

12. März 2018

# Kapitalmarktbericht USA

## Nr. 2: Der Aufschwung geht in die Verlängerung

**KONJUNKTUR UND GELDPOLITIK:** Die US-Wirtschaft wuchs im 4. Quartal 2017 preisbereinigt um annualisiert 2,5 %. Die Konjunkturindikatoren deuten auf eine Fortsetzung der guten Wirtschaftslage hin. Der Internationale Währungsfonds rechnet aufgrund der US-Steuerreform sogar mit einer Beschleunigung des Wachstums im laufenden Jahr auf 2,7 %. Kritische Beobachter geben allerdings zu bedenken, dass es sich nur um ein Strohfeuer und weniger um einen dauerhaften Wachstumsimpuls handelt. Aufgrund der guten Konjunktur preist der Markt derzeit drei Leitzinserhöhungen um jeweils 25 Basispunkte im laufenden Jahr ein.

**RENTENMARKT:** Die Zinsstrukturkurve verschob sich in den ersten zwei Monaten des Jahres nach oben. Die Rendite von Staatsanleihen mit 2-jähriger Restlaufzeit stieg um etwa 36 Basispunkte. Papiere mit 10-jähriger Laufzeit rentieren derzeit 45 Basispunkte höher als noch zu Jahresbeginn 2018. Die erwarteten Leitzinsanhebungen und das aufgrund der Steuerreform zukünftig wahrscheinlich größer ausfallende Angebot an Staatstiteln untermauern den Renditeanstieg, wobei kurzfristig auch eine technische Gegenbewegung möglich erscheint.

**AKTIENMARKT:** Die Aktienmärkte erlebten in der ersten Februarhälfte eine deutliche Korrektur. In der Folgezeit erholten sich die Kurse jedoch wieder. Wichtige Indizes wie der S&P 500 oder der Dow Jones haben ihre Stände vom Jahresanfang bereits wieder übertroffen, nicht jedoch ihre Höchststände vom Januar. Die Technologiebörse NASDAQ erreichte dagegen zuletzt sogar ein neues Allzeithoch.

- Dr. Torsten Gruber
- Thorsten Proettel
- Bernhard Spitz

## Konjunktur und Geldpolitik

Die US-Wirtschaft wuchs im 4. Quartal 2017 preisbereinigt um annualisiert 2,5 %. Zu diesem Anstieg trugen fast alle Sektoren bei. Der Konsum der privaten Haushalte stieg um annualisiert 3,8 % an und die Investitionen legten in der Summe um 3,5 % zu. Etwas schwächer entwickelten sich die Staatsausgaben, die um 2,9 % anstiegen. Zu diesem Plus trugen insbesondere die Rüstungsausgaben bei, die um annualisiert 5,9 % höher als im Vorquartal ausfielen. Etwas gedrückt wurde das Wachstumstempo vor allem durch einen negativen Außenbeitrag. Zwar nahmen die Exporte der US-Wirtschaft deutlich zu. Das Plus betrug annualisiert 7,1 %. Auf der anderen Seite wuchsen die Importe der USA mit 14 % aber fast doppelt so stark.

