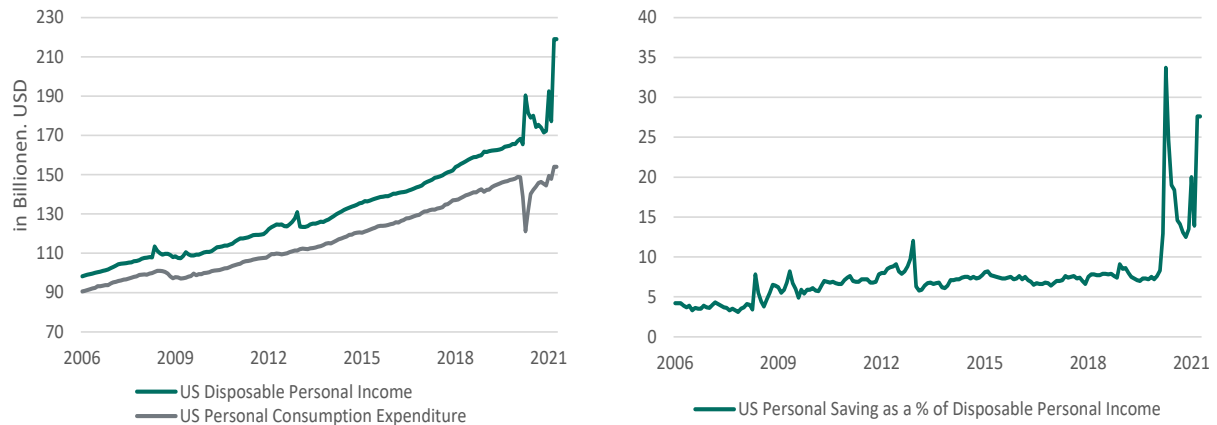


Die große Gefahr, dass der Aufschwung in den USA „Transitory“ zu werden droht

Die USA stehen im Fokus der Investoren. Denn mit Hilfe großangelegter staatlicher Hilfsmaßnahmen befindet sich die US-Konjunktur auf der Überholspur und lässt mit ihren Wachstumszahlen sogar so manche Volkswirtschaft aus den Emerging Markets hinter sich. Der damit verbundene Inflationsanstieg von 4,2% im April wirft jedoch Fragezeichen auf, ob die Preisdynamik tatsächlich nur „Transitory“ ist oder sich nicht doch zugrundeliegende Inflationskräfte entwickeln. Zumindest Kritiker sehen die US-Notenbank im Zugzwang und plädieren dahingehend für eine zeitnahe Rückführung der Quantitativen Lockerung. Doch nur wenige US-Notenbankvertreter lassen bisher die Notwendigkeit für eine schrittweise Änderung in ihrer Geldpolitik erkennen. So oder so, für die Fed wird die zukünftige geldpolitische Ausrichtung zum großen Drahtseilakt und die Gefahr ist groß, dass der Konjunkturaufschwung letztens Endes „Transitory“ zu werden droht.

