



KONJUNKTUR UND STRATEGIE

19. Mai 2022

Am seidenen Faden: Droht eine US-Rezession?

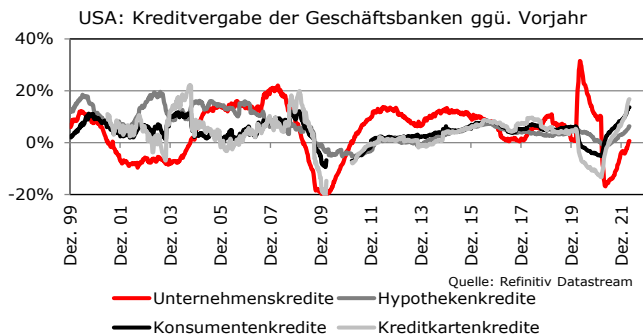
Die globalen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen haben sich in den vergangenen drei Monaten so schnell verändert wie selten zuvor. Noch Anfang des Jahres zeichnete sich für die Weltwirtschaft ein rosarotes Szenario ab: Das Wirtschaftswachstum sollte erneut überdurchschnittlich stark ausfallen, da von einer Normalisierung der Corona-bedingten Angebots- und Nachfrageverzerrungen ausgegangen wurde, gleichzeitig gab es gute Gründe, die für einen Rückgang der Inflationsraten sprachen. Geld- und Fiskalpolitik, so die Schlussfolgerung, würden expansiv bleiben. Wirtschaftliche Aufholeffekte wären dank rekordhoher Auftragsbestände, im Durchschnitt der Bevölkerung üppiger Sparquoten und gesunder Unternehmensbilanzen das wahrscheinlichste Szenario. Die daraus abzuleitende Schlussfolgerung lautete, dass die Zinsen vielleicht etwas ansteigen könnten, grundsätzlich aber sehr niedrig bleiben würden, während die Unternehmensgewinne deutlich ansteigen sollten. Für Anleger zeichnete sich ein sogenanntes „Goldilocks“-Szenario ab, also ein gutes Wachstum bei gleichzeitig niedriger Inflation. Dies spräche dafür, sein Vermögen vornehmlich in Aktien zu investieren, weil diese größere Renditechancen bieten würden als Anleihen.

Doch mit dem russischen Überfall auf die Ukraine und den seit Ende Februar anhaltenden Kriegshandlungen hat sich Blatt komplett gewendet. Die Inflationsraten sind entgegen den ursprünglichen Erwartungen noch weiter angestiegen, weil sich Energie- und Nahrungsmittelpreise deutlich verteuert haben und mittlerweile auch alle anderen Bestandteile des Warenkorb kräftige Preiserhöhungen verzeichnen. Zudem droht eine Lohn-Preis-Spirale, die die hohen Teuerungsraten verfestigen

könnte. Diese Entwicklungen haben die Notenbanken auf den Plan gerufen, die mit einer restriktiveren Geldpolitik auf dieses Szenario reagieren müssen – in einigen Ländern und Regionen zur Unzeit, da bereits absehbar ist, dass sich die Wirtschaft abkühlt. An den Kapitalmärkten kam es deswegen zu empfindlichen Kursverlusten, von denen fast keine Anlageklasse verschont geblieben ist.