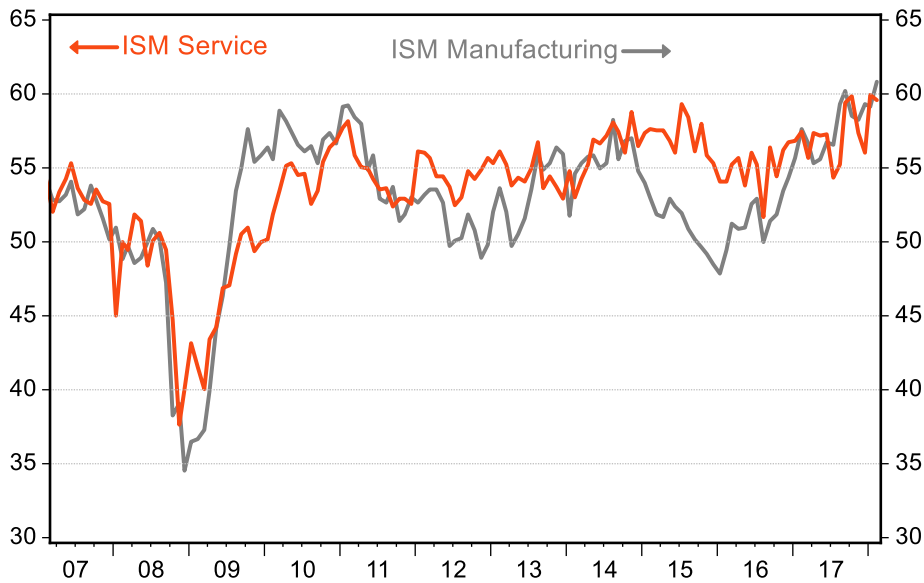
*US-BIP wuchs im 4. Quartal um 2,5 %.*

Das Handelsbilanzdefizit der USA weitete sich vor diesem Hintergrund deutlich aus. Während die Vereinigten Staaten im 3. Quartal durchschnittlich für 45,1 Mrd. USD mehr Güter pro Monat importierten als sie ausführten, stieg dieser Wert im 4. Quartal auf durchschnittlich 51,3 Mrd. USD an. Der jüngste Wert für Januar 2018 dokumentiert eine Fortsetzung des Trends: Das Handelsbilanzdefizit betrug im ersten Monat des Jahres 56,6 Mrd. USD. Diese Zahlen dürften US-Präsident Donald Trump in seiner Haltung bestärken, die heimische Wirtschaft durch Zölle schützen zu müssen. Am 8. März verfügte er die Erhebung von Schutzzöllen auf Aluminiumimporte (10 %) und Stahlimporte (25 %). Nicht übersehen werden sollte allerdings, dass die Ausweitung des Handelsbilanzdefizits eine direkte Folge der Trump'schen Steuerpolitik sein dürfte. Der „Tax Cuts and Jobs Act of 2017“ des Präsidenten erhöht gemäß einer Einschätzung des Internationalen Währungsfonds (IWF) die Ausgabenneigung der Amerikaner und damit auch die Importe. Im weiteren Jahresverlauf 2018 sei deshalb mit einer Zunahme des Außenhandelsdefizites zu rechnen.

*Handelsbilanzdefizit der USA weitet sich aus.*

Unabhängig hiervon deuten verschiedene Indikatoren eine Fortsetzung der guten Entwicklung der US-amerikanischen Wirtschaft in den kommenden Monaten an. Die Einkaufsmanagerindizes des Institute for Supply Management (ISM) befinden sich auf dem höchsten Stand der letzten Jahre beziehungsweise in deren unmittelbaren Nähe (siehe Chart).

USA: Stimmung im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungsbereich



Quelle: Institute for Supply Management/Haver Analytics

Der ISM-Index für den Dienstleistungsbereich kletterte im Januar auf 59,9 Punkte und ermäßigte sich im Februar nur geringfügig auf 59,5 Punkte. Sein Pendant für das verarbeitende Gewerbe erzielte im Januar 59,1 Punkte. Im Februar erreichte er dann einen Spitzenwert in Höhe von 60,8 Punkte. Dies ist der höchste Stand seit Mai 2004. Vor allem der Vergleich mit der jüngeren Vergangenheit belegt, wie gut die befragten Einkaufsmanager die Geschäftslage beurteilen. Um den Jahreswechsel 2015/16 bewegte sich der Index für das verarbeitende Gewerbe noch um die Marke von 50 Punkten, die ungefähr den langjährigen Durchschnitt darstellt. Seitdem verbesserte sich der Wert unter Schwankungen deutlich.

*Die Einkaufsmanagerindizes befinden sich im Bereich mehrjähriger Höchststände.*

Die Auftragseingänge der US-Industrie betrugen im Januar 240 Mrd. USD. Dies ist zwar ein Rückgang um 1,4 % gegenüber dem sehr guten Vormonatswert. Insgesamt bleibt der Aufwärtstrend jedoch intakt. Im Vergleich zum Januar 2017 waren die Auftragseingänge im ersten Monat dieses Jahres nämlich um knapp 7 % höher. Die Kapazitätsauslastung der Industrie bewegte sich in ähnlichen Bahnen. Mit 77,7 % erreichte sich im Dezember den höchsten Wert seit Anfang 2015. Der Januar brachte dann einen leichten Rückgang um 0,2 Prozentpunkte. Im Gegensatz zu den Auftragseingängen und der Kapazitätsauslastung liegt im Fall des Index der Philadelphia Fed bereits ein Februarwert vor. Er deutet eine Verbesserung der Lage im zweiten Monat des Jahres an. Das Stimmungsbarometer für die Wirtschaft in dem Geschäftsbereich der regionalen Notenbank ist auf aktuell 25,8 Punkte nach 22,2 Punkten im Januar angestiegen.

