terminmarkt mit Absenkungen im Umfang von rund 110 Basispunkten bis zum Jahresende gerechnet. Der Offenmarktausschuss wird in diesem Jahr nach der Sitzung im September planmäßig aber nur noch am 7. November und am 18. Dezember zusammentreffen. Demnach wären im Zuge eines gemäßigten Vorgehens maximal drei Zinsschritte nach unten um jeweils 25 Basispunkte beziehungsweise um 75 Basispunkte insgesamt möglich. Um die Markterwartungen zu erfüllen, wäre für die Fed in erster Linie der Entschluss zu einem großen Zinsschritt über 50 Basispunkte naheliegend, was an den Märkten jedoch als Panikreaktion interpretiert werden könnte und was deshalb kontraproduktiv zur Vermeidung einer Rezession anzusehen wäre.

...und der Markt erwartet bereits große Zinsschritte,...

Unabhängig vom aktuellen Geschehen wurde am Markt in den letzten Wochen eine Beeinflussung der US-Geldpolitik durch den Präsidentschaftswahlkampf diskutiert. Insbesondere verschiedene verbale Auslassungen von Donald Trump wurden als drohender Angriff auf die Unabhängigkeit der Notenbank im Falle einer zweiten Präsidentschaft des Republikaners interpretiert. Beispielsweise stand die Ankündigung im Raum, Fed-Chef Powell zu entlassen. Trotz der hierauf folgenden Proteste bemühte sich der kandidierende 78-Jährige nicht, den Eindruck zu vermeiden, die Fed zu einer lockeren Geldpolitik drängen zu wollen. In einem Interview für Bloomberg Mitte Juli äußerte Trump nonchalant, er würde Powell die Amtszeit abschließen lassen, „insbesondere, wenn ich denken würde, dass er die richtigen Dinge macht“.

...die auch im Interesse eines wiedergewählten Donald Trumps wären.

Zwischenzeitlich sind Trumps Chancen für einen Wahlsieg im November eher gesunken, nachdem sich die demokratische Partei zu einem späten Kandidatenaustausch entschlossen hatte, nach der nicht mehr zu leugnenden Unfähigkeit von Präsident Biden, sein Amt auszuüben. Die neue demokratische Präsidentschaftskandidatin, Vizepräsidentin Kamala Harris, blieb hinsichtlich ihrer wirtschaftspolitischen Ansichten lange Zeit ein unbeschriebenes Blatt. Doch zuletzt

Kamala Harris plant Preiskontrollen.

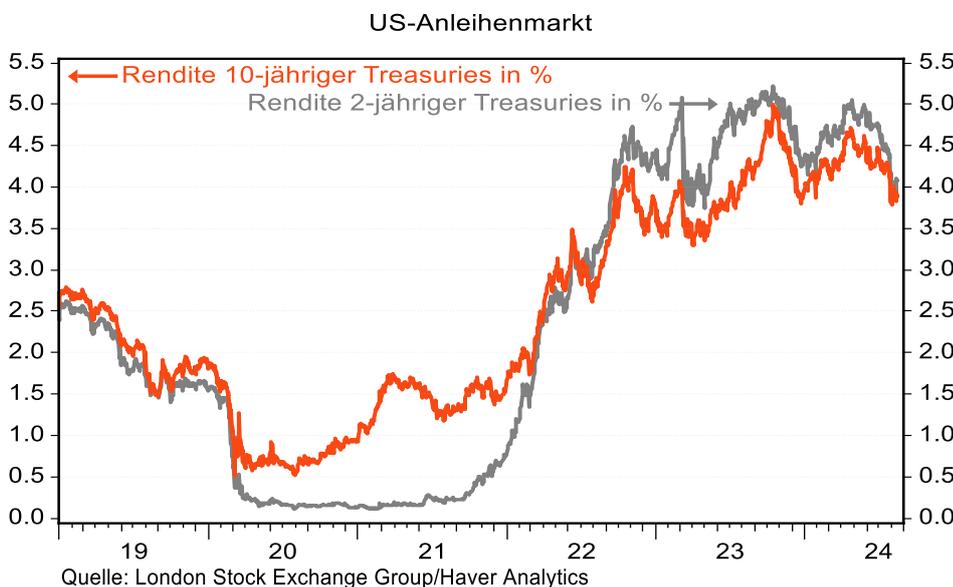
legte sie eine Reihe von Wahlversprechen ab. Demnach scheint Harris nicht gegen die Notenbank arbeiten, sondern mit ihr gegen eine zu hohe Inflation ankämpfen zu wollen: Frau Harris möchte nämlich Kontrollen gegen ungerechtfertigte Preissteigerungen in der Lebensmittelindustrie einführen. Dass dieses Vorhaben letztlich den künstlichen Höchstpreisen in sozialistischen Staaten entspricht, die bislang niemals erfolgreich waren und regelmäßig zu ökonomischen Fehlallokationen führten, scheint die Demokratin nicht zu kümmern. Ob Harris nach der anfänglichen Euphorie über ihre Kandidatur wirklich eine reelle Chance auf die Präsidentschaft hat, dürfte sich insbesondere am Dienstagabend zeigen, wenn sie in einem Fernsehduell auf Trump trifft.

