

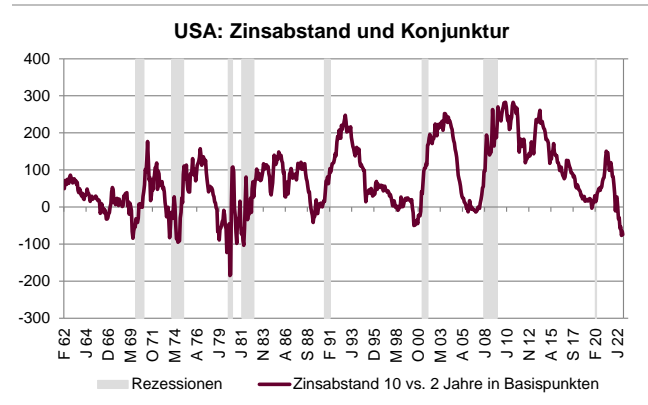
DAS WUNDER DER AUSBLEIBENDEN US-REZESSION

Über die Frage, ob die US-Wirtschaft auf eine Rezession zusteuert oder nicht, ist ein heftiger Streit entbrannt. Die Art und Weise, wie diese Diskussion geführt wird, erinnert an einen Glaubensstreit. Während die eine Seite auf die „Unfehlbarkeit“ der Zinsstruktur als Frühindikator einer Rezession verweist, glauben die Vertreter der Gegenthese an die Möglichkeit einer „unbefleckten Disinflation“. Die jüngsten volkswirtschaftlichen Daten sprechen für die zweite Sichtweise.

Seit mehr als 35 Jahren veröffentlicht das Wall Street Journal vierteljährlich den “Economic Forecasting Survey”, der die Prognosen von mehr als 70 Ökonomen aus Wissenschaft, Wirtschaft und Finanzwelt zusammenfasst. Abgefragt wird auch die **Wahrscheinlichkeit einer Rezession in den USA** in den nächsten zwölf Monaten. Mitte Januar lag der Median der Antworten bei 65 Prozent.

Grund für diesen Pessimismus, den auch namhafte Ökonomen wie Larry Summers oder Olivier Blanchard teilen, ist der starke Anstieg der Zinsen. Insbesondere die Tatsache, dass die langfristigen Zinsen so weit unter den kurzfristigen liegen wie seit über 40 Jahren nicht mehr, scheint ein klarer Hinweis für eine bevorstehende Rezession zu sein. Die so genannte **“Inversion” der Zinsstruktur** ging allen acht US-Rezessionen seit 1969 voraus und sendete - mit Ausnahme des Jahres 1966 - nie ein Fehlsignal. Die Zinsstruktur scheint bei der Prognose von US-Rezessionen so unfehlbar zu sein wie der Papst aus Sicht der katholischen Dogmatik.

Womit wir beim Thema wären, denn die Sprache der Ketzer, die diesen Glauben nicht teilen, klingt ebenfalls katholisch. Sie sprechen von einer “immaculate disinflation”, also einem **“unbefleckten” Rückgang der Inflationsraten**. Gemeint ist, dass die erfolgreiche Bekämpfung der zu hohen Preissteigerung durch die Notenbanken keine Kollateralschäden verursacht, also weder einen Anstieg der Arbeitslosigkeit noch eine Rezession zur Folge hat. Wann und von wem dieser Begriff geprägt wurde, kann man in einem [Bloomberg](#)-Artikel nachlesen. Der theologische Bezug ist die Gottesmutter Maria, die aufgrund ihrer “unbefleckten Empfängnis” (nicht zu verwechseln mit der jungfräulichen Geburt ihres Sohnes) frei von der Erbsünde war. Genau so scheint nun auch die US-amerikanische Zentralbank von der Sünde befreit zu sein, die Kontrolle über die Inflation verloren zu haben. Halleluja!



Aber eigentlich geht es nicht um Glaubenssätze, sondern darum, welche These durch die harten Fakten besser gestützt wird. Während die Historie die pessimistische Interpretation der Zinsstruktur unterstützt, **sprechen die aktuellen Daten für die optimistische Sicht**. Das sehen auch die Ökonomen von Goldman Sachs so, die ihre Schätzung für die Rezessionswahrscheinlichkeit in den USA gerade von 35 auf 25 Prozent gesenkt haben.

