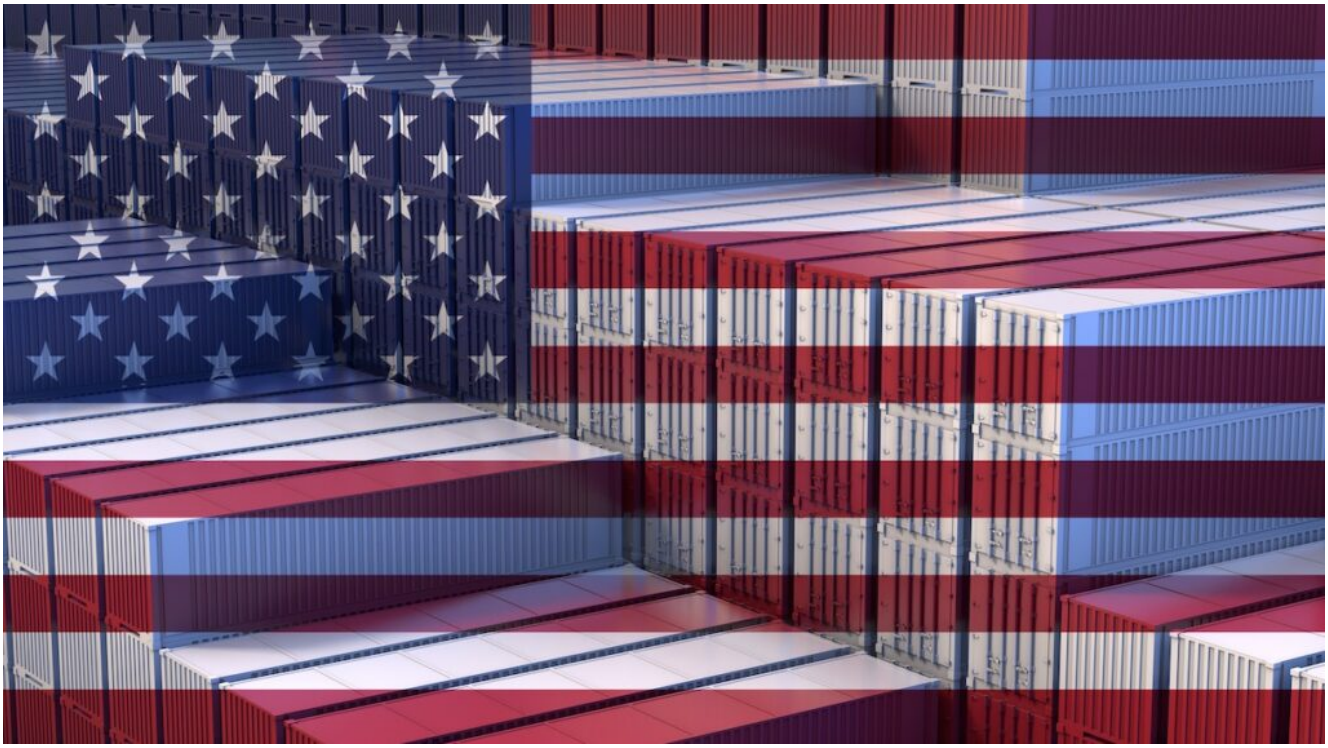
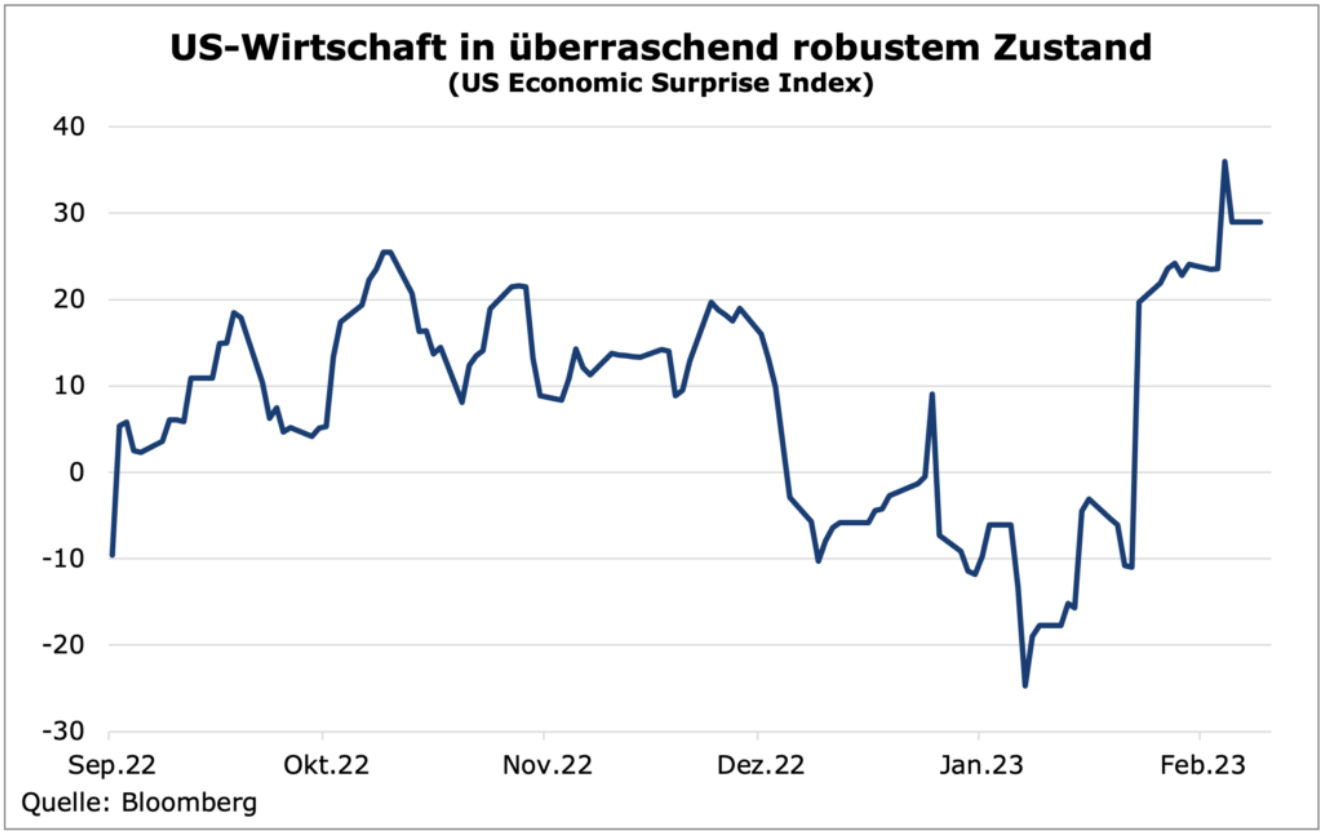
US-Wirtschaft stärker und Inflation hartnäckiger als gedacht