*Industrienauftragseingänge im Januar etwas rückläufig...*

*...aber Philadelphia Fed-Index im Februar wieder höher.*

Die Stimmung unter den Privathaushalten steht der Lage in der Industrie in nichts nach. Der von der Universität Michigan erhobene Index über das Verbrauchervertrauen erreichte im Februar einen Stand von 99,7 Punkten. Abgesehen von einem einzelnen noch höheren Wert im Oktober 2017 (100,7 Punkte) befindet sich der Index damit auf einem Mehrjahreshoch. Ein maßgeblicher Grund hierfür dürfte die vorteilhafte Entwicklung der Beschäftigung sein. Die Arbeitslosenquote fiel zwar im Februar nicht wie erwartet auf 4,0 %. Der aktuelle und bereits seit Oktober 2017 erreichte Stand in Höhe von 4,1 % bedeutet gleichwohl, dass die Arbeitslosigkeit noch niedriger ist als auf dem Zenit

*Verbrauchervertrauen hoch, Arbeitslosenquote niedrig, Löhne steigen.*

des letzten Konjunkturzyklus 2006/07. Damals erreichte sie mit 4,4 % ihren Tiefstand. Im Einklang mit diesen Daten hat sich der Anstieg der durchschnittlichen Stundenlöhne zuletzt weiter beschleunigt. Im Februar wurde eine Erhöhung um 2,6 % gegenüber dem Vorjahresmonat gemessen.

Eine Gefahr für die Konjunktur droht derzeit weniger aus der Wirtschaft selbst, sondern aus der politischen Sphäre. Der Wunsch von Donald Trump, die heimischen Stahl- und Aluminiumhersteller mit Zöllen zu schützen, wurde bereits vor der Umsetzung in den deutschen Medien unter dem Schlagwort Handelskrieg dramatisch überhöht. Auf der einen Seite bedeuten die in zwei Wochen in Kraft tretenden Einfuhrabgaben in Höhe von 10 % für Aluminium und in Höhe von 25 % für Stahl durchaus eine Einschränkung des freien Handels mit den USA. Allerdings wird übersehen, dass der Aluminium- und Stahlhandel in den Wirtschaftsbeziehungen zwischen der EU und den USA nur eine untergeordnete Rolle spielt. Außerdem erhebt die EU selbst bereits seit geraumer Zeit Zölle auf chinesischen Dumpingstahl. Wie die Wirtschaftsvereinigung Stahl aus Düsseldorf meldete, beschloss die EU-Kommission zuletzt am 8. Februar für die Dauer von fünf Jahren Zölle zwischen 17,2 % und 29,9 % auf korrosionsbeständigen Stahl aus China.

Im Gegensatz zu den US-Zöllen richten sich die europäischen Einfuhrabgaben gegen bestimmte Hersteller. Die Einschränkungen sollen demnach zielgerichtet wirken. Ob diese an die minimalinvasive Chirurgie erinnernde Methode auch im Wirtschaftsleben präzise Eingriffe ermöglicht, steht jedoch auf einem anderen Blatt. Die betroffenen Unternehmen können die Beschränkungen je nach Produkt relativ einfach durch einen Zwischenhandel über Drittstaaten umgehen. Außerdem masst sich die EU-Kommission an, exakt wissen und berechnen zu können, welche Hersteller zu Dumpingpreisen verkaufen und welche nicht. Die einheitlichen Zölle der Trump-Regierung sind insofern ehrlicher, da grundsätzlich gleiches Recht für alle gilt. Zu den bisher bestimmten Ausnahmen zählen Kanada und Mexiko als Partnerländer der USA innerhalb der Nordamerikanischen Freihandelszone (Nafta). Außerdem hat Donald Trump Australien in Aussicht gestellt, von den Zöllen ausgenommen zu werden. Er lud auch alle anderen Staaten zu Einzelfallverhandlungen ein. Wenn sie nachweisen können, zur nationalen Sicherheit der USA beizutragen, dann würden sie Zollnachlässe erhalten. Vor diesem Hintergrund sind demnächst Gespräche mit der EU und mit Japan geplant.

Bevor diese Gespräche geplant waren, drohte die EU-Kommission den USA mit der Einschaltung der Welthandelsorganisation (WTO) und mit der Erhebung von Strafzöllen. Medienberichten zufolge wurden bereits Listen mit betroffenen Produkten angefertigt, die insbesondere in Wahlkreisen von republikanische Kongressabgeordneten hergestellt werden. Donald Trump drohte daraufhin, Zölle auf europäische Kraftfahrzeuge zu erheben. Die eigentliche Gefahr für die Konjunktur lauert deshalb weniger in den erhobenen Zöllen auf Stahl und Aluminium, sondern in einem gegenseitigen Aufschaukeln durch immer schwerwiegendere zollpolitische Vergeltungsschläge.

