



Konjunktur und Strategie

11. Mai 2023

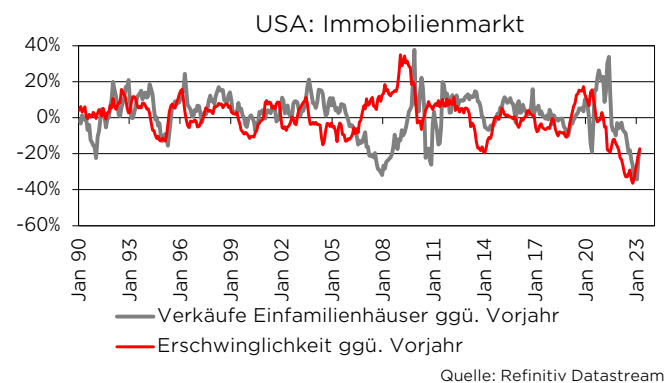
USA: Rezession und sinkende Aktienkurse voraus?

Den USA wird derzeit weder von Ökonomen noch von Anlegenden eine goldene Zukunft prophezeit. Für die meisten Volkswirte ist es nur eine Frage der Zeit, bis die US-Wirtschaft in eine Rezession abgleitet. Und da wirtschaftliche Abschwünge meistens negative Auswirkungen auf die Unternehmensgewinne haben, traut die Mehrzahl der Investoren auch US-Aktien keine großen Sprünge zu. Im Gegenteil, Umfragen wie die von der American Association of Individual Investors (AAII) zeigen, dass der Pessimismus der Privatanleger momentan deutlich höher als üblich ist.

Industrie und Häusermarkt unter Druck

Auf den ersten Blick lässt sich diese schlechte Stimmung durchaus nachvollziehen. Konjunkturelle Frühindikatoren wie die Einkaufsmanagerindizes für das verarbeitende Gewerbe liegen seit Ende des vergangenen Jahres unter der Marke von 50 Punkten, bei der die Grenze zwischen Expansion und Kontraktion der Wirtschaft liegt. Dies ist insbesondere auf fehlende Neuaufträge zurückzuführen. Aber auch der Index der Lieferverzögerungen ist deutlich gesunken, wobei wir diese Entwicklung nicht negativ im Sinne einer fehlenden Nachfrage, sondern positiv interpretieren, weil sich das lange Zeit fehlende und zu geringe Angebot an Vorprodukten und Gütern mittlerweile wieder normalisiert hat. Doch nicht nur die US-Industrie hat derzeit mit Gegenwind zu kämpfen, auch der Häusermarkt steht unter Druck. Stark gestiegene Preise bei gleichzeitig wesentlich höheren Hypothekenzinsen haben dazu geführt, dass Häuser und Wohnungen für potenzielle Käufer immer unerschwinglicher geworden

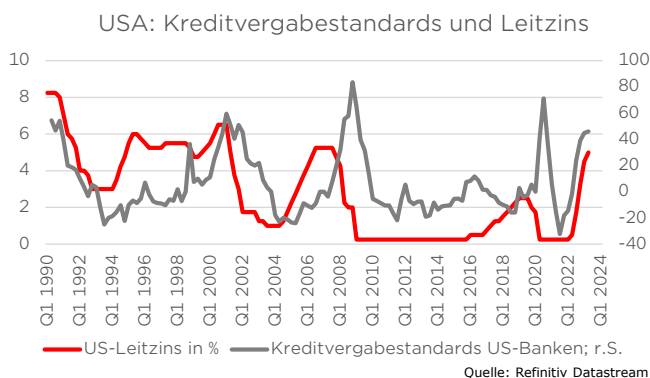
sind. Dennoch ist auch am Immobilienmarkt nicht unbedingt eine zu geringe Nachfrage, sondern vor allem ein zu geringes Angebot das Hauptproblem. Fehlende Materialien sowie ein Mangel an Fachkräften haben die Baukosten signifikant in die Höhe getrieben und dazu beigetragen, dass in den USA weniger gebaut wurde als es unter normaleren Bedingungen der Fall gewesen wäre. Von daher ist es auch nicht verwunderlich, dass die privaten Bauinvestitionen seit Mitte 2021 kontinuierlich gesunken sind und damit das wirtschaftliche Wachstum gebremst haben. Die gute Nachricht ist aber die, dass der Tiefpunkt dieser Entwicklung durchschritten zu sein scheint und der Abschwung am Bau zuletzt deutlich an Dynamik verloren hat.



