

Was bewegt die Anleger?

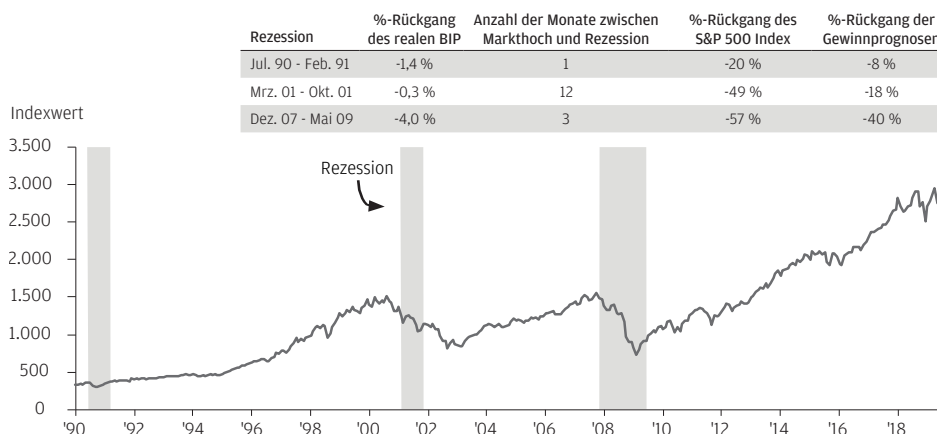
September 2019

Wie lässt sich der Zustand der US-Wirtschaft diagnostizieren?

Der Zustand der Wirtschaft ist für die Märkte von Bedeutung

Als Anleger wissen wir um die negativen Auswirkungen von Rezessionen. Ein rückläufiges Bruttoinlandsprodukt geht in der Regel mit fallenden Unternehmensgewinnen einher. Rezessionen wurden früher häufig von Perioden erheblicher Marktturbulenzen begleitet. Sämtliche der letzten drei US-Rezessionen (1990, 2001 und 2007) führten zu Baissemärkten (Kursrückgänge von 20 % und darüber) gemessen am S&P 500 und zu rückläufigen Prognosen der Analysten über die künftigen Gewinne (**Abbildung 1**).

ABBILDUNG 1: S&P 500 INDEX



Quelle: Standard & Poor's, J.P. Morgan Asset Management. Prozentualer Rückgang des S&P 500 Index und der Gewinnprognosen stellen bei jeder Kennzahl für den jeweiligen assoziierten Rezessionsabschnitt die maximale Abschwächung dar. „Rezessions“perioden werden anhand der Konjunkturzyklusdaten des US National Bureau of Economic Research (NBER) definiert. Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Daten zum 6. September 2019.

AUTOR



Ambrose Crofton
Market Analyst

Rezessionen sind allerdings nur sehr schwer vorherzusagen. Sowohl die Märkte als auch Wirtschaftsexperten lagen in der Vergangenheit gewöhnlich falsch, wenn es darum ging, entweder den Zeitpunkt oder das Ausmaß künftiger Rezessionen zu prognostizieren. Auf Marktebene erreichten die Aktienkurse in zwei der letzten drei Baissephasen nur wenige Monate vor der Rezession ihre Höchststände. Auch die Wirtschaftsexperten liegen häufig falsch: Von 153 Rezessionen in 63 Ländern zwischen 1992 und 2014 wurden im April des vorausgehenden Jahres lediglich fünf von einem Konsens unter Experten für den privatwirtschaftlichen Sektor richtig vorhergesehen.¹

¹ IWF Working Paper - How well do economists forecast recessions? Zidong An, João Tovar Jalles & Prakash Loungani, Internationaler Währungsfonds, März 2018.

WAS BEWEGT DIE ANLEGER?

Angesichts von mehr als 100.000 Datenreihen über die US-Wirtschaft auf Bloomberg ist es schon schwierig zu wissen, welche Indikatoren man beobachten sollte, um die weitere Entwicklung der Wirtschaft richtig einzuschätzen. Wir widmen uns in dieser Veröffentlichung all diesen Herausforderungen und bieten Anlegern ein Instrument, um den Zustand der US-Wirtschaft und sich möglicherweise abzeichnende Risiken zu überwachen.