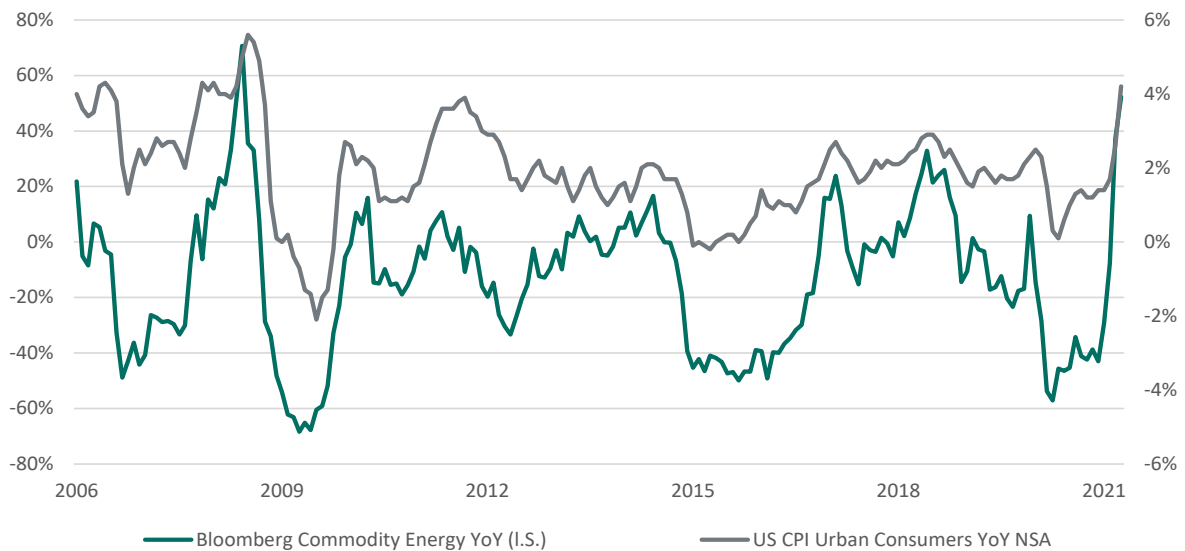
Global blicken die Investoren derzeit auf das konjunkturelle Geschehen in den USA. Denn inmitten der Wiedereröffnung legt das Wirtschaftswachstum im erheblichen Maße zu und schürt Inflationssorgen. So stiegen die Verbraucherpreise im April um ganze 4,2% (y/y). Angesichts der Tatsache, dass die Inflationsrate im März dieses Jahres noch bei 2,6% lag, ist dies ein beträchtlicher Anstieg und der stärkste seit September 2008 obendrein. Im Grunde war der Anstieg nicht überraschend, denn ein Großteil der inflationären Beschleunigung ist auf Basiseffekte zurückzuführen. So hatte der abrupte Shutdown im März/April vergangenen Jahres vor allem den Konsum schwer getroffen, der immerhin 70% zur Wirtschaftsleistung beiträgt. Viele Einzelhändler, die im stationären Bereich tätig sind, konnten ihre Waren entweder nur mit starken Preisnachlässen oder gar nicht mehr verkaufen, da die meisten Verbraucher ihre Einkäufe auf lebensnotwendige Artikel und Dienstleistungen beschränkten oder verstärkt auf den E-Commerce auswichen. Inzwischen hat sich die Konsumentenstimmung wieder spürbar erholt und wurde zudem durch die ausgabenfreundliche Pandemiepolitik der US-Regierung zur Ankurbelung des heimischen Konsums mit der Verteilung von sogenannten „Stimulus Checks“ noch erheblich gestärkt. So trugen im März dieses Jahres die staatlichen Hilfen ganze 94% zum gesamten saisonbereinigten Anstieg des persönlichen Einkommens bei. Im Umkehrschluss legte das Haushaltseinkommen im März um 21,1% (m/m) kräftig zu – so stark wie nie zuvor seit Beginn der Aufzeichnungen im Jahr 1959. Wenig verwunderlich also, dass auch die Konsumentenausgaben hochschnellten, und zwar um 4,2% (m/m). Das war der stärkste Anstieg gegenüber dem Vormonat seit dem letzten Sommer, nachdem bereits die erste Runde „Stimulus Checks“ im Rahmen des CARES Acts ausgegeben wurden. Nun ist davon auszugehen, dass sich das Ausgabenverhalten in den USA in den kommenden Monaten nahezu unverändert robust präsentieren und sich die Wirtschaft weiter erholen wird. Eine Rückführung der persönlichen Sparquote würde dabei zusätzlich unterstützend wirken. Denn diese stieg im März auf 27,6 % und somit auf den zweithöchsten Wert aller Zeiten, der nur im April vergangenen Jahres übertroffen wurde.



Quelle: Bloomberg

Disbalancen und basiseffektbedingte Rohstoffpreisanstiege begünstigen die Inflationsdynamik