**Die USA befinden sich derzeit in einer sehr guten Konjunkturlage und sowohl die „harten“ Konjunkturindikatoren wie auch die „weichen“ Stimmungsbarometer deuten auf eine Verlängerung dieser vorteilhaften Situation hin. Der IWF vertritt in der jüngsten Überarbeitung seines Wirtschaftsausblicks die Ansicht, dass die US-Steuerreform einen**

*Der Zollstreit könnte bei einer Eskalation zu einer Belastung werden.*

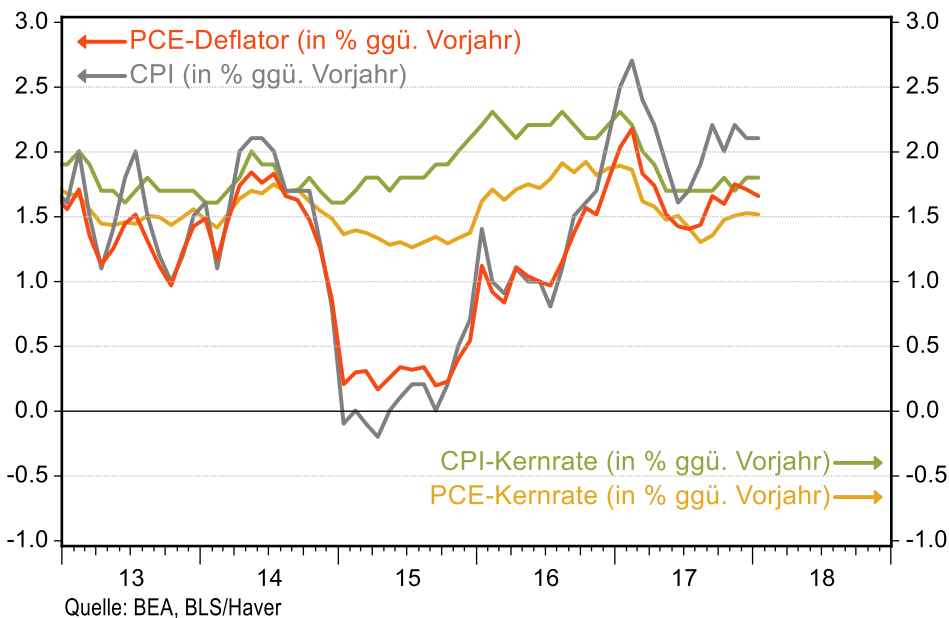
*IWF rechnet mit Wachstumsbeschleunigung.*

**zusätzlichen Wachstumsimpuls auslöst, der bis 2020 kumuliert das BIP um 1,2 % ansteigen lassen dürfte. Die Volkswirte des Währungsfonds erhöhten ihre BIP-Prognose für 2018 deshalb von 2,3 % auf 2,7 % und für 2019 von 1,9 % auf 2,5 %. Insofern ist im laufenden Jahr mit einer leichten Beschleunigung des Wachstums zu rechnen. Auf der anderen Seite erreicht die US-Wirtschaft immer mehr einen Stand, von dem aus kaum weitere Verbesserungen möglich sind und somit das Potenzial für Enttäuschungen zunimmt. Derzeit kaum absehbar ist die zukünftige Handelspolitik der USA und die Auswirkungen des darauf aufbauenden Konflikts innerhalb der Nafta sowie mit den anderen großen Wirtschaftsräumen.**

Die Verbraucherpreisinflation bewegt sich bereits seit letztem Herbst in der engen Bandbreite zwischen 2,0 % und 2,2 %. Zum Zeitpunkt der jüngsten Erhebung im Januar stellten die Statistiker einen Anstieg des Konsumentenpreisindex (CPI) um 2,1 % gegenüber dem Vorjahresmonat fest. Die Kernrate der Inflation ohne die volatilen Preise für Energie und Lebensmittel fällt weiterhin etwas niedriger aus. Sie erreichte im Januar 1,8 %. Die gute Konjunktur in den USA hat demnach noch nicht zu einem für Boomphasen typischen Überschießen der Inflationsraten nach oben geführt. Auch die in der Argumentation der US-Notenbank häufig verwendeten Deflatoren für den persönlichen Verbrauch präsentieren sich kaum verändert. Der PCE-Deflator lag im Januar wie auch bereits im November und im Dezember um 1,7 % über den jeweiligen Vorjahresmonaten. Ein leichter Rückgang zeigt sich nur in der zweiten Nachkommastelle. Und die PCE-Kernrate bewegt sich seit Oktober 2017 im Bereich von 1,5 %.

*Verbraucherpreisinflation im Bereich von 2 %.*

USA: Inflationsmaße



Angesichts des aktuellen Inflationsniveaus bestehen für die Fed durchaus gewisse Gestaltungsspielräume hinsichtlich der zukünftigen Leitzinsentwicklung. Die Preissteigerungen sind so hoch, dass Deflationsängste derzeit keine Rolle spielen sollten. Hierfür sorgt auch die gute Konjunktur. Auf der anderen Seite befinden sich die Wachstumsraten der Preisindizes in der Nähe des vom

*Geldpolitik befindet sich in komfortabler Situation.*

damaligen Fed-Chef Ben Bernanke im Januar 2012 ausgerufenen Inflationsziels von 2 %. Unmittelbarer Handlungsdruck für Leitzinsanhebungen zur Einhegung der Inflation besteht insofern nicht.