Die wirtschaftliche Dynamik in den USA schwächt sich ab und die Inflation fällt, allerdings geschieht beides deutlich langsamer als noch vor ein paar Wochen angenommen. Die Januar-Zahlen aus den USA haben die Rezessionssorgen verdrängt und die Zinserwartungen weiter nach oben getrieben. Doch die Notenbanken, allen voran die Fed, befinden sich heute in einer spürbar besseren Position als noch im vergangenen Jahr, weil die Realrenditen schon deutlich positiv sind und nicht nochmals signifikant erhöht werden müssen. Damit sollte es auch nicht mehr zu einem deutlichen Abwärtsdruck auf die Bewertungen (Multiples) von Aktien kommen. Was das Wachstum angeht, kommt es, wenn überhaupt, allenfalls zu einer milden und kurzen Rezession. Damit bleibt das Nominalwachstum hoch, womit die Zahlungsströme in der Volkswirtschaft deutlich zunehmen und so eine Insolvenzwelle ausbleiben dürfte. Gleichzeitig unterstützen diese das Gewinnwachstum. In diesem Umfeld sollte weiterhin der Fokus auf Unternehmen und Sektoren mit niedrigen KGVs liegen.

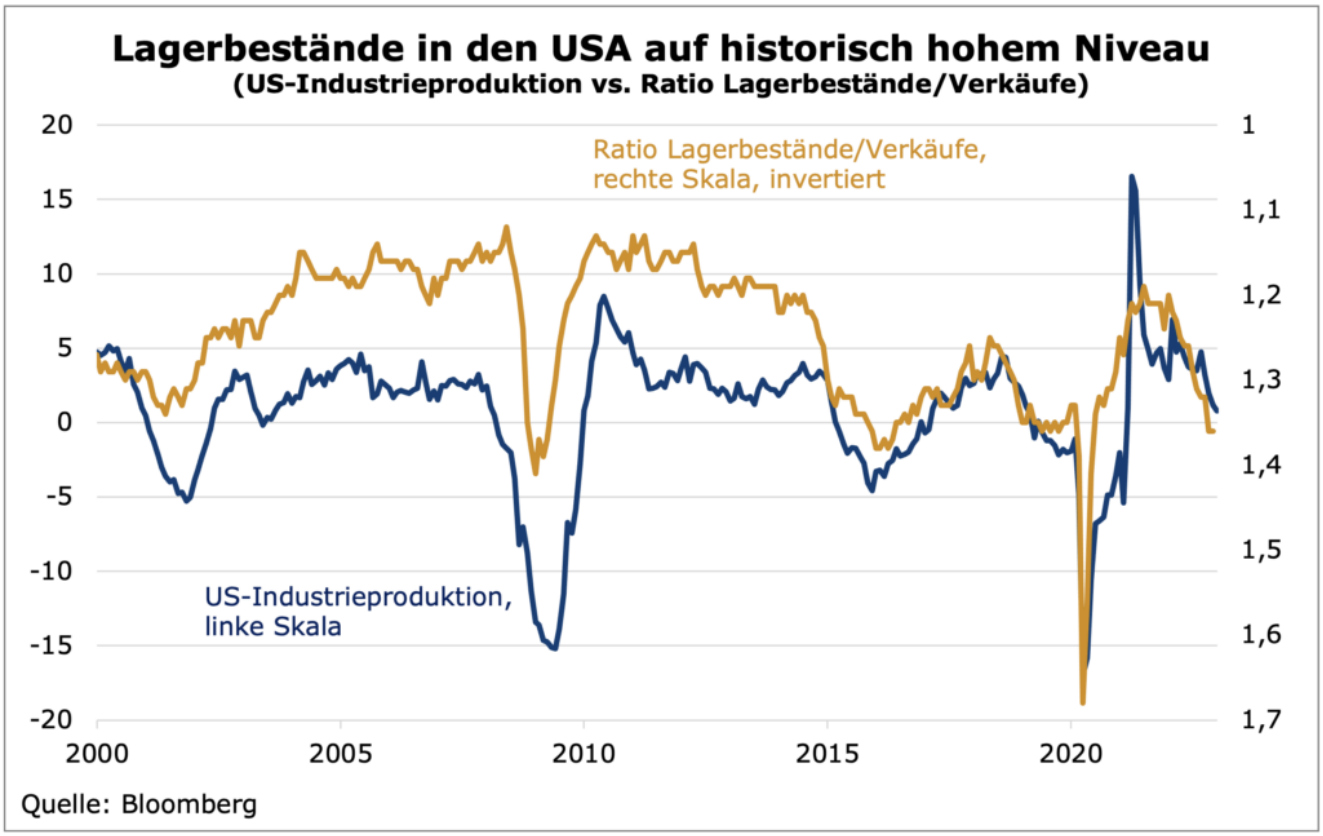


Die Wirtschaft ist wie das Wetter

Überzeichneten die für den Dezember gemeldeten Wirtschaftsdaten aus den USA noch eine konjunkturelle Abschwächung, überraschte im Januar die US-Wirtschaft mit stärker als erwarteten Zahlen aus dem Einzelhandel und der Industrieproduktion. Schuld daran war das Wetter. Auf starke Schneefälle bis weit in den Süden der USA im Dezember folgte mildes und trockenes Wetter im Januar, bei dem die Menschen wieder mehr das Haus verlassen und konsumieren. Gleiches gilt für die Dynamik in der US-Industrieproduktion ohne Energie und Versorger, die von ungewöhnlich kaltem Wetter eher profitieren. Mit einem Plus von einem Prozent in der engeren Definition der Industrieproduktion im Januar konnte der Rückgang des Vormonats um 1,8 Prozent zu einem Großteil wieder wettgemacht werden. Die daraus resultierenden Diskrepanzen zwischen den Erwartungen und den tatsächlich gemeldeten Zahlen spiegeln sich im „US Economic Surprise Index“ wider, auffällig ist das hohe Niveau der positiven Überraschungen bei den jüngsten Daten.