Drohender „credit crunch“?

Die Schwierigkeiten einiger Regionalbanken in den USA haben die Sorge um eine bevorstehende Kreditverknappung geschürt. Vergeben die Banken weniger Kredite, so die Logik, wirkt sich dies negativ auf die Konsummöglichkeiten der Privathaushalte sowie auf die Investitionen der Unternehmen aus. Der jüngst veröffentlichte „Senior

Loan Officer Opinion Report on Bank Lending Practices“ (SLOOS) zeigt tatsächlich, dass sich die Kreditvergabestandards der Banken nochmals verschärft haben, wobei die Veränderung gegenüber dem Vorquartal moderat ausfiel. Während die Kreditnachfrage seitens der Unternehmen weiter gesunken ist, hat die Nachfrage der privaten Haushalte im Vergleich zum Vorquartal weniger stark abgenommen. Dass die Banken ihre Kreditvergabe an strengere Auflagen knüpfen, ist eine übliche Vorgehensweise in Zeiten steigender Zinsen und der gewünschte Effekt einer restriktiveren Geldpolitik. Dennoch befürchten nun viele Marktteilnehmerinnen und -teilnehmer, dass die Bankenkrise zu einer deutlichen Kreditverknappung und damit zu einer Rezession führen wird. Die schon seit knapp einem Jahr zu beobachtende Verschärfung der Kreditvergabebedingungen hat sich jedoch bislang noch nicht in einer nennenswerten Zurückhaltung der Banken niedergeschlagen. Zwar geht das Wachstum der Ausleihungen zurück, in den letzten Wochen blieb die Kreditvergabe jedoch stabil, wie die wöchentlich verfügbaren Daten der US-Notenbank zeigen.



Arbeitsmarkt und Dienstleistungssektor robust

Im Vergleich zu den Unternehmen aus der Industrie ist die Stimmung bei den US-Dienstleistern besser. Dies macht sich in einer weiterhin hohen Nachfrage nach zusätzlichen Arbeitskräften bemerkbar. Auch wenn sich der Zuwachs der monatlichen neuen Stellen etwas verringert hat, ist die US-Arbeitslosenquote mit 3,4 Prozent so niedrig wie zuletzt im Jahr 1968, während die Zahl der Beschäftigten mit 155,7 Millionen so hoch ist wie niemals zuvor. Höhere Löhne bei gleichzeitig abnehmender Inflation führen dazu, dass die real verfügbaren Einkommen seit Beginn des Jahres wieder steigen, nachdem es 2022 zu einem deutlichen Rückgang gekommen war. Im März 2023 war jedoch ein Zuwachs von vier Prozent gegenüber dem Vorjahr zu verzeichnen, wovon der private

Verbrauch, der immerhin knapp 70 Prozent der US-Wirtschaft ausmacht, profitieren sollte.

Nachlassende Inflation und absehbare Zinswende helfen dem Aktienmarkt

Alles in allem halten wir die in diesem Jahr von vielen erwartete Rezession somit noch nicht für ausgemacht. Wenn überhaupt könnte die US-Wirtschaft statt 2023 erst 2024 schrumpfen, dann aber wahrscheinlich nur kurz und moderat. Insofern ist auch unsere Einschätzung zum Aktienmarkt weniger pessimistisch als die des Konsens. Zum einen zeigt die aktuelle Berichtssaison, dass die meisten Unternehmen die in sie gesetzten Erwartungen übertreffen konnten. Das gilt nicht nur für den S&P 500, sondern beispielsweise auch für den DAX und den Euro Stoxx 50. Zum anderen bewegt sich die Inflation, wenn auch nur langsam, in die richtige Richtung, nämlich nach unten. Dies ist auf den Vorstufen, wie bei den Produzenten-, Großhandels- und Importpreisen offensichtlicher als bei den Konsumentenpreisen. Von daher halten eigentlich alle Ökonomen die aus den US-Zinsfutures ableitbare Erwartung einer bald beginnenden Zinswende für illusorisch. So hat es seit 1989 im Mittel rund 10 Monate gedauert, ehe die Fed den Leitzins nach der letzten Erhöhung begonnen hat zu senken. Relativ schnell ging es 1989 und 1995 mit jeweils vier bzw. fünf Monaten, länger dauerte es 1997 und 2006 mit 18 bzw. 15 Monaten. Mit Ausnahme des Jahres 2000 konnte der S&P 500 allerdings jedes Mal nach der letzten Zinserhöhung sowohl nach drei als auch nach sechs und zwölf Monaten ordentliche Zugewinne verzeichnen (s. Tabelle). Auch dies ist für uns ein Grund, nicht zu skeptisch in die Zukunft zu blicken.