Für Leitzinserhöhungen sprechen unabhängig von der komfortablen Inflationssituation mehrere Argumente: Die USA haben wie gezeigt quasi Vollbeschäftigung erreicht. Damit entfällt die Notwendigkeit, die Wirtschaft durch eine lockere Geldpolitik zu stimulieren. Das Streben nach einer hohen Beschäftigung ist im Gegensatz zu anderen Notenbanken als Auftrag der Fed gesetzlich festgeschrieben. Der Weg ist also frei für eine die Normalisierung der Geldpolitik. Außerdem ist es sicherlich kein Fehler, vor einem zukünftigen Abschwung den Leitzins wieder auf ein Niveau geschleust zu haben, von dem aus Absenkungen mit stimulierender Wirkung möglich sind.

Vor einigen Wochen stand noch die Frage im Raum, ob zwei oder drei Zinsschritte erfolgen. Angesichts der sehr guten Konjunkturlage wird derzeit eher diskutiert, ob es nicht auch vier Schritte sein könnten. Die Kurse der Fed Fund Futures zeigen jedenfalls, dass der Markt derzeit von exakt drei Zinsschritten bis zum Jahresende ausgeht.

Von den Märkten kaum thematisiert wurde der Wechsel an der Spitze des Federal Reserve Systems. Am 5. Februar übernahm Jerome Powell das Amt des Fed-Präsidenten von Janet Yellen. Der studierte Jurist arbeitete bei verschiedenen Investmentbanken, ist aber im Gegensatz zu seiner Vorgängerin und zu Ben Bernanke kein arrivierter Volkswirt. Der Gleichmut, mit der diese Personalie aufgenommen wurde, erklärt sich durch den Pragmatismus Powells. Es wird erwartet, dass er den geldpolitischen Kurs von Yellen unverändert fortsetzen wird.

Der nächste Sitzung der Fed findet vom 20. bis zum 21. März statt. Die relative aber knappe Mehrheit von sechs Mitgliedern des Offenmarktausschusses rechnet derzeit mit einem Leitzins in Höhe von 2,125 % zum Jahresende. Dies impliziert ausgehend vom aktuellen Niveau drei Anhebungen der oberen Grenze des Zielbandes für die Federal Funds Target Rate um 25 Basispunkte. Vier Mitglieder rechnen mit einem höheren Stand und sechs Mitglieder gehen von diversen niedrigeren Ständen aus.

**Die gute konjunkturelle Entwicklung und die niedrige Arbeitslosenquote geben der Fed Rückenwind für Leitzinsanhebungen. Angesichts der moderaten Inflation sind in diesem Jahr aber nicht drei Zinsschritte zwingend, sondern auch nur zwei könnten von dem Offenmarktausschuss als ausreichend angesehen werden. Unabhängig hiervon befindet sich die Fed weiter in einem Zinserhöhungszyklus.**

## Rentenmarkt

Zu Beginn des Jahres 2018 setzte sich der Renditeanstieg am US-amerikanischen Rentenmarkt fort. 10-jährige Treasuries rentierten Ende Dezember 2017 noch bei 2,41 % und erreichten in der zweiten Februarhälfte mit 2,95 % den höchsten Wert seit 2013. Zuletzt stiegen die Anleihekurse jedoch etwas, so dass die Renditen spiegelbildlich geringfügig nachgaben (siehe Chart).