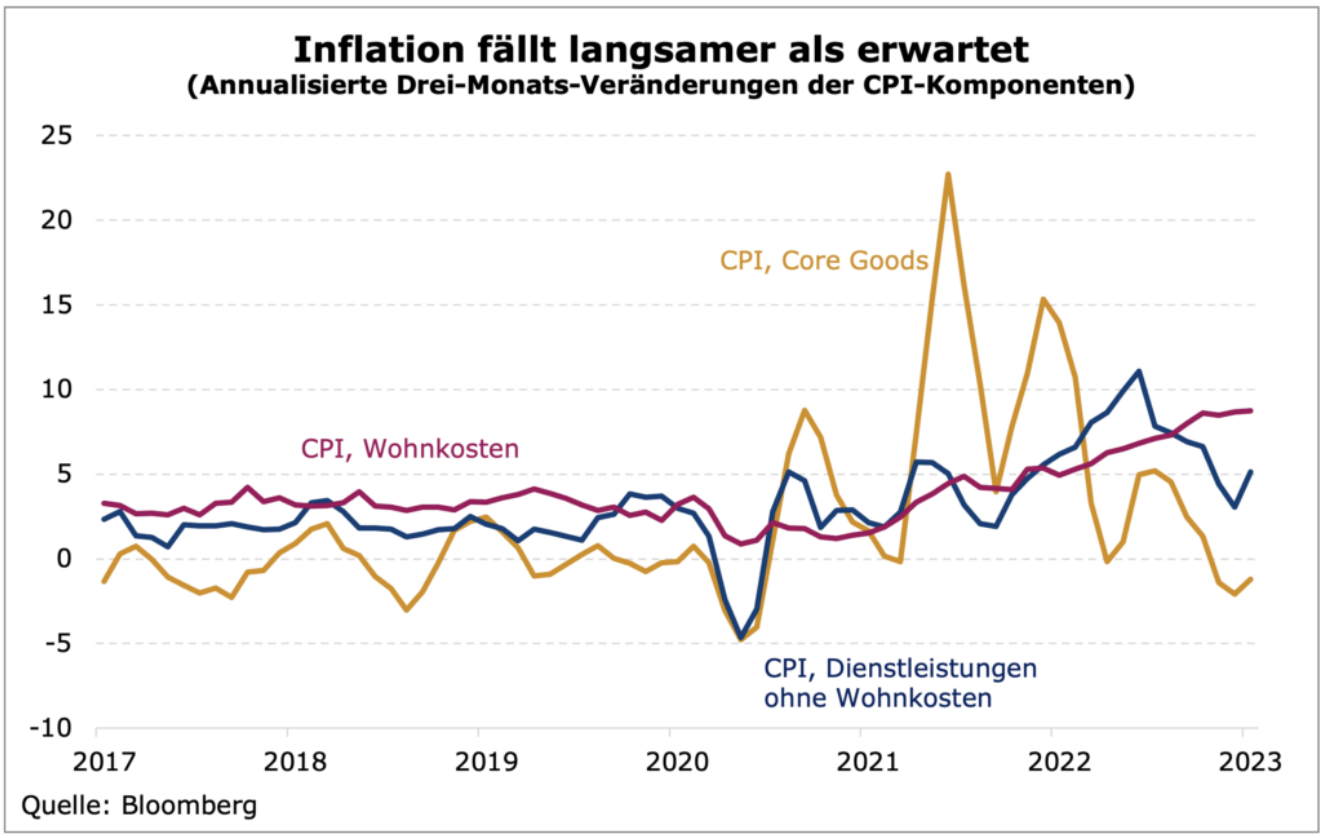


Die tatsächliche Verfassung der US-Wirtschaft dürfte irgendwo zwischen den Dezember- und den Januar-Zahlen liegen. Die Daten weisen auf eine Abschwächung hin, aber auf eine deutlich langsamere als es der schwache Dezember noch implizierte. So steht der Immobilienmarkt aufgrund der erheblich gestiegenen Zinsen unter Druck und für die Industrie bleibt das fundamentale Umfeld schwierig. Die Folge sind spürbar steigende Lagerbestände in den vergangenen Monaten, die im Vergleich zu den Verkäufen aktuell auf historisch hohen Niveaus liegen. Die Produktion liegt über der gegenwärtigen Nachfrage und dürfte in den kommenden Monaten weiter gedrosselt werden.



Zwar langsamer als erwartet, aber die Inflation fällt

Ein ähnliches Bild zeigt sich auch bei der Inflation. Sie fällt, aber der Abschwächungstrend ist nicht mehr so stark wie noch vor ein paar Wochen. Nicht nur, dass die Januar-Zahlen stärker als erwartet ausfielen, viel überraschender waren die Revisionen der 2022er Zahlen. Um saisonale Faktoren bereinigt, wurden die monatlichen Veränderungen für die Inflationsraten im ersten Halbjahr reduziert, jene für das zweite Halbjahr und insbesondere für das vierte Quartal aber deutlich erhöht. Zwar hat sich damit die gesamte Inflation nicht verändert, jedoch zeigt sich der Disinflationstrend deutlich weniger stark ausgeprägt. So sind die Preise für die sogenannten „Core Goods“ nach den Revisionen und mit den stärkeren Januar-Daten auf Dreimonatssicht nur noch um annualisiert 1,2 Prozent gefallen, wo vorher noch ein Rückgang um ganze fünf Prozent angenommen wurde.