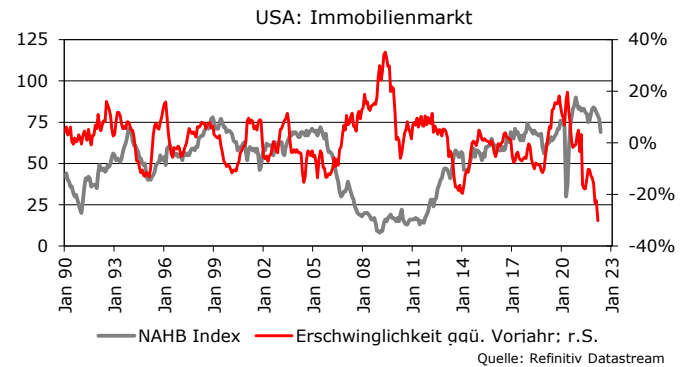
Die „Stagflation“, also das Zusammenkommen einer mehr oder weniger stagnierenden wirtschaftlichen Entwicklung bei gleichzeitig hohen Preissteigerungsraten, ist mittlerweile in vielen Ländern zur ökonomischen Realität geworden. Deutschland und der Rest der Eurozone befinden sich bereits in diesem ökonomischen Zustand, während die wirtschaftlichen Perspektiven in den USA bislang positiver zu beurteilen sind. Im Unterschied zur Eurozone profitieren die USA von ihrer geringen Außenhandelsabhängigkeit, von der Ausgabenfreude der Privathaushalte sowie der regen Investitionstätigkeit der Unternehmen. Von daher werden die USA im zweiten Quartal eine ordentliche Zuwachsrate beim realen Bruttoinlandsprodukt erzielen. Doch auch in den USA mehrten sich die Vorzeichen für eine spürbare wirtschaftliche Verlangsamung. Der Konsum leidet mehr und mehr darunter, dass die während der Corona-Pandemie gebildeten hohen Ersparnisse mittlerweile weitgehend aufgebraucht sind. Angesichts der immens gestiegenen Preise sind immer mehr Privathaushalte gezwungen, ihren Konsum einzuschränken, auf günstigere Produkte auszuweichen oder neue Kredite aufzunehmen. Denn trotz ordentlicher Nominallohnsteigerungen sinken die real verfügbaren Einkommen seit rund einem Jahr. Das dürfte

der Grund dafür sein, dass das Volumen der ausstehenden Konsumenten- und der (teuren) Kreditkartenkredite derzeit so stark wächst wie seit vielen Jahren nicht mehr. Da auch die Kreditzinsen steigen, werden Zins- und Tilgungszahlen die Haushaltsbudgets zukünftig stärker belasten als es derzeit noch der Fall ist.



Erste Bremsspuren hinterlässt der Zinsanstieg auch am US-Immobilienmarkt. Dass die Häuserpreise bis zuletzt angestiegen sind, liegt vor allem daran, dass es nur wenige zum Verkauf stehende Objekte gibt. Die Nachfrage nach Immobilien dürfte in nächster Zeit aber deutlich zurückgehen. Ein Erschwinglichkeitsindex, der die Immobilienpreise, die verfügbaren Einkommen und das Niveau der Hypothekenzinsen berücksichtigt, ist in den vergangenen Monaten aufgrund der Kombination aus höheren Preisen und steigenden Finanzierungskosten deutlich gesunken. Im Jahresvergleich hat sich der Index um 30 Prozent abgeschwächt, das ist der stärkste Rückgang seit den 1970er Jahren. Der derzeit noch zu beobachtende Nachfrageüberhang dürfte also nach und nach abgebaut werden. Ob und wie stark die Immobilienpreise unter Druck geraten, wird vor allem davon abhängen, ob in nächster Zeit wieder mehr Häuser fertiggestellt und auf dem Markt zum Verkauf angeboten werden. Zwar sind die erteilten Baugenehmigungen in den vergangenen Jahren fast kontinuierlich angestiegen, fehlende Vorleistungsgüter und Lieferkettenprobleme haben aber dazu geführt, dass die Zahl der fertiggestellten Häuser seit geraumer Zeit mehr oder weniger stagniert. Der – neben den Baugenehmigungen – wichtigste Frühindikator für den Immobilienmarkt ist der NAHB-Stimmungsindikator der Baubranche. Mit zuletzt 69 Punkten signalisiert er, dass die Mehrzahl der befragten Unternehmen weiterhin optimistisch in die Zukunft blickt, allerdings gehen wir davon aus, dass sich der Index in den kommenden Monaten Richtung des Schwellenwertes von 50 Punkten bewegt, der die Optimisten von den Pessimisten trennt. Da der Konsum und die Bauinvestitionen der Privathaushalte knapp 75 Prozent der gesamten US-Wirtschaftsleistung ausmachen, muss man davon ausgehen, dass sich

das Wachstum in den USA in den nächsten Quartalen sukzessive verlangsamen wird.