Einschätzung der Konjunkturlage in den USA

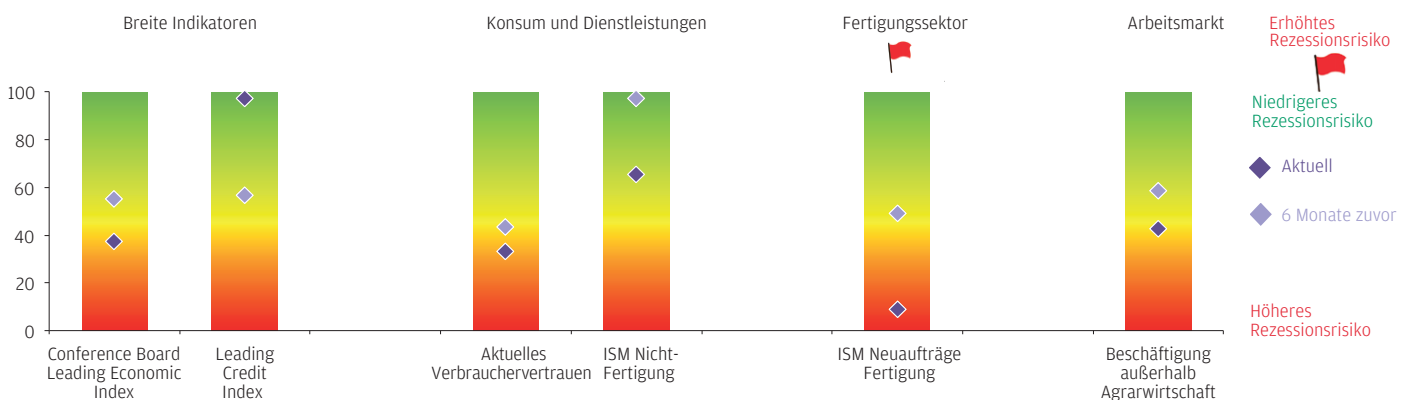
Wir gehen von einer Reihe von symptomatischen Indikatoren aus, welche die Temperatur unseres „Patienten“ – die US-Wirtschaft – messen und darüber Aufschluss geben sollen, ob diese in einer guten Verfassung ist oder erste Anzeichen von Schwäche aufweist. Die dabei von uns ausgewählten Indikatoren erstrecken sich auf die allgemeine Wirtschaft. Sie umfassen die Sektoren Konsum und Dienstleistungen, das verarbeitende Gewerbe und den Arbeitsmarkt.

Nach einer Bewertung von hunderten von Testserien mit linearen Regressionsanalysen wurden die Indikatoren so gewählt, dass sie drei gewünschte Kriterien am besten erfüllen: Erstens sollte der Indikator ein hohes Maß an Aussagekraft (R-Squared) für das reale BIP-Wachstum in den USA aufweisen, zweitens sollte der Indikator gute Rezessionssignale ohne allzu viele Fehlalarme senden und drittens sollte der Indikator eine gewisse Vorlaufzeit vor einer Rezession bieten, um vor zukünftiger Schwäche zu warnen.

Abbildung 2 bietet eine Zusammenfassung der symptomatischen Indikatoren und verfolgt die aktuellsten Indikatorstände und deren Perzentil-Rang relativ zu historischen Daten bis in das Jahr 1990 zurück. Wenn der jüngste Datenpunkt näher am roten Bereich des Diagramms liegt, lässt dies darauf schließen, dass der Indikator eher am unteren Ende seines historischen Wertebereichs liegt, was auf ein höheres Rezessionsrisiko schließen lässt, und umgekehrt.