Der Fokus der US-Notenbank hat sich fast vollständig von der Inflationsentwicklung gelöst und dem sich in jüngster Zeit stärker eintrübenden Arbeitsmarkt zugewendet. Solange sich die Entwicklung dort nicht dynamisch verschlechtert, was beispielsweise an einer deutlich steigenden Zahl der wöchentlichen Erstanträge auf Arbeitslosenhilfe abzulesen wäre, scheinen zumindest momentan die Markterwartungen hinsichtlich des Umfangs der Leitzinssenkungen übertrieben zu sein. Angesichts der letzten beiden enttäuschend ausgefallenen monatlichen Arbeitsmarktberichte könnte der Wille im Offenmarktausschuss der Fed jedoch gestiegen sein, kräftiger gegen eine Konjunkturabkühlung vorzugehen. Die Wahrscheinlichkeit ist deshalb gestiegen, dass auf jeder der kommenden Sitzungen über den Jahreswechsel 2024/25 hinaus eine Leitzinssenkung über 25 Basispunkte bevorsteht.

Rentenmarkt

Eine tendenziell rückläufige Teuerung in den USA, die oben beschriebenen Anzeichen einer Konjunkturabkühlung sowie die allgemeine Markterwartung über Leitzinssenkungen führten in den verganenen Wochen zu einem fortgesetzten Rückgang der Renditen. Während die Rendite von Staatsanleihen mit zehnjähriger Restlaufzeit zum Zeitpunkt der Veröffentlichung unseres letzten Berichtes am 9. Juli noch bei rund 4,3 % lag, befindet sich dieser Wert aktuell nur noch bei 3,74 %.

Zuletzt gaben die Renditen deutlich nach,...