Auf der anderen Seite sind die Preise für Dienstleistungen ohne Wohnkosten auf Sicht von drei Monaten nicht mehr um ein, sondern annualisiert um 5,1 Prozent gestiegen. Damit zeigt sich zwar weiterhin ein deutlicher Disinflationstrend und die annualisierten Drei-Monats-Veränderungen sind bei allen CPI-Komponenten mit Ausnahme der Wohnkosten von ihren Hochständen deutlich zurückgekommen. Ein Trend, der sich im weiteren Jahresverlauf auch fortsetzen sollte. Auch dürfte die Wohnkosteninflation spätestens im Sommer den schon länger rückläufigen Hauspreisen und den Neuvermietungen nach unten folgen. Insgesamt aber stellt sich der Inflationsrückgang spürbar langsamer dar als zuvor.

Die Fed muss nur noch „nachziehen“

Aufgrund der langsameren Abschwächung sowohl im Wirtschaftswachstum als auch in der Inflation dürfte die US-Notenbank die Zinsen weiter erhöhen. Damit steigt zwar die nominale „Terminal Rate“, dieser Anstieg ist aber kaum durch die reale Rate getrieben. Die Fed zieht „nur“ die gegenüber den Erwartungen unterschiedliche tatsächliche Wirtschaftsentwicklung nach und erhöht nicht die realen Geldmarktsätze nochmals deutlich. Der Markt rechnet mit einem Ende des Zinserhöhungszyklus im Juli, weshalb die entsprechenden nominalen Sätze seit Monatsanfang um weitere rund 35 Basispunkte gestiegen sind. Die gepreisten realen Zinssätze haben sich dagegen kaum verändert. Sie hatten Mitte Januar ihr Hoch erreicht und sind seither leicht gefallen. Dies steht in klarem Gegensatz zum vergangenen Jahr, als insbesondere höhere reale Raten als Folge der restriktiveren Geldpolitik die nominalen Zinsen getrieben haben. Fed-Chef Powell betonte Anfang Februar, dass es der Notenbank nicht daran gelegen sei, die Zinsen zu stark zu erhöhen und damit eine Rezession auszulösen. Zudem stellte er das erste Mal in diesem Zyklus ein Ende in Aussicht, indem er die Mai-Frage offen ließ. Auch die gestern Abend