ABBILDUNG 2: STIMMUNGSINDIKATOREN DER US-WIRTSCHAFT

Perzentil-Rang relativ zu historischen Daten seit 1990

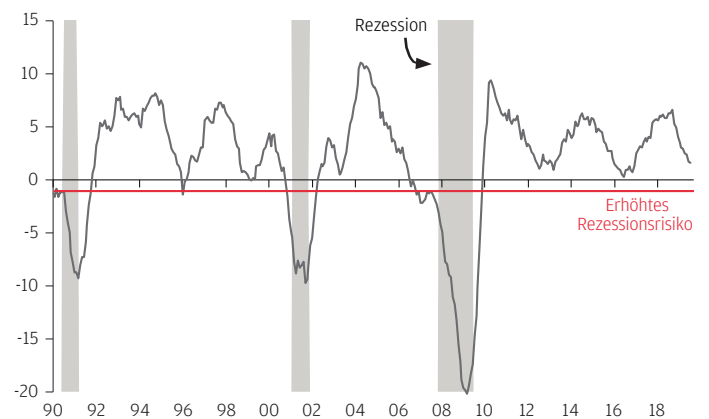


Quelle: BLS, Conference Board, ISM, Refinitiv Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Ein erhöhtes Rezessionsrisiko wird angezeigt, wenn der zugrunde liegende Indikator einem Niveau entspricht, das zu Beginn der letzten drei Rezessionen in den USA verzeichnet wurde, wie vom NBER festgestellt. Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Daten zum 6. September 2019.

Die Grafik beinhaltet außerdem einen Hinweis auf ein „erhöhtes Rezessionsrisiko“, der zeigt, wann die jüngsten Daten einem Wert entsprechen, der zu Beginn der letzten drei Rezessionen in den USA beobachtet wurde, was aus historischer Sicht auf ein erhöhtes Rezessionsrisiko hindeutet. So zeigt **Abbildung 3**, dass ein Rückgang des Conference Board Leading Economic Index um mehr als 1 % gegenüber dem Vorjahr historisch auf eine Rezession schließen lässt. Weitere Informationen über die Indikatoren finden sich in dem beiliegenden Chartbook „Gesundheitscheck für die US-Wirtschaft“.

ABBILDUNG 3: CONFERENCE BOARD LEADING ECONOMIC INDEX

% Veränderung zum Vorjahr



Quelle: Conference Board, Refinitiv Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Der Conference Board Leading Economic Index besteht aus folgenden Komponenten: durchschnittliche Wochenarbeitszeit (Fertigung), Erstanträge auf Arbeitslosenhilfe, Auftragseingänge der Hersteller (Konsumgüter und Materialien), ISM-Auftragseingänge der Hersteller, Auftragseingänge der Hersteller (Investitionsgüter (Nicht-Rüstung) ohne Flugzeugbestellungen), Baugenehmigungen (neue private Wohnungseinheiten), Aktienkurse (500 Stammaktien), Leading Credit Index, Zinsspread (Satz von 10-jährigen Treasuries abzüglich US-Leitzins), durchschnittliche Erwartungen der Verbraucher zur Geschäftslage. Ein erhöhtes Rezessionsrisiko ist auszumachen, wenn der zugrunde liegende Indikator einem Niveau entspricht, das zu Beginn der letzten drei Rezessionen in den USA verzeichnet wurde, wie vom NBER festgestellt. Daten zum 6. September 2019.

Ein Blick auf die jüngsten Indikatoren zeigt, dass sich der Zustand der US-Wirtschaft in den vergangenen sechs Monaten auf breiter Basis deutlich abgeschwächt hat. Insgesamt gibt es jedoch noch keine Anzeichen für eine unmittelbar drohende Rezession.

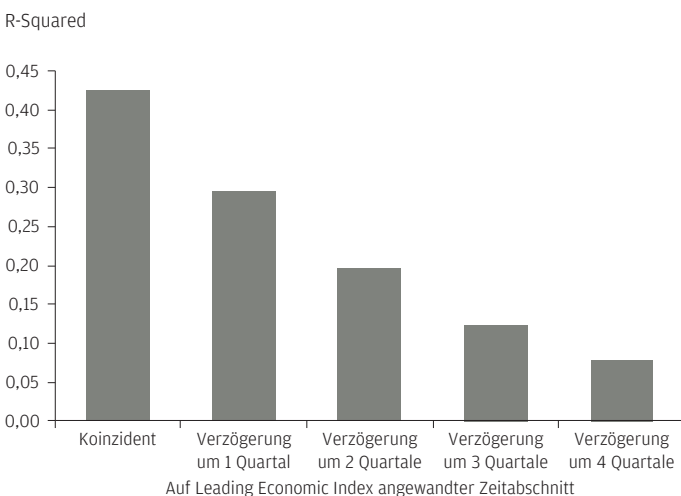
Die Wirtschaftsabkühlung war teilweise zu erwarten, da die Anreize, welche Steuersenkungen boten, allmählich nachließen. Allerdings wirkte sich auch der Handelskrieg aus, der dafür verantwortlich ist, dass die Unternehmen weniger zuversichtlich in die Zukunft blicken. Diese Ungewissheit belastet vor allem den vom Welthandel abhängigen Fertigungssektor, weshalb der Auftragseingangs-Indikator des Institute for Supply Management derzeit zu denjenigen zählt, die die größten Sorgen bereiten.