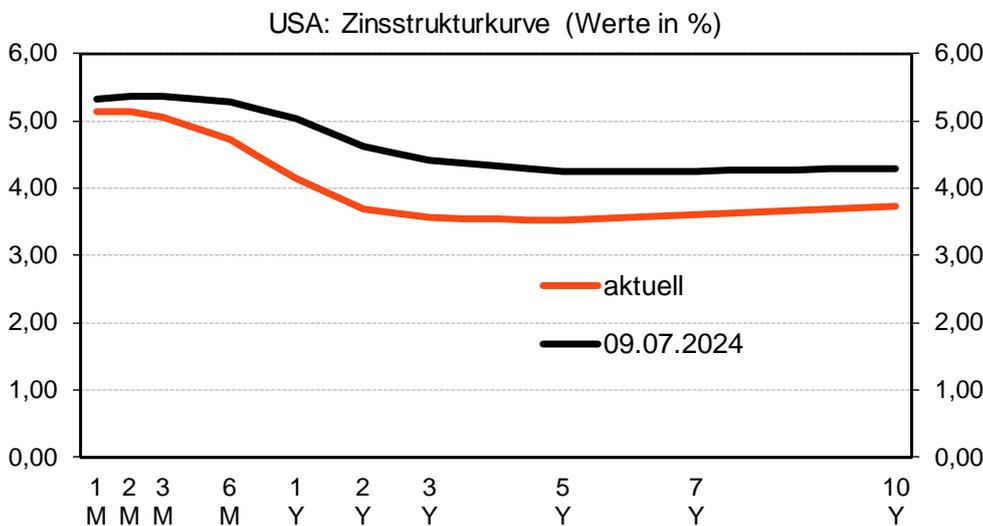


Besonders prägnant war der Renditerückgang während der Marktpanik Ende Juli beziehungsweise Anfang August. Die kurz darauf einsetzende Erholungsbewegung dauerte nur kurz, und in der Folgezeit überwog die Abwärtstendenz. Im Bereich der Restlaufzeit von zehn Jahren befindet sich die Rendite aktuell somit knapp unterhalb der Tiefstände von Ende 2023 mit damals rund 3,8 %.

...womit die Tiefstände vom Jahresende 2023 unterschritten wurden.

Noch stärker ausgeprägt war der Renditerückgang im Laufzeitenbereich von etwa ein bis drei Jahre. Er betrug circa 85 bis 91 Basispunkte und er geht vor allem auf die Erwartung deutlicher Leitzinssenkungen zurück, denen mutmaßlich innerhalb der Frist bis zur Fälligkeit solcher Papiere keine Zinserhöhungen mehr gegenüberstehen. Insofern hat eine spürbare Entlastung der zinssensiblen Branchen der US-Wirtschaft übrigens bereits längst vor dem Eintritt der Leitzinswende begonnen. Aufgrund der typischen zeitlichen Wirkungsverzögerung dürfte sie sich allerdings nicht unmittelbar konjunkturstützend bemerkbar machen.

Am stärksten war der Renditerückgang im Bereich der kurz- bis mittelfristigen Laufzeiten,...



Quellen: Haver Analytics, eigene Darstellung

Mit dem Renditerückgang im kurz- bis mittelfristigen Laufzeitenbereich verbunden war übrigens eine Normalisierung der Zinsstrukturkurve. Seit Juli 2022 befand sich die Rendite von zehnjährigen Papieren fortwährend unterhalb der Rendite von Staatsanleihen mit zweijähriger Restlaufzeit. Im Zuge der Kapitalmarkturbulenzen von Anfang August erreichte der Renditeunterschied erstmals wieder die Nullmarke, und aktuell rentieren Papiere mit zehnjähriger Restlaufzeit mit 4 Basispunkten hauchdünn über ihren zweijährigen Pendanten.

...was sich auf die Zinsstruktur auswirkte.