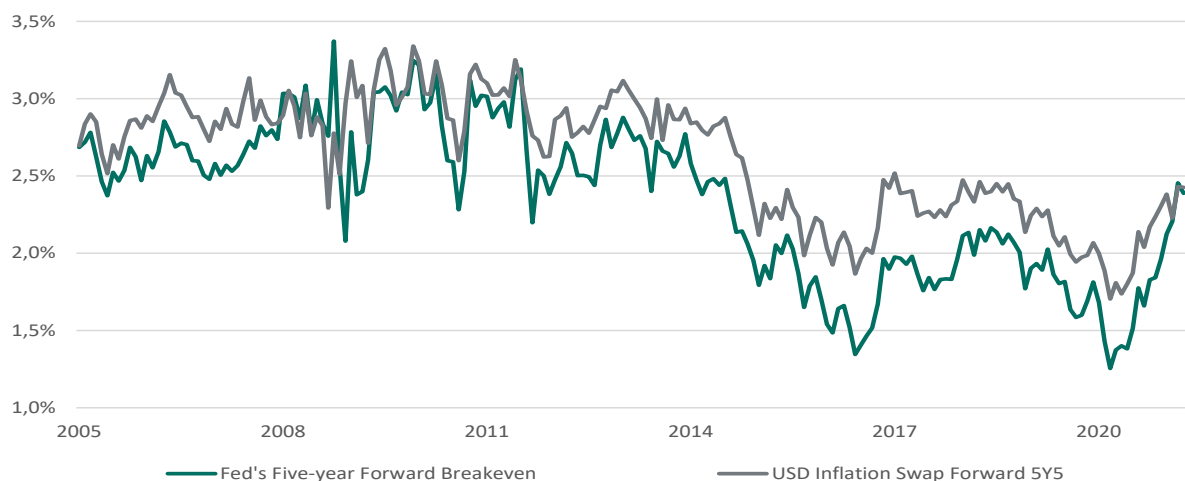
Doch der Aufschwung deckt unerwünschte Nebeneffekte auf. So hat die weltweite Pandemie zu einem massiven Ungleichgewicht von Angebot und Nachfrage geführt und zahlreiche Engpässe in weiten Teilen des Fertigungssektors erzeugt. Weltweit haben Hersteller mit schrumpfenden Lagerbeständen und verspäteten Bestellungen zu kämpfen. Als Folge sind die Preise bei vielen Gütern sprunghaft angestiegen, und weitere Erhöhungen sind unvermeidbar. Darüber hinaus sind auch die Energiekosten, die bei fast allen Konsumgütern eine Rolle spielen, ebenfalls stark angestiegen. So notierte Rohöl der US-Sorte WTI im April am Spotmarkt um die 60 USD, während genau ein Jahr zuvor der Spotpreis im Tief minus 34 USD betrug. Somit ist das aktuelle inflationäre Umfeld vor allem Ausdruck von erheblichen Basiseffekten und Sondereffekten, die auf gestörte Lieferketten zurückzuführen sind. Entsprechend wird die Fed auch nicht müde zu argumentieren, dass das vorherrschende Inflationsbild bislang als „Transitory“ zu bezeichnen und keine Anpassung der geldpolitischen Ausrichtung erforderlich ist. Kritiker werfen der Fed jedoch vor, mit ihrer zögerlichen Haltung der Konjunktur wieder einmal nur hinterherzulaufen und viel zu spät eine geldpolitische Straffung einzuleiten. Doch demgegenüber steht die Tatsache, dass die US-Geldpolitik auf Preisstabilität und maximale Beschäftigung ausgelegt ist und somit keine reaktive, sondern proaktive Geldpolitik verfolgt. Dahingehend lassen sich durchaus drei wesentliche Gründe anführen, die der Fed bisher noch in die Karten spielen.



Quelle: Bloomberg

1. Inflationserwartungen

Derzeit deuten die Inflationserwartungen von der University of Michigan zwar darauf hin, dass die Preissteigerungen bis mindestens nächstes Jahr erhöht bleiben, sich danach aber wieder auf ein normaleres Niveau zurückbilden werden. So erwartet im Median der von der University of Michigan im Mai befragten US-Verbraucher eine Inflation von 4,6% im nächsten Jahr und in den Folgejahren einen Rückgang auf 3,1%. Ähnlich sehen es auch die Marktteilnehmer, deren mittelfristigen Inflationserwartungen historisch gesehen sogar unterdurchschnittlich ausfallen und somit als weiterhin gut verankert bezeichnet werden können.