Die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen liegt bereits seit Juli letzten Jahres unter der zweijährigen, doch das **BIP-Wachstum in den USA** war seither nicht negativ. Annualisiert lag der Zuwachs im dritten Quartal 2022 bei 3,2 Prozent und im vierten Quartal bei 2,9 Prozent. Für das laufende Quartal liegen die Echtzeitschätzungen der Atlanta-Fed bei 2,4 Prozent. Nach der deutlichen Abschwächung im vergangenen Jahr hat sich der NAHB-Stimmungsindikator für den Immobilienmarkt im Februar zum zweiten Mal in Folge verbessert. Gleiches gilt für das Verbrauchervertrauen und die Einzelhandelsumsätze, die ihre Schwächephase überwunden haben. Allerdings befindet sich der ISM-Einkaufsmanagerindex für das Verarbeitende Gewerbe weiterhin auf Rezessionsniveau, während der ISM-Index für den Dienstleistungssektor nach einem kurzen Einbruch im Dezember wieder deutlich über der Rezessionsschwelle liegt. Der Internationale Währungsfonds hat jüngst seine Wachstumsprognose für

die USA auf 1,4 Prozent in 2023 angehoben. Für 2024 wird ein reales Plus von einem Prozent erwartet.

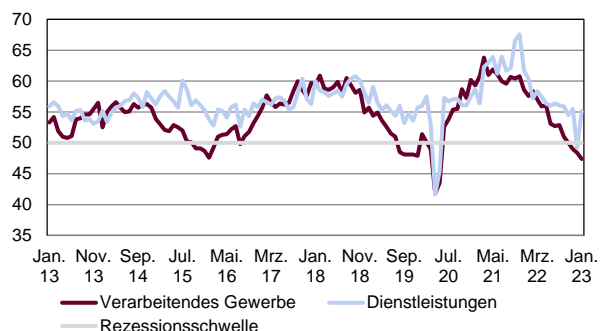
Gegen eine Rezession spricht auch weiterhin die Situation am **Arbeitsmarkt**. Die Arbeitslosenquote sank im Januar auf 3,4 Prozent, den niedrigsten Stand seit 1969. Gleichzeitig sind die Erstanträge auf Arbeitslosenunterstützung und die Entlassungen sehr niedrig. Die jüngste Entlassungswelle bei einigen Technologiekonzernen und Banken ist daher nicht repräsentativ für die Gesamtwirtschaft und wird wohl nicht zu einem Anstieg der Arbeitslosenquote führen.

Trotz des insgesamt starken Arbeitsmarkts lässt der **Lohndruck** langsam nach. Der Anstieg der durchschnittlichen Stundenlöhne verlangsamte sich auf 3,7 Prozent, wenn man die Monatsdaten auf das Jahr hochrechnet, und auf 4,6 Prozent, wenn man den Durchschnitt der letzten drei Monate zugrunde legt. Der von der Atlanta Fed berechnete Indikator für das Lohnwachstum ist seit August letzten Jahres rückläufig. In den Geschäftsberichten der US-Unternehmen für das vierte Quartal 2022 haben die Sorgen vor Engpässen am Arbeitsmarkt deutlich abgenommen.

Dementsprechend waren auch die Fortschritte bei der **Inflationsbekämpfung** in den letzten Monaten deutlich erkennbar. Die monatliche Veränderungsrate der Kerninflation der Verbraucherausgaben lag im vierten Quartal 2022 annualisiert bei knapp drei Prozent. Gegenüber den Höchstständen hat sie sich damit mehr als halbiert. Der US-Notenbank dürfte das Tempo des Rückgangs dennoch nicht ausreichen, so dass noch drei

weitere Zinserhöhungen um jeweils 25 Basispunkte bis zum Sommer wahrscheinlich sind.