Die US-Unternehmen werden diesem Abwärtsdruck, der von Seiten der Konsumenten ausgeht, wohl nur wenig entgegensetzen können. Derzeit investieren die Firmen zwar noch viel, die absehbar geringere Nachfrage dürfte die Unternehmen aber zukünftig vorsichtiger werden lassen. Hinzu kommt das Risiko, dass sich die Unternehmensgewinne und die Cashflows verschlechtern; ein Szenario, das bislang noch nicht in den Erwartungen der Unternehmen und der sie beobachtenden Analysten reflektiert wird. Zudem ist die durch die Corona-Pandemie verursachte geringe Lagerhaltung mittlerweile von der Produktion vollständig aufgeholt worden, sodass keine weiteren Nachholeffekte zu erwarten sind, die die Firmen zu höheren Investitionen ermuntern würden.

Wie stark der konjunkturelle Gegenwind wird, hängt vor allem von der weiteren Vorgehensweise der Notenbank Federal Reserve ab. Solange es keine Hinweise dafür gibt, dass die Inflationsrate deutlich sinkt, wird die Fed die Zinsen erhöhen – und damit auch eine wirtschaftliche Abschwächung sowie niedrigere Aktienkurse als Kollateralschäden akzeptieren. Ob es ihr gelingt, ein „soft landing“ herbeizuführen, bleibt abzuwarten, in der Vergangenheit führten kräftige Zinserhöhungen aber fast immer zu einer deutlichen Konjunkturabschwächung, wenn nicht sogar zu einer Rezession. Dass es angesichts der guten Arbeitsmarktsituation und des gerade erst begonnenen Zinserhöhungszyklusses in den USA noch eine Weile dauern wird, bis es zu einer Rezession kommen kann, ist einerseits eine gute Nachricht. Andererseits deutet dies aber darauf hin, dass es die US-Notenbank nicht bei nur wenigen Zinserhöhungen belassen wird. Die Gefahr, dass die US-Geldpolitik eine Rezession verursachen wird, ist von daher groß. Als Anleger sollte man zunächst auf der Hut bleiben und keine großen Risiken eingehen.