Ein Indikator, der sich in den letzten Monaten deutlich verbessert hat, ist der Leading Credit Index, ein aus sechs Komponenten bestehender Wert, der Aufschluss über das Kreditvergabeumfeld in den USA gibt. Diese Verbesserung hängt mit der zunehmend expansiven Haltung der US-Notenbank (Fed) zusammen, die ein günstiges Kreditumfeld für die Wirtschaft unterstützt.

Ein detaillierterer Gesundheitscheck kann helfen, Bereiche zu identifizieren, wo das Barometer ausschlägt

Mit diesen Indikatoren lässt sich die kurzfristige Dynamik gut analysieren. Mit Blick auf den Zeitraum über die nächsten sechs Monate hinaus nimmt jedoch die Aussagekraft einer jeden dieser Kennzahlen ab (Abbildung 4). Kein Wunder, dass sich Wirtschaftsexperten derart schwer tun, eine Rezession vorherzusehen.

ABBILDUNG 4: AUSSAGEKRAFT DES CONFERENCE BOARD LEADING ECONOMIC INDEX IM HINBLICK AUF DAS REALE BIP-WACHSTUM IN DEN USA ÜBER VERSCHIEDENE NACHGELAGERTE ZEITRÄUME



Quelle: BEA, Conference Board, Refinitiv Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Die Grafik gibt Aufschluss über die Ergebnisse einer linearen Regressionsanalyse für den Conference Board Leading Economic Index (LEI) (%-Änderung zum Vorquartal) im Vergleich zum realen US-BIP (%-Änderung zum Vorquartal) über verschiedene nachgelagerte Zeiträume für den LEI. Daten zum 6. September 2019.

In der Tat kann eine aktuell scheinbar rege Konjunkturlage die Keimzelle für künftige Probleme sein. Wenn sich Selbstzufriedenheit und überbordende Zuversicht in der Wirtschaft breitmachen, kann dies zu Exzessen führen, die sich später am Gesundheitszustand rächen. Exzesse erfordern häufig eine geldpolitische Reaktion, gewöhnlich in Form von höheren Zinsen, um die Wirtschaft zu zügeln und sie so vor einer Überhitzung zu schützen. Dieses Medikament der geldpolitischen Straffung geht jedoch oftmals mit unangenehmen Nebenwirkungen in Form einer Überkorrektur und Rezession einher.

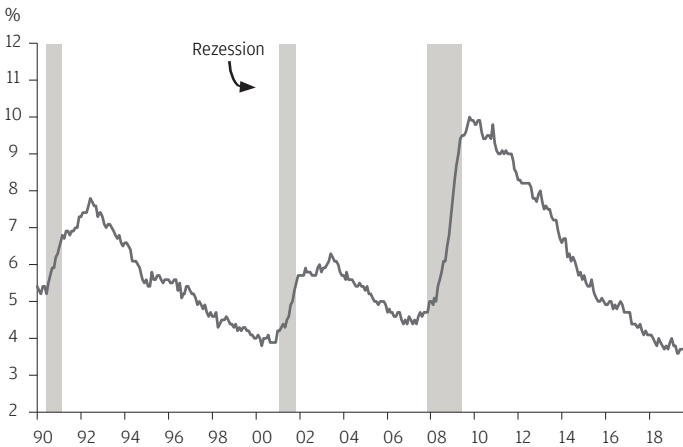
Um den Ausblick für die Wirtschaft besser zu verstehen, müssen wir einen genaueren Gesundheitscheck durchführen, um Bereiche zu identifizieren, wo das Barometer möglicherweise ausschlägt. Dies kommt einer Überprüfung des Blutdrucks oder des Cholesterinspiegels gleich: In beiden Fällen deutet ein hoher Wert noch nicht unbedingt auf ein dringendes Problem hin, könnte jedoch in der Zukunft für Komplikationen sorgen, auch wenn sich nicht genau sagen lässt wann.