Die derzeit größte Hürde für den Aktienmarkt stellt das politische Gerangel um die Anhebung der US-Schuldengrenze dar. Sollten Demokraten und Republikaner darüber keine Einigung erzielen, würde dies zu einem Zahlungsausfall und damit zum Staatsbankrott der USA führen. Dies hätte nicht nur für die USA katastrophale Folgen. Üblicherweise verlaufen die Verhandlungen über die Schuldenobergrenze stets nach dem gleichen Muster: Die Zustimmung wird als politisches Erpressungsmittel verweigert, um möglichst weitgehende Zugeständnisse des politischen Gegners zu erzielen. Bleibt zu hoffen, dass auch dieses Mal die Vernunft über politisches Kalkül siegt und rechtzeitig eine Einigung über die Schuldengrenze erzielt wird. Doch bis es soweit ist, dürfte die Volatilität an den Märkten deutlich zunehmen.

Zinszyklen der US-Notenbank und Wertentwicklung S&P 500

	seit der letzten Zinserhöhung				seit der ersten Zinssenkung		
	3 Monate	6 Monate	12 Monate		3 Monate	6 Monate	12 Monate
15.07.1971	-1,5%	4,1%	7,6%	12.11.1971	14,1%	15,5%	23,5%
25.04.1974	-6,2%	-21,7%	-3,3%	31.07.1974	-6,8%	-2,9%	11,9%
31.05.1976	2,7%	1,9%	-4,1%	01.10.1976	3,2%	-4,8%	-7,3%
18.03.1980	11,7%	23,3%	28,9%	22.04.1980	18,1%	27,5%	29,7%
19.12.1980	-0,2%	-1,1%	-7,3%	31.03.1981	-3,5%	-14,6%	-17,7%
18.05.1981	-1,8%	-9,3%	-12,6%	07.07.1981	-5,4%	-7,3%	-16,4%
01.02.1982	-1,1%	-9,1%	21,4%	18.05.1982	-6,3%	19,4%	40,9%
06.09.1985	7,8%	19,6%	33,1%	18.12.1985	12,4%	16,8%	17,6%
22.09.1987	-21,8%	-15,9%	-15,7%	19.10.1987	10,9%	14,7%	23,2%
08.02.1989	2,5%	17,0%	11,5%	05.06.1989	9,5%	8,6%	13,9%
01.02.1995	9,3%	19,0%	35,7%	06.07.1995	5,1%	11,3%	18,7%
25.03.1997	12,7%	18,9%	39,6%	29.09.1998	18,4%	24,9%	20,9%
16.05.2000	1,1%	-6,0%	-11,6%	03.01.2001	-17,7%	-8,0%	-12,7%
29.06.2006	5,3%	12,2%	19,7%	18.09.2007	-3,9%	-11,8%	-19,4%
19.12.2018	13,4%	17,6%	29,7%	31.07.2019	2,3%	9,0%	11,3%