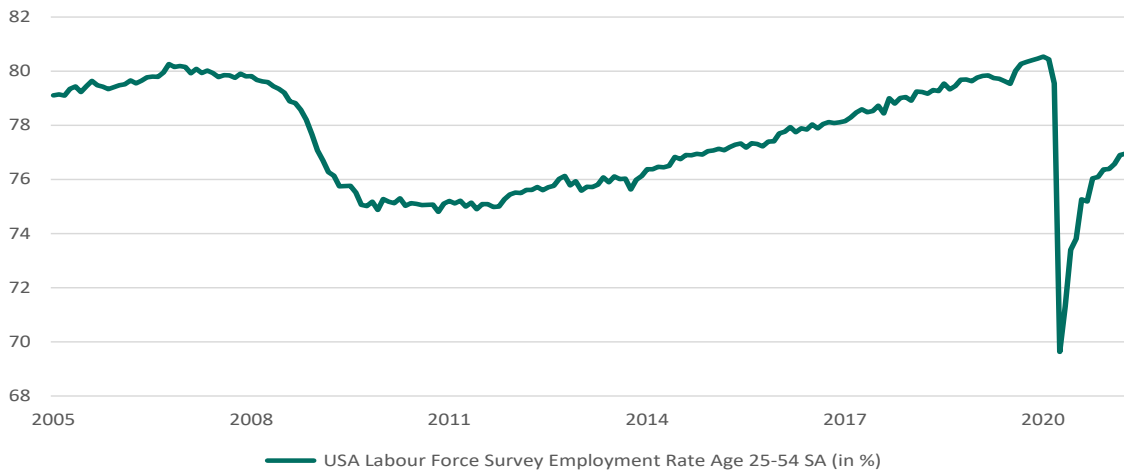


Quelle: Bloomberg

2. Arbeitskräfteüberhang

Die in der Pandemie verlängerten Arbeitslosenprogramme halten derzeit noch viele US-Bürger davon ab, zum Arbeitsmarkt zurückzukehren, da sie möglicherweise weniger Gehalt als staatliche Leistung beziehen würden. Entsprechend beabsichtigt die Mehrheit der Bundesstaaten die Leistungen bereits zum 12. Juni einzustellen, die im Rahmen des im März verabschiedeten American Rescue Plans eigentlich bis zum 6. September laufen sollten. Damit würden knapp vier Millionen als arbeitslos gemeldete US-Bürger Leistungen von drei Monaten verlieren, auf die sie zuvor gezahlt hatten. Somit würde das Angebot nach

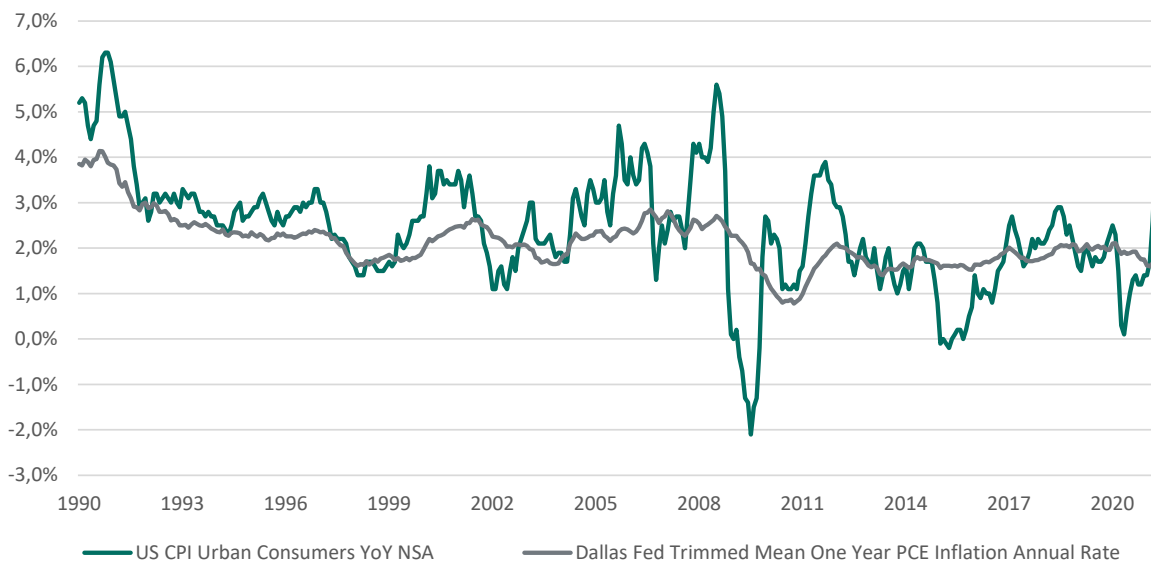
händeringenden Arbeitnehmern im erwerbsfähigen Alter wieder ansteigen und aufkommendem Lohndruck entgegenwirken.