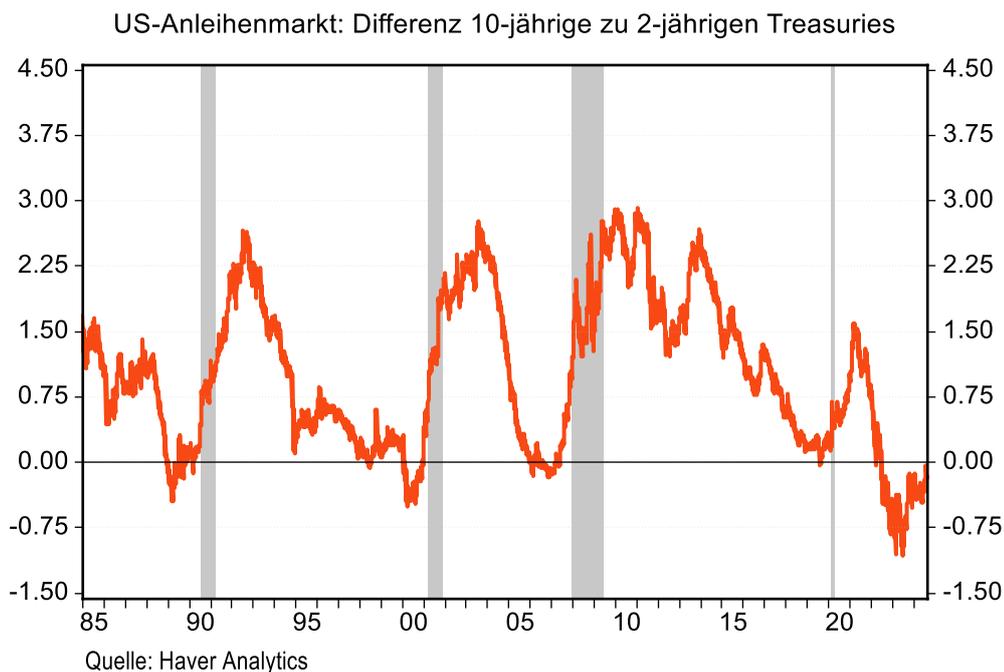
Diese Bewegung kann als Ausdruck einer Normalisierung der Zinsstruktur nach einer längeren Phase der Inversität begrüßt werden, oder sie lässt sich als Warnsignal interpretieren. Eine Invertierung galt nämlich mindestens bis 2022 im Sinne einer allgemeinen Daumenregel als Zeichen für den Beginn einer Rezession rund sechs bis 15 Monate später. Im aktuellen Konjunkturzyklus folgten der Invertierung bis jetzt aber zwei Jahre mit sehr befriedigenden konjunkturellen Verhältnissen. Möglicherweise besteht deshalb aktuell eine Ausnahmesituation. Oder die massiven Staatsausgaben der Biden-Administration infolge der Corona-Krise verzögerten den zu erwartenden Konjunkturabschwung lediglich. Auch der demographische Wandel mit einer relativen Abnahme der Erwerbspersonen und einer Zunahme von finanziell gut gestellten und konsumfreudigen Rentnern könnte

Eine inverse Zinsstruktur gilt als Rezessionsvorbote,...

über den positiven Beschäftigungseffekt ein Hinauszögern einer bald folgenden Rezession verursacht haben.

Eine kleine Modifikation der Regel würde es jedoch erlauben, ihre bisherige Erfolgsgeschichte in der Prognose von Wirtschaftsabschwüngen mit der aktuellen Situation in Einklang zu bringen, nämlich die Konzentration auf die Normalisierung der Zinsstruktur, die jeder Invertierung vor einer Rezession folgt (siehe Grafik auf Wochenbasis mit Rezessionen als grauen Balken unten). Gemessen hieran ist demnächst mit einer rückläufigen Wirtschaftsleistung zu rechnen, wofür ja auch die oben diskutierte Sahm-Regel spricht.

...und das Gleiche lässt sich über eine Normalisierung sagen.