*Am Terminmarkt sind drei Zinsanhebungen eingepreist.*

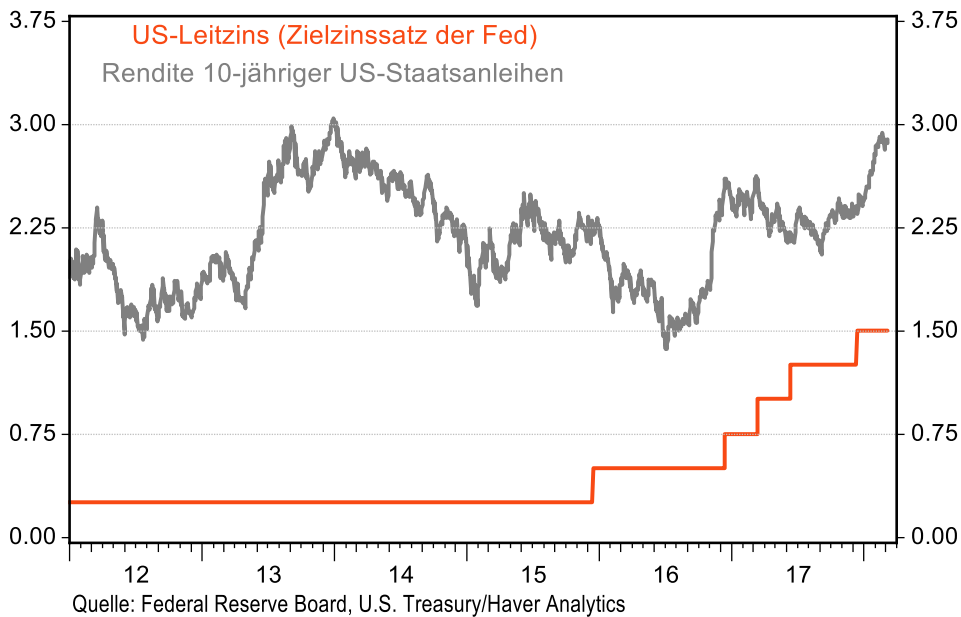
*Jerome Powell neuer Fed-Chef.*

*Zinsanhebung voraussichtlich im März.*

*Rendite 10-jähriger Treasuries deutlich angestiegen.*



## USA: Leitzinsen und Rentenmarkt



Der zu beobachtende Anstieg der Renditen, der bereits Ende letzten Jahres einsetzte, ist einerseits das Resultat der weiterhin sehr günstigen Konjunktur und der bereits absehbaren Leitzinserhöhungen. Andererseits dürfte er zu einem gewissen Anteil auch auf das Konto der Bilanzverkürzung durch die US-Fed zurückgehen. Im Oktober 2017 begann die Notenbank damit, ihr Anleiheportfolio abzubauen. Es war im Zuge der unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen zwischen Dezember 2008 und Oktober 2014 um rund 3,5 Billionen USD angestiegen. Der Abbau des Bestandes erfolgt nun schrittweise, indem nicht mehr alle fälligen Wertpapiere reinvestiert werden. Von Oktober bis Dezember 2017 wurde das Portfolio um monatlich 10 Mrd. USD reduziert, wobei hiervon 6 Mrd. USD auf US-Staatsanleihen und 4 Mrd. USD auf Hypothekendarlehen entfielen. Ab Januar dieses Jahres verdoppelte die Fed ihr Pensum, so dass der Abbau aktuell 20 Mrd. USD pro Monat beträgt. Weitere Steigerungen des Sollwertes um jeweils 10 Mrd. USD sind für den Beginn des zweiten, dritten und vierten Quartals eingeplant, so dass die Bilanzsumme der Fed ab Oktober 2018 um monatlich 50 Mrd. USD abnehmen wird. Zur Einordnung dieser Summe sei angemerkt, dass die Notenbank im Rahmen ihres „QE III“-Programms ab Ende 2012 für 85 Mrd. USD pro Monat Staatsanleihen und Hypothekendarlehen erwarb.

*Bilanzverkürzung umfasst ab Oktober 2018 monatlich 50 Mrd. USD.*

Der Anstieg der Anleiherenditen könnte über diese Faktoren hinaus von der US-Steuerreform beeinflusst gewesen sein. Der zukünftig zu erwartende beschleunigte Anstieg der Staatsverschuldung wird voraussichtlich zu einem erhöhten Angebot an Treasuries führen, woraus unter sonst gleichen Umständen höhere Renditen resultieren dürften.

**Die Verschiebung der Zinsstrukturkurve nach oben setzte sich seit Jahresanfang fort. Im Bereich von Papieren mit einer Restlaufzeit von etwa sieben bis zehn Jahre betrug der Renditeanstieg ungefähr 45 Basispunkte. Bei kürzeren Laufzeiten wie beispielsweise 2-jährigen Titeln blieb er mit 36 Basispunkten geringer. Hieraus resultiert eine Zunahme der Steilheit der Zinsstrukturkurve am linken Ende bis etwa sieben Jahre. Im historischen Vergleich präsentiert sich die Kurve jedoch relativ flach. Die Differenz zwischen**