Quelle: Bloomberg

3. Starre Preise

Die Präsidentin der Federal Reserve Bank von San Francisco, Mary Daly, äußerte sich kürzlich zur Inflationsentwicklung. Ihrer Ansicht nach ist die derzeitige Preisentwicklung auf starke Lieferengpässe zurückzuführen und als temporär einzuordnen. Auch mit Blick auf Zweitrundeneffekte gibt es ihrer Meinung bisher keine klaren Anzeichen für eine nachhaltig belebende Inflationsentwicklung. Die Aussagen lassen sich auch mit Blick auf die mittlerweile oft in den Fed-Minutes aufgeführte Trimmed-Mean Verbraucherpreis-inflation von der Dallas Fed bestätigen, die bislang noch keinen zugrundeliegenden Inflationsanstieg erkennen lässt.



Quelle: Bloomberg

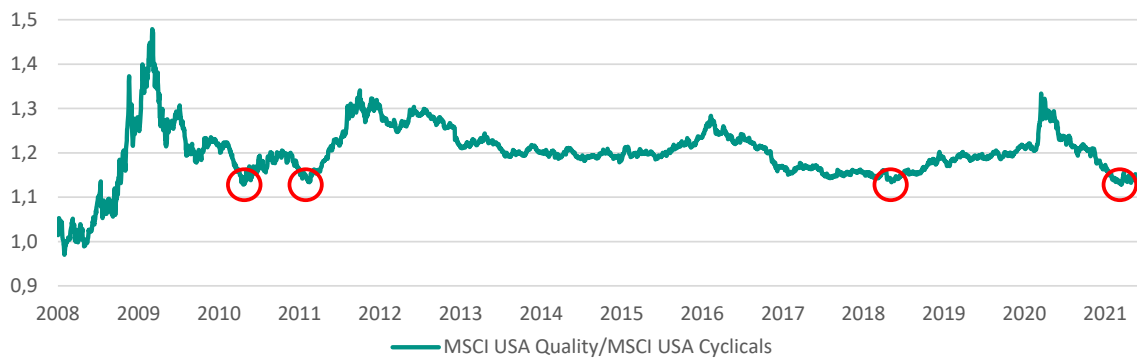
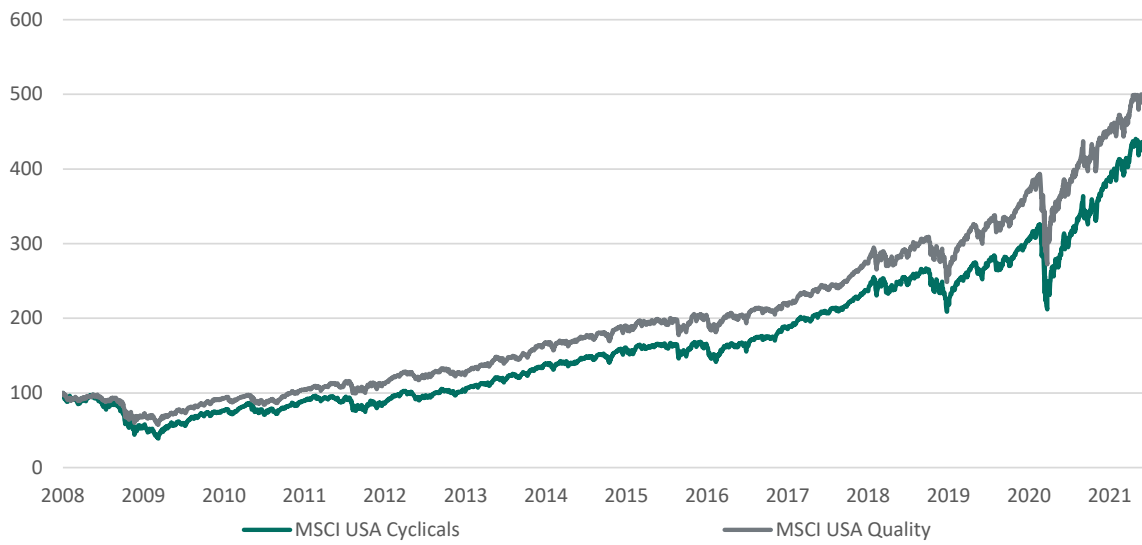
„Peak Growth“ und aufkommender Lohndruck – Geldpolitik der Fed wird zum Drahtseilakt