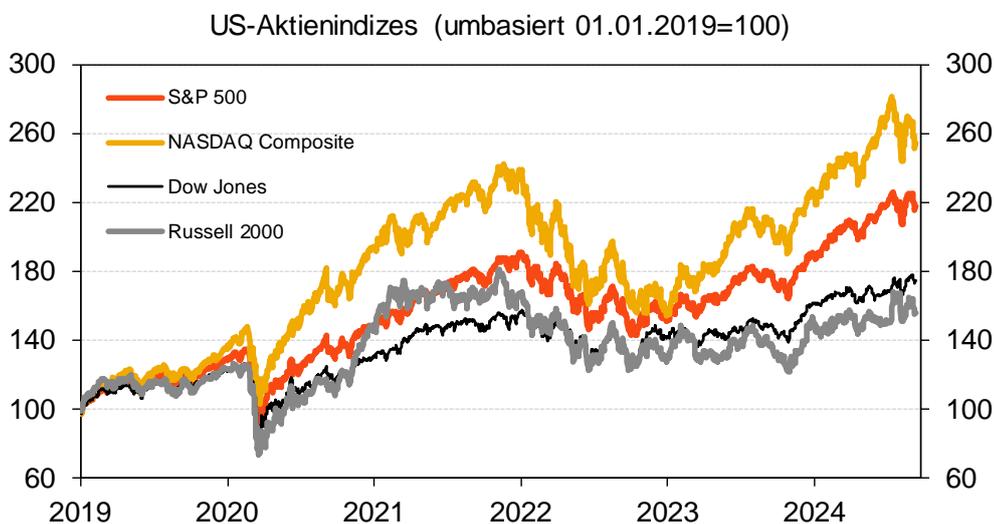


Die Rentenmärkte haben einen deutlichen Rückgang der Leitzinsen bereits eingepreist. Ausgehend von dem aktuellen Niveau sind im Bereich der längeren Laufzeiten noch weitere Rückgänge möglich, insbesondere, wenn tatsächlich eine Rezession eintreten sollte. Bis dahin können jedoch noch mehrere Monate vergehen, sofern dieses Szenario überhaupt eintritt, weshalb auch eine Gegenbewegung der Renditen bis zum Jahresende denkbar erscheint. Dies wäre vor allem dann möglich, wenn die Leitzinssenkungen nicht in dem momentan vom Markt erwarteten Umfang eintreten. Darüber hinaus dürften die tendenziell auch zukünftig etwas erhöhten Inflationsraten im Vergleich zur Zeit vor der Corona-Krise und der mittlerweile sehr hohe Staatsschuldenstand das Renditeniveau stützen. An dem übermäßig hohen Haushaltsdefizit wird sich übrigens unabhängig vom Ausgang der Präsidentschaftswahl im November vermutlich nichts ändern.

Aktienmarkt

Bis vor wenigen Tagen vollzog sich eine Erholungsbewegung der Aktienmärkte nach dem kurzen aber kräftigen Kursrückgang von Anfang August. Die wichtigsten Leitindizes bewegten sich damit erneut im Bereich ihrer Allzeithöchststände, was in einem merkwürdigen Widerspruch zu den sich eintrübenden Konjunkturaussichten stand. In der vergangenen Woche schwand allerdings die Zuversicht am Aktienmarkt und der enttäuschend ausgefallene Arbeitsmarktbericht für August sorgte darüber hinaus für sinkende Kurse. Per Saldo stieg der Dow Jones seit der Veröffentlichung unseres letzten Kapitalmarktberichtes für die USA vor zwei Monaten noch um 3,8 % an und der Klein- und Nebenwerteindex Russell 2000 kann ein Plus von 3,5 % vorweisen. Aber der breite Standardwerteindex S&P 500 verlor 2,1 % und der Technologieindex NASDAQ Composite, der den anderen Indizes in der Vergangenheit vorausgeeilt war, gab sogar um 8,3 % nach.

Tech-Aktien gehörten zuletzt zu den Verlierern,...



Quelle: Haver Analytics, eigene Darstellung

Positiv gestimmte Marktkommentare enthielten in den vergangenen Wochen die Einschätzung, dass diese Branchenrotation eine Bevorzugung der zinssensiblen Old Economy darstellen würde. Demnach würden die Investoren den sicheren Hafen der Technologie- und KI-Aktien verlassen, der sich ab Herbst 2022 auch unabhängig von den hohen Leitzinsen gut entwickelte. Dafür würden sie die etwas riskanteren Segmente des Marktes suchen, die aufgrund der Leitzinssenkungen nun wieder attraktiv aussähen.