veröffentlichten Protokolle der Sitzung zeigten, dass sich die Fed langsam dem Zinsgipfel nähert. Sie nimmt das Tempo raus, lässt aber noch offen, wie hoch die Zinsen noch steigen müssen.

Steigende Anleiherenditen sollten nicht mehr auf Aktien lasten

Vor diesem Hintergrund halten wir an einem vorsichtigen Ausblick für „sichere“ Staatsanleihen wie Bunds und US-Treasuries und einer positiven Einschätzung für risikobehaftete Aktiva fest. Gingen in 2022 noch höhere Renditen sicherer Anlagen mit deutlichen Abschlägen bei Aktien einher, sollte dies in diesem Jahr nicht der Fall sein. In den vergangenen Wochen haben die Wirtschaftsdaten nicht nur in den USA, sondern auch in Europa mehrheitlich positiv überrascht. Die tatsächliche Lage ist also besser als die immer noch schlechte Stimmung. Deshalb werden nun auch die Wachstumserwartungen erhöht und die Rezessionswahrscheinlichkeiten gesenkt. Gleichzeitig steigen die Inflationsraten nicht mehr an. Im Gegenteil: Sie fallen, wenn auch nicht ganz so schnell wie ursprünglich gedacht. Die Kombination aus fallenden Inflationsraten und positiven Realrenditen erlaubt es den Zentralbanken, die Geldpolitik zusehends langsamer zu straffen. Die Fed muss die realen Renditen nicht mehr nach oben treiben und daher müssen auch die Marktbewertungen nicht mehr sinken. Auch kann die Zinsvolatilität fallen, was wiederum auf die Risikoprämien drücken und Risikoaktiva wie Aktien unterstützen sollte.

Höheres nominales Wachstum spricht für Aktien

Gleichzeitig nehmen die Erwartungen an das nominale Wachstum deutlich zu. Dies ging historisch zumeist mit höheren nominalen Renditen von „sicheren“ Anlagen einher, entsprechend kann der Aufwärtsdruck hier noch anhalten. Das nominale Wachstum ist aber auch für die Entwicklung der Risikoaktiva entscheidend. Mit einem höheren Nominalwachstum sind die Zahlungsflüsse in einer Volkswirtschaft generell höher. Damit haben z.B. die Staaten mehr Einnahmen und die Unternehmen höhere Cash-Flows. Entsprechend wird es für Schuldner einfacher, bestehende Verbindlichkeiten zu bedienen. Dies unterstützt Carry-Produkte am Bondmarkt. Aber auch die Unternehmensgewinne sollten bei höherem Nominalwachstum höher ausfallen und den Aktienmärkten Unterstützung bieten. In diesem Umfeld bietet sich weiterhin der Fokus auf Unternehmen und Sektoren mit niedrigen Kurs-Gewinn-Verhältnissen (KGVs) an. Sie bedeuten, dass die Gewinne in naher Zukunft ein hohes Gewicht im Aktienkurs haben. Hohe KGVs hingegen geben den in fernerer Zukunft liegenden Gewinnen ein deutlich höheres Gewicht. Aber wenn die Zinsen steigen, dann nimmt der Barwert genau von diesen weit entfernten Gewinnen erheblich ab und kann auf den Aktienkursen lasten.

———————————–

MainSky AG
Reuterweg 49
D-60323 Frankfurt am Main

Telefon: 069 – 150 49 680-0
Telefax: 069 – 150 49 680-29

E-Mail: info@mainsky.de