Einkaufsmanagerindizes ISM



Die Fed selbst scheint inzwischen eine „unbefleckte Disinflation“ für möglich zu halten. Vielen Ökonomen fällt es dagegen schwer, an dieses Wunder zu glauben. Nicht nur die Zinsstruktur nährt die Zweifel, sondern auch die so genannte **Phillips-Kurve**, die zu den wenigen „ehernen Gesetzmäßigkeiten“ der Makroökonomie zählt. Ein Rückgang der Inflation ist demnach nur bei einem gleichzeitigen Anstieg der Arbeitslosigkeit möglich.

Es gibt jedoch kein ökonomisches Gesetz, das aus einer inversen Zinsstruktur eine Rezession ableiten könnte. Außerhalb der USA ist die Prognosekraft der Zinsstruktur zudem deutlich geringer. Ökonomische Zusammenhänge beruhen auf vielen Annahmen und können sich im Zeitablauf ändern. Sie sind keine physikalischen Naturgesetze. **Wenn sich der Trend der jüngsten US-Daten fortsetzt, werden sich daher einige Experten von so manchem Dogma verabschieden müssen, das sie heute noch mit aller Kraft gegen die Ketzer verteidigen.**

Ansprechpartner: Investment Office Marcard, Stein & Co, Dr. Christoph Kind (ckind@marcard.de), +49 40 32099-319, Christian Bußmann (cbussmann@marcard.de), Yannick Düring (yduering@marcard.de), Ralph Groß (rgross@marcard.de)

Herausgeber

MARCARD, STEIN & CO AG – DIE FAMILY OFFICE BANK, Ballindamm 36, 20095 Hamburg, Tel. +49 40 32099-0, Fax +49 40 32099-200, www.marcard.de

© Copyright 2023

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtes ist ohne unsere Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Haftungsausschluss

Dem Inhalt dieses Werks liegen vertrauenswürdige Informationen aus öffentlich zugänglichen Quellen zugrunde. Für die Richtigkeit können wir jedoch keine Gewähr übernehmen. Die hierin enthaltenen Aussagen können jederzeit ohne Vorankündigung geändert werden. Dieses Werk stellt weder ein Verkaufsangebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf von Wertpapieren dar und ersetzt keine anleger- und produktbezogene Beratung über den Erwerb von Wertpapieren. Voraussetzung für eine kunden- und produktgerechte Beratung ist, dass Sie uns auf unsere Fragen bezogen auf Ihre Anlageziele und finanziellen Verhältnisse aktuelle, richtige und vollständige Angaben machen. Nur so sind wir in der Lage, Ihnen Empfehlungen entsprechend Ihren Anlagezielen und finanziellen Möglichkeiten zu geben. Im Rahmen der Geeignetheitsprüfung gleichen wir unsere Empfehlungen mit Ihren Anlagezielen und finanziellen Möglichkeiten ab. Insbesondere die Risikobereitschaft, Verlusttragfähigkeit und der bevorzugte Anlagehorizont bilden essentielle Bausteine für eine erfolgreiche und individuell zugeschnittene Anlageberatung.

Die Ausführungen gehen von unserer Beurteilung der gegenwärtigen Rechts- und Steuerlage aus. Durch etwaige andere Gesetze, Gesetzesänderungen, Veränderung der Rechtsprechung oder Erlasse kann sich die steuerliche Beurteilung – ggfs. auch rückwirkend – verändern und können die beschriebenen steuerlichen Folgen nachteilig beeinflusst werden. Die in diesem Werk enthaltenen Meinungsäußerungen geben unsere aktuelle Einschätzung wieder. Die in dieser Einschätzung zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Die steuerlichen Ausführungen erheben nicht den Anspruch, sämtliche steuerliche Aspekte zu behandeln, die aufgrund der persönlichen Umstände des einzelnen Anlegers von Bedeutung sein können. Interessierten Anlegern wird daher empfohlen, sich von einem Angehörigen der steuerberatenden Berufe über die steuerlichen Folgen des Erwerbs, des Haltens und der Veräußerung von Wertpapieren beraten zu lassen. Für die Richtigkeit der hier genannten Informationen übernehmen wir keine Gewähr.