Mit Blick auf die Kapazitätsauslastung lässt sich derzeit feststellen, dass sich die Arbeitslosigkeit nahe den 50-Jahres-Tiefs befindet. Die Lage am Arbeitsmarkt ist daher als „angespannt“ zu bezeichnen (Abbildung 5). Dies wirft Fragen bezüglich der Nachhaltigkeit des zukünftigen Wachstums bei den Unternehmen auf, die mehr Arbeitskräfte einstellen, während das Angebot an Arbeitskräften abnimmt. Ein Mangel an Arbeitskräften kann sich manchmal auch in einem galoppierenden Inflationsdruck niederschlagen. Obschon die rückläufige Arbeitslosigkeit zu einem allmählich stärkeren Lohnwachstum geführt hat, bestehen derzeit kaum Anzeichen für Ausschläge in diesem Bereich.

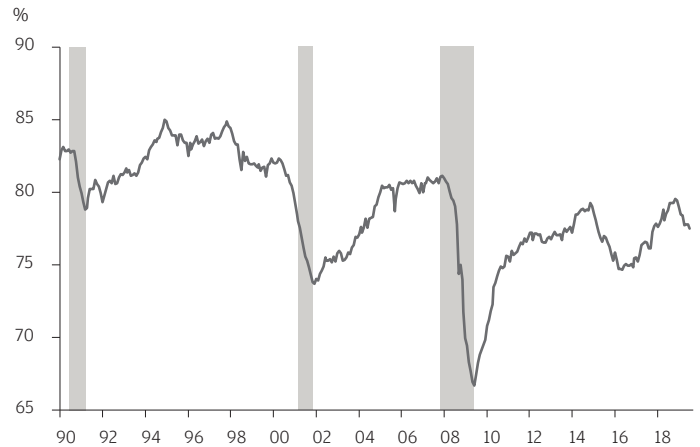
Die Kapazitätsauslastung (d. h. das Ausmaß, in dem die vorhandene Produktionskapazität genutzt wird) kann ebenfalls ein Indikator für einen zunehmenden Inflationsdruck sein. In den letzten beiden Rezessionen war diese Kennzahl erhöht, und die Fed erachtete es als notwendig, ihre Geldpolitik zu straffen, um eine Überhitzung der Konjunktur zu vermeiden. Höhere Zinsen sorgten schließlich dafür, dass die Internetblase im Jahr 2000 und die Immobilienblase im Vorfeld der globalen Finanzkrise platzten. In diesem Zyklus lassen sich kaum Anzeichen für eine Überhitzung erkennen. Die Kapazitätsauslastung liegt deutlich unter den Hochs für diesen und für vorherige Zyklen, und die Inflation bleibt derart moderat, dass die Fed unlängst ihre Geldpolitik sogar gelockert hat. Eine allzu restriktive Geldpolitik dürfte auf absehbare Zeit also kaum Anlass zur Sorge sein.

ABBILDUNG 5: US-ARBEITSLOSIGKEIT UND KAPAZITÄTSAUSLASTUNG

Arbeitslosenquote



Kapazitätsauslastung aller Branchen



Quelle: (Links) BLS, Refinitiv Datastream, J.P. Morgan Asset Management. (Rechts) US Federal Reserve, J.P. Morgan Asset Management. Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Daten zum 6. September 2019.

Ein weiterer Bereich mit potenziellen Ausschlägen sind Privathaushalte oder Unternehmen, die exzessive Ausgaben tätigen, die über das hinausgehen, was sie sich leisten können (**Abbildung 6**). Derzeit lassen die Verschuldung der Privathaushalte und deren Nettoersparnisse (verfügbares Nettoeinkommen abzüglich Konsumausgaben) jedoch keine Bedenken aufkommen. In der Tat ist die Finanzlage der Verbraucher wesentlich besser, als es vor den letzten beiden Rezessionen der Fall war. Da der Konsum rund 70 % des BIP in den USA ausmacht, stimmt uns dies zuversichtlich.