Somit stellt sich die Frage, in welcher Verfassung die US-Konjunktur sich nun letztendlich befindet und was in den kommenden Monaten zu erwarten ist. Es besteht kein Zweifel, die

US-Wirtschaft ist mit Volldampf unterwegs und wuchs im ersten Quartal dieses Jahres um ganze 6,4 % (annualisiert) und könnte im zweiten Quartal sogar um knapp 10 % (annualisiert) zulegen. Das sind Größen, die sonst nur in stark wachsenden Emerging Markets zu beobachten sind. Und auch mit Blick auf die ISM-Umfragen sowohl im Verarbeitenden Gewerbe als auch im Dienstleistungssektor stehen die Zeichen auf Expansion, so dass der durch die Pandemie entstandene Produktionsausfall spätestens bis zum nächsten Jahr wieder vollständig wettgemacht sein könnte. Doch es ist schwer vorstellbar, dass die US-Wirtschaft dieses hohe Tempo aufrechterhalten kann, zumal auch die führenden Volkswirte mit einer abnehmenden Konjunkturdynamik rechnen. So erwartet der Konsens ein Realwachstum von 4,0% im nächsten und 2,4% im Jahr danach. Zudem lasten auch die anhaltenden Lieferengpässe zunehmend auf die Wirtschaft und somit auf die Umsatz- und Gewinnentwicklung der Unternehmen. Gleichzeitig wächst die Gefahr von steigenden Lohnkosten, die die Unternehmen versuchen werden, weiterzugeben. Insbesondere von Corona gebeutelte Einzelhändler, Restaurants, Lagerhäuser und Arbeitgeber im Hotel- und Gaststättengewerbe kämpfen darum, freie Arbeitsplätze im Zuge der Wiedereröffnung zügig zu besetzen. So haben bereits namhafte Unternehmen u.a. Amazon, Walmart, Costco, McDonald's und Chipotle bereits auf die angespannte Lage am Arbeitsmarkt reagiert und die Löhne insbesondere für Mitarbeiter im Niedriglohnbereich teils kräftig angepasst. Zuletzt reihte sich Under Armour dazu, deren Mindestlohn im Juni um satte 50% auf 15 USD angehoben wird. Eine erste Tendenz zu möglichen Zweitrundeneffekten ist somit bereits erkennbar und birgt Risiken für das weitere Inflationsgeschehen in den USA. Die Fed-Mitglieder, die das Inflationsumfeld als „Transitory“ bezeichnen, dürften diese Entwicklung mit Sorge betrachten. Denn zögert die US-Notenbank die Einleitung einer strafferen Geldpolitik zu lange hinaus, besteht das Risiko, dass sich die Inflationsdynamik durch Zweitrundeneffekte verselbständigt und ohne konjunkturelle Kollateralschäden nicht mehr einzufangen ist. Andererseits bedeutet ein verfrühtes Anziehen der Zügel, dass der beginnende Konjunkturaufschwung sein vorzeitiges Ende findet. So oder so, für die Fed wird die zukünftige geldpolitische Ausrichtung zum großen Drahtseilakt und die Gefahr ist groß, dass der Konjunkturaufschwung letzten Endes „Transitory“ zu werden droht.

Was bedeutet das für den US-Aktienmarkt?

Die Konjunkturerholung in den USA vollzieht sich in einem rasanten Tempo, weshalb zyklische Werte aber auch Value-Werte bisher hoch im Kurs bei den Investoren standen. Mit dem Erreichen von „Peak-Growth“ ist jedoch davon auszugehen, dass die USA sukzessive in eine reifere Wachstumsphase übergehen. Entsprechend werden wieder jene Unternehmen in den Fokus rücken, die über verschiedenste Zyklen hinweg, sowohl Umsatz und Gewinn stetig steigern können und darüber hinaus gering verschuldet sind. Denn eine geldpolitische Straffung geht immerhin mit steigenden Fremdkapitalkosten einher, denen Qualitätsunternehmen weniger stark ausgesetzt sind. Zudem haben zyklische Werte bereits kräftig gegenüber qualitätsträchtigen Werten outperformed, was darauf schließen lässt, dass eine Vielzahl positiver Informationen bereits eingepreist ist.



Quelle: Bloomberg