...da die Anleger zinssensible Aktien bevorzugen,...

In den eher skeptisch gestimmten Kommentaren wird die Branchenrotation dagegen als eine Flucht aus den heiß gelaufenen Tech-Aktien angesehen. Tatsächlich war die letzte Quartalsberichtssaison für die Unternehmensergebnisse für den Zeitraum April bis Juni von der Furcht geprägt, dass die milliardenschweren Ausgaben vieler Betriebe für Künstliche Intelligenz in keinem Verhältnis zu den absehbaren Gewinnen stünden. Es erscheint zwar gut möglich, dass die Künstliche Intelligenz zukünftig ein Effizienz- und Wachstumstreiber werden könnte wie andere bedeutende technische Errungenschaften, beispielsweise die Eisenbahn oder die Elektrizität. Aber gleichzeitig ist die Schaffung von temporären Überkapazitäten nicht ausgeschlossen, beispielsweise in der Chip-Industrie. Das Platzen einer etwaigen „KI-Blase“ stellt aktuell vielleicht sogar das größte Risiko für

...oder da sie heißgelaufene KI-Aktien abstoßen wollen.

die Konjunktur dar, die sich in Form von zukünftig geringeren Unternehmensinvestitionen und über den Vermögenseffekt sinkender Aktienkurse der bisherigen Börsenlieblinge auch über den privaten Konsum bemerkbar machen könnte.

Aktuell gibt es für das Eintreten eines solchen Negativszenarios jedoch keine sicheren Indizien. Auch eine gegenteilige Entwicklung scheint möglich, beispielsweise eine Gewöhnung des Marktes an den Umstand, dass sich die materiellen Investitionen in KI-Anwendungen eben nicht unmittelbar amortisieren, sondern ähnlich wie andere Investitionen auch erst mit einer gewissen zeitlichen Verzögerung.

Da es zudem aktuell keinen deutlichen Konjunkturreinbruch gibt, sondern wie beschrieben nur die Abkühlung am Arbeitsmarkt, die darüber hinaus von der Notenbank zur Inflationsbekämpfung intendiert war, kann derzeit auch noch nicht von einem spürbaren Rückgang der zuletzt immer noch stark wachsenden Unternehmensgewinne ausgegangen werden. Es ist deshalb sogar möglich, dass der Aktienmarkt nach dem ersten Schock über ein weniger positives, aber immer noch auskömmliches konjunkturelles Umfeld von den sinkenden Zinsen profitiert und die Indizes im Rahmen einer Jahresendrallye am 31. Dezember höhere Stände aufweisen werden als heute.

Für die Entwicklung der Aktienmärkte dürfte in den kommenden Monaten entscheidend sein, ob und wie stark sich die Konjunktur abkühlt. Ein leichter Dynamikrückgang könnte durch das Absinken der Zinsen aufgefangen werden, denn hierdurch werden andere Anlagealternativen weniger attraktiv und auch Bewertungsverfahren wie beispielsweise die Discounted Cash Flow-Modelle würden die Kennzahlen von Aktien verbessern.

KI-Investitionen zahlen sich vermutlich nur langsam aus,...

...und die sinkenden Zinsen könnten eine leichte Konjunkturabkühlung kompensieren.

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

| | Q1 22 | Q2 22 | Q3 22 | Q4 22 | Q1 23 | Q2 23 | Q3 23 | Q4 23 | Q1 24 | Q2 24 | 06.09. |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| CRB-Index** | 295,2 | 291,1 | 268,3 | 277,7 | 267,7 | 262,0 | 284,5 | 263,8 | 290,3 | 290,5 | 266,86 |
| Ölpreis (Brent)* | 107,9 | 114,8 | 88,0 | 85,9 | 79,8 | 74,9 | 95,3 | 77,0 | 87,5 | 86,4 | 71,2 |

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.