Die Finanzierungslücke von Unternehmen außerhalb des Finanzsektors (d. h. die Differenz zwischen Investitionsausgaben der Unternehmen und nicht ausgeschütteten Unternehmensgewinnen) lässt unterdessen nicht auf exzessive Unternehmensausgaben schließen, wie sie

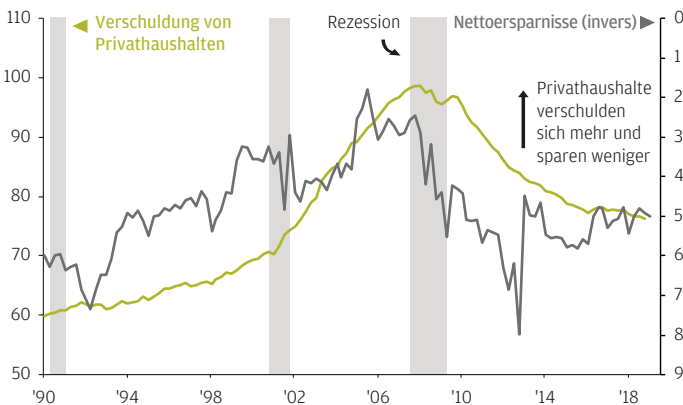
etwa in den beiden vorherigen Rezessionsphasen zu verzeichnen waren, als die Unternehmen bei ihren Investitionen über die Stränge schlugen. Derzeit scheint es nicht, als ob sich die Unternehmen bei den Investitionen übernehmen. Trotzdem sind ihre ausstehenden Schulden hoch und durchaus ein Bereich, den es zu beobachten gilt, vor allem wenn eine Abkühlung für höhere Refinanzierungskosten aufgrund gestiegener Kreditrisiken sorgt.

Ebenfalls für Aufmerksamkeit unter den Anlegern sorgt der inverse Verlauf der Zinsstrukturkurve. Während die Zinsstrukturkurve in den USA in der Vergangenheit vor einer Rezession durchaus einen inversen Verlauf einschlug, sind wir der Meinung, dass die quantitative Lockerung der globalen Zentralbanken die Aussagekraft der Zinsstrukturkurve geschwächt hat, da dadurch die längerfristigen Renditen

ABBILDUNG 6: VERSCHULDUNG VON PRIVATHAUSHALTEN UND UNTERNEHMEN (NICHT-FINANZEN)

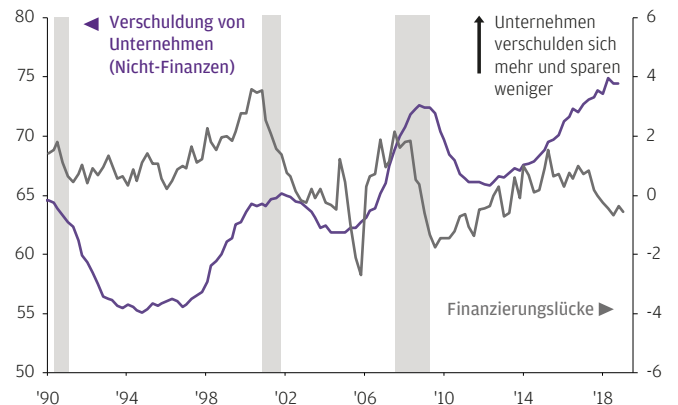
Verschuldung und Nettoersparnisse von Privathaushalten

% des BIP, r. S. invers



Verschuldung von Unternehmen (Nicht-Finanz) und Finanzierungslücke

% des BIP



Quelle: (Alle Grafiken) BEA, US Federal Reserve, Refinitiv Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Unter Nettoersparnisse der Privathaushalte versteht man die verfügbaren Nettoeinkommen abzüglich der Konsumausgaben. Unter Finanzierungslücke versteht man die Differenz zwischen Investitionsausgaben und Bruttoersparnissen abzüglich Nettovermögensübertragungen, ohne im Ausland erwirtschaftete und dort einbehaltene Gewinne. Die Daten zur Finanzierungslücke von Nicht-Finanzunternehmen wurden 2018 teilweise angepasst, um dem Tax Cuts and Jobs Act von 2017 Rechnung zu tragen. Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Daten zum 6. September 2019.

künstlich niedrig gehalten wurden (siehe unseren diesbezüglichen Artikel in der Reihe *Was bewegt die Anleger?*).² Angesichts der Unsicherheit über das Ausmaß dieses Effekts sollten wir uns nicht nur auf diese Kennzahl verlassen, sondern sie unter Berücksichtigung aller anderen Indikatoren betrachten.