**10-jährigen Treasuries und Anleihen mit 2-jähriger Restlaufzeit beträgt derzeit lediglich 62 Basispunkte.**

## Aktienmarkt

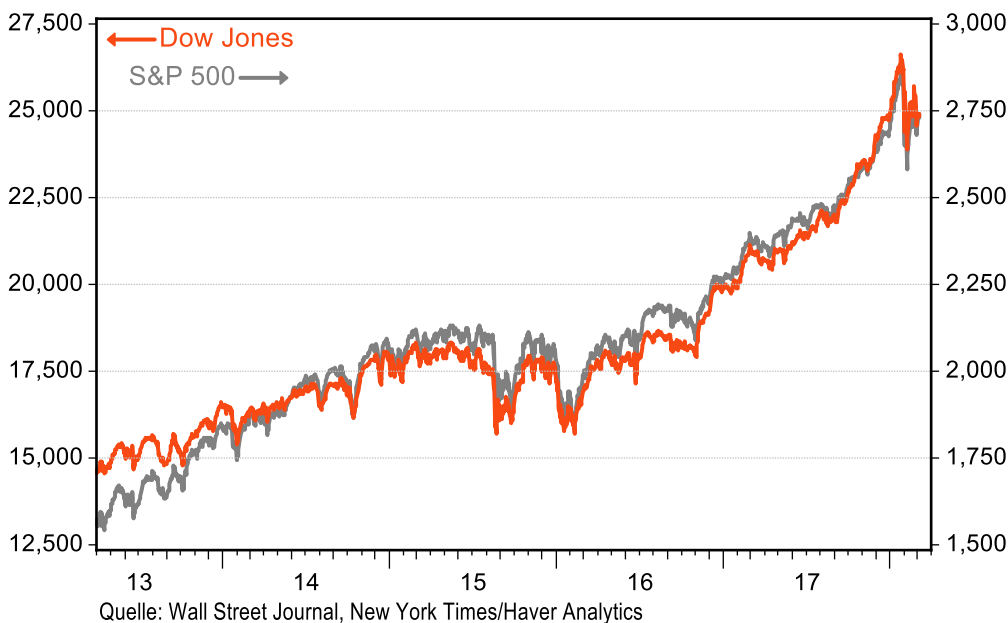
Der US-amerikanische Aktienmarkt begann das Jahr 2018 zunächst mit einer Beschleunigung des schon seit längerer Zeit bestehenden Aufwärtstrends. Bis zum 26. Januar gewann der S&P 500-Index 7,5 % hinzu und erreichte mit knapp 2.873 Punkten ein neues Allzeithoch. Einer seitdem etwas schwächeren Tendenz folgte ein sogenannter Flash-Crash am 5. Februar, also eine mutmaßlich durch Handelsalgorithmen, Trendfolgesystemen und Stopp loss-Orders ausgelöste beziehungsweise verstärkte Verkaufswelle. Nach einer kurzen Zwischenerholung fiel der Index am 9. Februar im Handelsverlauf auf 2.533 Punkte. Gemessen am Jahresschlusswert 2017 bedeutete dies ein Minus von 5,3 % und im Vergleich zum Höchststand sogar einen Verlust von annähernd 12 %.

*Deutlicher Einbruch Anfang Februar...*

Der deutliche Rückgang der Aktienkurse an der US-amerikanischen Leitbörse führte weltweit zu Verlusten. In den letzten Tagen überwogen jedoch die Pluszeichen und der S&P 500 machte bislang einen großen Teil des Rückschlages wieder wett. Mit aktuell rund 2.740 Punkten steht der Index 2,5 % über seinem Stand von Ende Dezember. Im Chartbild kann die Entwicklung der letzten zwei Monate deshalb zunächst als ein Überschießen der Kurse nach oben und als eine anschließende Übertreibung nach unten interpretiert werden. Der grundsätzliche Aufwärtstrend am US-Aktienmarkt ist hingegen weiterhin intakt (siehe Chart).

*...wurde zügig aufgeholt.*

USA: Aktienmarkt



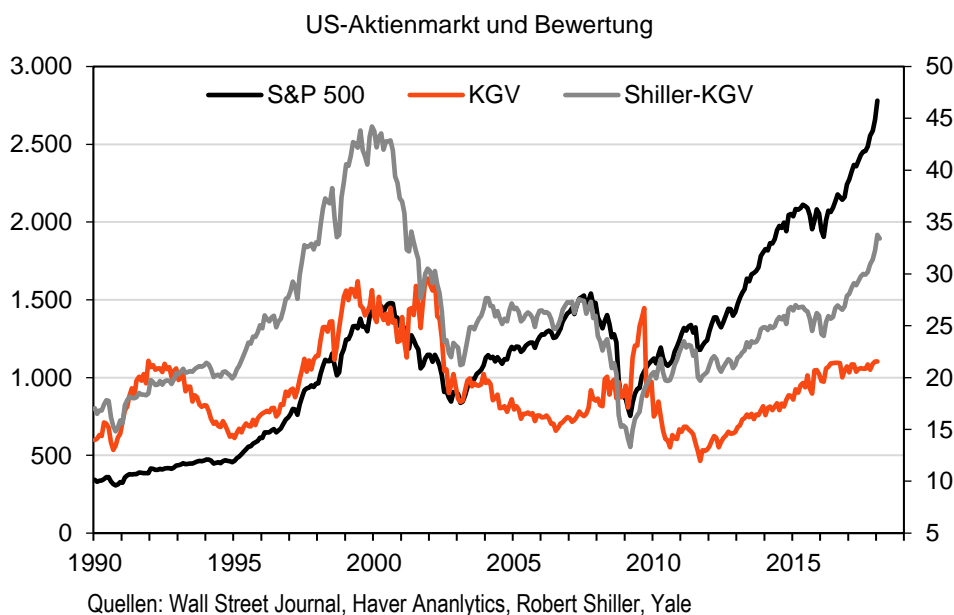
In Marktberichten und Analysteneinschätzungen wird häufig die hohe Bewertung des US-Aktienmarktes erwähnt. Es ließe sich jedoch kontrovers diskutieren, ob dies wirklich der Fall ist. Der S&P 500-Index weist derzeit ein Kurs/Gewinn-Verhältnis (KGV) von ungefähr 22 auf. Gemäß der bei Bloomberg hinterlegten Historie errechnet sich für die Zeit seit 1990 ein Durchschnittswert für das KGV in Höhe von 19. Der aktuelle Stand bedeutet somit nur eine vergleichsweise leichte