Marktdaten

	Stand	Veränderung zum					
	19.05.2022 17:13	12.05.2022 -1 Woche	18.04.2022 -1 Monat	18.02.2022 -3 Monate	18.05.2021 -12 Monate	23.02.2022 Kriegsbeginn	31.12.2021 YTD
Aktienmärkte							
Dow Jones	31168	-1,8%	-9,4%	-8,5%	-8,5%	-5,9%	-14,2%
S&P 500	3898	-0,8%	-11,2%	-10,4%	-5,6%	-7,8%	-18,2%
Nasdaq	11443	0,6%	-14,2%	-15,5%	-14,0%	-12,2%	-26,9%
Russell 2000	1771	1,8%	-11,0%	-11,8%	-19,9%	-8,9%	-21,1%
DAX	13869	0,9%	-2,1%	-7,8%	-9,9%	-5,2%	-12,7%
MDAX	29017	3,0%	-5,4%	-12,0%	-10,1%	-9,0%	-17,4%
TecDAX	3043	2,3%	-4,9%	-5,3%	-8,7%	-3,1%	-22,4%
EuroStoxx 50	3634	0,6%	-5,6%	-10,8%	-9,3%	-8,5%	-15,4%
Stoxx 50	3538	0,2%	-6,5%	-4,8%	3,1%	-3,4%	-7,4%
SMI (Swiss Market Index)	11343	-1,4%	-9,1%	-5,6%	1,8%	-5,0%	-11,9%
FTSE 100	7290	0,8%	-4,3%	-3,0%	3,6%	-2,8%	-1,3%
Nikkei 225	26403	2,5%	-1,5%	-2,7%	-7,1%	-0,2%	-8,3%
Brasilien BOVESPA	106564	0,8%	-7,9%	-5,6%	-13,3%	-4,9%	1,7%
Russland RTS	1237	8,5%	33,6%	-11,1%	-21,4%	2,7%	-22,5%
Indien BSE 30	52792	-0,3%	-7,7%	-8,7%	5,2%	-7,8%	-9,4%
China CSI 300	4000	1,0%	-4,0%	-14,0%	-22,9%	-13,5%	-19,0%
MSCI Welt	2665	1,0%	-9,8%	-10,7%	-9,0%	-8,4%	-17,5%
MSCI Emerging Markets	1033	4,6%	-6,6%	-16,1%	-22,5%	-14,4%	-16,1%
Zinsen und Rentenmärkte							
Bund-Future	152,94	-182	-201	-1340	-1588	-1305	-1843
Bobl-Future	127,34	-76	-40	-410	-702	-364	-590
Schatz-Future	110,29	-31	-26	-160	-174	-142	-175
3 Monats Euribor	-0,37	21	22	21	19	16	22
3M Euribor Future, Dez 2022	0,75	22	41	0	128	1	1
3 Monats \$ Libor	1,48	7	42	100	132	98	127
Fed Funds Future, Dez 2022	2,66	10	28	0	258	1	2
10-jährige US Treasuries	2,82	-1	-5	88	118	83	132
10-jährige Bunds	0,94	7	13	77	105	75	112
10-jährige Staatsanl. Japan	0,24	-1	0	2	16	4	17
10-jährige Staatsanl. Schweiz	0,70	1	-15	45	81	42	84
US Treas 10Y Performance	613,32	-0,5%	-1,1%	-8,8%	-9,7%	-8,3%	-12,2%
Bund 10Y Performance	595,21	-1,3%	-1,4%	-7,1%	-9,4%	-6,9%	-10,1%
REX Performance Index	463,30	-0,6%	-0,6%	-3,8%	-5,6%	-3,7%	-5,6%
IBoxx AA, €	1,97	12	40	99	162	89	149
IBoxx BBB, €	2,88	10	56	129	212	115	201
ML US High Yield	7,81	14	117	195	302	195	290
Wandelanleihen Exane 25	6830	0,0%	-7,0%	-10,1%	-16,8%	-9,4%	-16,6%
Rohstoffmärkte							
S&P Commodity Spot Index	754,73	1,4%	-2,8%	17,3%	45,3%	14,6%	34,5%
MG Base Metal Index	460,14	2,5%	-13,4%	-7,1%	1,8%	-7,4%	-0,2%
Rohöl Brent	109,61	1,8%	-2,0%	17,5%	59,2%	13,0%	39,8%
Gold	1845,39	0,2%	-7,0%	-2,6%	-1,2%	-3,2%	1,3%
Silber	21,60	3,3%	-17,1%	-9,8%	-23,1%	-11,9%	-7,2%
Aluminium	2838,76	4,7%	-13,2%	-14,0%	16,0%	-14,5%	1,2%
Kupfer	9250,10	1,6%	-10,2%	-7,6%	-10,9%	-6,6%	-5,0%
Eisenerz	130,81	-0,9%	-15,9%	-7,3%	-38,7%	-8,5%	16,3%
Frachtraten Baltic Dry Index	3189	2,3%	49,2%	62,4%	14,1%	42,1%	43,8%
Devisenmärkte							
EUR/ USD	1,0581	1,7%	-2,7%	-6,8%	-13,4%	-6,7%	-6,6%
EUR/ GBP	0,8473	-0,5%	2,2%	1,5%	-1,5%	1,4%	0,9%
EUR/ JPY	134,85	0,7%	-1,1%	3,3%	1,3%	3,3%	3,4%
EUR/ CHF	1,0297	-0,8%	1,1%	-1,5%	-6,1%	-1,3%	-0,3%
USD/ CNY	6,7120	-1,1%	5,4%	6,1%	4,4%	6,3%	5,6%
USD/ JPY	128,23	-0,1%	1,0%	11,5%	17,8%	11,5%	11,4%
USD/ GBP	0,8010	-2,1%	4,3%	8,8%	13,8%	8,6%	8,5%

Quelle: Refinitiv Datastream

Carsten Klude
+49403282-2572
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

Mark 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.