Ergebnisse des Gesundheitschecks der USA

Unsere Indikatoren deuten darauf hin, dass eine Rezession derzeit keine unmittelbare Bedrohung darstellt. Allerdings hat die Wirtschaft in den letzten sechs Monaten an Dynamik eingebüßt und die Indikatoren haben sich allgemein verschlechtert.

Bei unseren auf Ausschläge verweisenden Indikatoren legt die Arbeitslosenrate nahe, dass wir uns in der Spätphase des Zyklus befinden, was künftig zu Gegenwind für das Wachstum führen kann. Ungewöhnlich ist jedoch, dass es keine Anzeichen für eine inflationäre Überhitzung gibt, wie dies in der Vergangenheit häufig in der Spätphase des Zyklus der Fall war, weshalb die Fed ihre Geldpolitik übermäßig straffte, was dann eine Rezession auslöste.

Insgesamt können wir, auch wenn politische Ereignisse eventuell zu einer weiteren Abkühlung führen, etwas Trost aus der starken Position der Haushaltsfinanzen schöpfen. Was die Unternehmen in den USA anbelangt, so scheint die hohe Schuldenlast derzeit kein Problem zu sein. Sollte eine schwächere Wirtschaftslage zu höheren Finanzierungskosten führen, dann dürfte die Nachhaltigkeit dieser Schuldenstände hinterfragt werden.

AUSWIRKUNGEN AUF DIE ANLAGESTRATEGIE

Angesichts einer Wirtschaft, die vor dem Hintergrund eines spätzyklischen Umfelds an Dynamik verliert, setzen wir uns weiterhin dafür ein, die Portfolios widerstandsfähiger zu machen. Dies erfordert ein neutraleres Gesamtengagement in Aktien und einen Schwerpunkt auf qualitativ hochwertigen Substanzwerten von großer Marktkapitalisierung, die sich in der Vergangenheit bei einer Konjunkturabkühlung als robuster erwiesen haben. Anleger, die sich über eine potenzielle Rezession in den USA Sorgen machen, könnten versucht sein, von den USA zu anderen Aktienmärkten zu wechseln. In Zeiten einer Rezession in den USA neigen jedoch die Aktienmärkte in allen Regionen zu Kursverlusten – bisweilen sogar mehr als US-Aktien. Aktienfonds, die dazu in der Lage sind, gegenüber dem Markt auf Nettobasis eine Long- oder Short-Position einzugehen, könnten in diesen ungewissen Zeiten ebenfalls lohnenswert sein.

Bei festverzinslichen Anlagen ist angesichts des erhöhten Schuldenniveaus im Unternehmenssektor möglicherweise eine Verlagerung auf qualitativ hochwertigere Anleihen sinnvoll. Unter den Staatsanleihen besteht ungeachtet der bereits deutlichen Zinsrückgänge bei US-Titeln weiterhin Spielraum für fallende Renditen. Sie könnten also nach wie vor helfen, Portfolios zu verankern. Außerdem sollten die Anleger in Erwägung ziehen, ein konventionelles Portfolio, das in Aktien und Anleihen investiert ist, durch eine Allokation in alternativen Investments zu ergänzen. Makro-Fonds können sich sowohl auf steigende als auch auf fallende Märkte ausrichten und investieren in volatilen Märkten dynamisch, während Immobilien und Infrastruktur, die in der Regel geringe Korrelationen zu den öffentlichen Märkten aufweisen, höhere Renditen aufweisen können, dafür aber auch weniger liquide sind.

² *Was bewegt die Anleger – Kündigt die Abflachung der Zinsstrukturkurve nahende Schwierigkeiten an?* Karen Ward & Jai Malhi, J.P. Morgan Asset Management, August 2019.