Quelle: Refinitiv Datastream

Überblick über Marktdaten

	Stand	Veränderung zum				
	11.05.2023	04.05.2023	10.04.2023	10.02.2023	10.05.2022	30.12.2022
Aktienmärkte	17:13	-1 Woche	-1 Monat	-3 Monate	-12 Monate	YTD
Dow Jones	33251	0,4%	-1,0%	-1,8%	3,4%	0,3%
S&P 500	4138	1,9%	0,7%	1,1%	3,4%	7,8%
Nasdaq	12298	2,8%	1,8%	4,9%	4,8%	17,5%
Russell 2000	1739	1,2%	-1,9%	-9,4%	-1,3%	-1,3%
DAX	15832	0,6%	1,5%	3,4%	17,0%	13,7%
MDAX	27265	-0,2%	0,2%	-4,0%	-2,7%	8,5%
TecDAX	3221	-1,6%	-3,0%	-0,7%	10,0%	10,3%
EuroStoxx 50	4302	0,4%	-0,2%	2,5%	21,0%	13,4%
Stoxx 50	4014	0,4%	0,8%	3,1%	14,4%	9,9%
SMI (Swiss Market Index)	11495	0,3%	2,4%	3,3%	-0,4%	7,1%
FTSE 100	7715	0,2%	-0,3%	-2,1%	6,5%	3,5%
Nikkei 225	29127	-0,1%	5,4%	5,3%	11,3%	11,6%
Brasilien BOVESPA	107201	4,9%	5,3%	-0,8%	4,0%	-2,3%
Russland RTS	1064	4,5%	8,2%	9,5%	-2,2%	9,7%
Indien BSE 30	61905	0,3%	3,4%	2,0%	13,9%	1,7%
China CSI 300	3991	-1,0%	-2,8%	-2,8%	1,8%	3,1%
MSCI Welt	2823	1,6%	1,3%	1,4%	5,4%	8,4%
MSCI Welt SRI	2752	1,4%	1,8%	-6,3%	6,2%	11,3%
MSCI Emerging Markets	980	0,3%	-0,9%	-3,4%	-2,7%	2,4%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	135,96	-100	-134	5	-1699	303
Bobl-Future	118,73	-20	-1	191	-850	298
Schatz-Future	105,93	-9	-7	37	-446	50
3 Monats Euribor	3,30	40	40	90	372	141
3M Euribor Future, Dez 2023	3,57	6	19	5	190	-3
3 Monats \$ Libor	5,34	2	14	47	394	58
Fed Funds Future, Dez 2023	4,36	14	-12	-61	129	-28
10-jährige US Treasuries	3,38	1	-4	-38	39	-45
10-jährige Bunds	2,22	3	3	-11	121	-34
10-jährige Staatsanl. Japan	0,40	-3	-2	-10	15	-2
10-jährige Staatsanl. Schweiz	0,96	-10	-17	-43	3	-65
US Treas 10Y Performance	608,93	-0,5%	0,1%	3,5%	0,2%	5,0%
Bund 10Y Performance	544,25	-0,9%	-0,8%	1,3%	-8,6%	3,6%
REX Performance Index	439,26	0,2%	-0,1%	1,3%	-4,7%	1,6%
IBoxx AA, €	3,47	8	9	6	151	-12
IBoxx BBB, €	4,44	9	9	21	154	-25
ML US High Yield	8,60	-8	-1	15	104	-38
Wandelanleihen Exane 25	6620	0,0%	0,0%	0,0%	-3,3%	0,0%
Rohstoffmärkte						
S&P Commodity Spot Index	550,52	3,3%	-6,2%	-7,9%	-23,9%	-9,8%
MGBase Metal Index	397,04	-1,5%	-2,7%	-7,6%	-13,7%	-5,1%
Rohöl Brent	75,69	4,4%	-11,1%	-12,5%	-26,2%	-10,9%
Gold	2019,73	-1,3%	1,5%	8,6%	9,4%	11,2%
Silber	25,36	-2,2%	2,3%	15,5%	17,2%	6,8%
Aluminium	2259,75	-0,8%	-1,4%	-6,0%	-16,9%	-3,8%
Kupfer	8436,25	-0,5%	-4,2%	-4,4%	-8,7%	0,9%
Eisenerz	106,85	2,9%	-10,8%	-14,6%	-19,0%	-4,0%
Frachtraten Baltic Dry Index	1640	6,1%	5,1%	172,4%	-44,2%	8,3%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,0913	-1,5%	0,0%	2,1%	3,4%	2,3%
EUR/ GBP	0,8715	-0,4%	-0,6%	-1,4%	1,8%	-1,8%
EUR/ JPY	146,69	-1,5%	2,2%	4,9%	6,8%	4,3%
EUR/ CHF	0,9762	-0,4%	-1,2%	-1,1%	-6,8%	-0,9%
USD/ CNY	6,9468	0,5%	0,9%	2,0%	3,1%	0,6%
USD/ JPY	134,36	0,0%	0,6%	2,2%	3,0%	2,5%
USD/ GBP	0,7988	0,4%	-1,3%	-3,5%	-1,6%	-3,9%

Quelle: Refinitiv Datastream

Carsten Klude
+49 40 3282-2572
cklude@mmwarburg.com

Dr. Rebekka Haller
+49 40 3282-2452
rhaller@mmwarburg.com

Martin Hasse
+49 40 3282-2411
mhasse@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite
+49 40 3282-2439
cjasperneite@mmwarburg.com

Simon Landt
+49 40 3282-2401
mlandt@mmwarburg.com

Diese Information stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist daher unverbindlich. Sie stellt keine Empfehlung zum eigenständigen Erwerb von Finanzinstrumenten dar, sondern dient nur als Vorschlag für eine mögliche Vermögensstrukturierung. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Information dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den hierin bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen. Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.