Das „Market Insights“ Programm bietet umfassende Informationen und Kommentare zu den globalen Märkten auf produktneutraler Basis. Das Programm analysiert die Auswirkungen der aktuellen Wirtschaftsdaten und veränderten Marktbedingungen, um Kunden einen besseren Einblick in die Märkte zu vermitteln und fundierte Anlageentscheidungen zu fördern. Für die Zwecke von MiFID II sind das J.P. Morgan Asset Management „Market Insights“ und „Portfolio Insights“ Programm eine Marketingkommunikation und fallen nicht unter MiFID II / MiFIR Anforderungen, die in Zusammenhang mit Research stehen. Darüber hinaus wurden das J.P. Morgan Asset Management „Market Insights“ und „Portfolio Insights“ Programm als nicht unabhängiges Research nicht in Übereinstimmung mit den gesetzlichen Anforderungen erstellt, die zur Förderung der Unabhängigkeit von Research dienen. Sie unterliegen auch keinem Handelsverbot vor der Verbreitung von Research.

Die in diesem Dokument geäußerten Meinungen stellen weder eine Beratung noch eine Empfehlung für den Kauf oder Verkauf von Anlageinstrumenten dar, noch sichert J.P. Morgan Asset Management oder eine seiner Tochtergesellschaften zu, sich an einer der in diesem Dokument erwähnten Transaktionen zu beteiligen. Sämtliche Prognosen, Zahlen, Einschätzungen oder Anlagetechniken und -strategien dienen nur Informationszwecken, basierend auf bestimmten Annahmen und aktuellen Marktbedingungen, und können jederzeit ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Alle in diesem Dokument gegebenen Informationen werden zum Zeitpunkt der Erstellung als korrekt erachtet. Jede Gewährleistung für ihre Richtigkeit und jede Haftung für Fehler oder Auslassungen wird jedoch abgelehnt. Zur Bewertung der Anlageaussichten bestimmter in diesem Dokument erwähnter Wertpapiere oder Produkte sollten Sie sich nicht auf dieses Dokument stützen. Darüber hinaus sollten Investoren eine unabhängige Beurteilung der rechtlichen, regulatorischen, steuerlichen, Kredit- und Buchhaltungsfragen anstellen und zusammen mit ihren professionellen Beratern bestimmen, ob eines der in diesem Dokument genannten Wertpapiere oder Produkte für ihre persönlichen Zwecke geeignet ist. Investoren sollten sicherstellen, dass sie vor einer Investition alle verfügbaren relevanten Informationen erhalten. Der Wert, Preis und die Rendite von Anlagen können Schwankungen unterliegen, die u. a. auf den jeweiligen Marktbedingungen und Steuerabkommen beruhen, und die Anleger erhalten das investierte Kapital unter Umständen nicht in vollem Umfang zurück.

Sowohl die historische Wertentwicklung als auch die historische Rendite sind unter Umständen kein verlässlicher Indikator für die aktuelle und zukünftige Wertentwicklung. J.P. Morgan Asset Management ist der Markenname für das Vermögensverwaltungsgeschäft von JPMorgan Chase & Co. und seiner verbundenen Unternehmen weltweit. Telefonanrufe bei J.P. Morgan Asset Management können aus rechtlichen Gründen sowie zu Schulungs- und Sicherheitszwecken aufgezeichnet werden. Soweit gesetzlich erlaubt, werden Informationen und Daten aus der Korrespondenz mit Ihnen in Übereinstimmung mit der EMEA-Datenschutzrichtlinie von J.P. Morgan Asset Management erfasst, gespeichert und verarbeitet. Die EMEA-Datenschutzrichtlinie finden Sie auf folgender Website: www.jpmorgan.com/emea-privacy-policy.

Herausgeber in Deutschland: JPMorgan Asset Management (Europe) S.à r.l., Frankfurt Branch, Taunustor 1, D-60310 Frankfurt.
Herausgeber in Österreich: JPMorgan Asset Management (Europe) S.à r.l., Austrian Branch, Führihgasse 8, A-1010 Wien.

Copyright 2019 JPMorgan Chase & Co. Alle Rechte vorbehalten.

LV-JPM51792 | 01/19 | 0903c02a826da38d