*Sind US-Aktien wirklich hoch bewertet?*



Abweichung nach oben. Er dokumentiert jedoch keine signifikante Überbewertung. Zumindest in Relation zu US-amerikanischen Staatsanleihen sind Aktien weiterhin günstig: Das Renten-KGV für 10jährige Treasurys beträgt bei einer Rendite von 2,9 % derzeit 34.

Für die Sichtweise von derzeit nicht besonders teuren Aktien spricht, dass die Bewertung in den letzten zwei Jahren nicht angestiegen ist. Das KGV für den S&P 500-Index bewegt sich trotz deutlich höherer Kurse bereits seit Ende 2015 im Bereich von 20 bis 22 (siehe Chart). Der Grund hierfür ist, dass die Gewinne der Unternehmen prozentual ebenso stark angestiegen sind wie die Aktienkurse.



An dieser Stelle kann eingewendet werden, dass die hohen gegenwärtigen und demnächst erwarteten Gewinne der Unternehmen nur eine Momentaufnahme im Konjunkturzyklus darstellen. Gemessen an der geringeren Profitabilität in einem Abschwung beziehungsweise im Vergleich zu einem durchschnittlichen Jahr ergäbe sich ein sehr viel höheres KGV. Das so genannte zyklusadjustierte KGV (Cyclically adjusted price-to-earnings ratio, CAPE-ratio) berücksichtigt diesen Umstand. Zu seiner Berechnung wird neben dem aktuellen Kurs üblicherweise der Mittelwert der Unternehmensgewinne der vergangenen zehn Jahre herangezogen. Dieses auch nach seinem Erfinder, dem Nobelpreisträger Robert Shiller, benannte KGV steht momentan bei etwa 34. Höhere Werte wurden nur um das Jahr 2000 im Umfeld der New Economy-Aktienblase erreicht. Selbst Ende der 1920er Jahre vor dem Platzen der damaligen Blase lag das Shiller-KGV niedriger. Insofern kann der aktuelle Stand aus dieser Perspektive durchaus als Warnung verstanden werden.

Ein etwas differenzierter Blick ergibt sich bei der Betrachtung von Einzelwerten, deren KGVs zum Teil erheblich von dem Mittelwert für den Index abweichen. Diverse gut etablierte Unternehmen aus dem S&P 500 sind mit KGVs zwischen 12 und 14 nicht wirklich teuer. Eine gewisse Vorsicht ist angebracht, wenn heute bereits ein längerfristiges Schrumpfen der Gewinnbasis von aktuell noch profitablen Betrieben abgesehen werden kann. Vermutlich ist diese Überlegung ausschlaggebend für die bemerkenswert niedrigen Aktienkurse der Kraftfahrzeugh-

steller. Die US-Autoproduzenten kommen laut Bloomberg derzeit auf KGVs im Bereich von etwa 6 bei Dividendenrenditen zwischen 4,0 % und 5,7 %. Es scheint so, als hätten die Anleger massive Verluste von Marktanteilen dieser traditionellen Konzerne an jüngere Wettbewerber mit alternativen Antriebsarten bereits umfassend eingepreist.

Umgekehrt rechtfertigt ein hohes Gewinnwachstum auch höhere Kurse. Es kommt jedoch auf das richtige Maß zwischen zugebilligter Bewertung und Gewinnsteigerungen an. Dieses lässt sich mit dem Price-earnings to growth-Ratio messen. Hierbei wird das KGV durch die Gewinnsteigerungen geteilt. Ist der Quotient kleiner als 1, dann gilt die Aktie als unterbewertet und umgekehrt. Das Ergebnis fällt bei den großen Internetwerten im S&P 500-Index sehr unterschiedlich aus. Beispielsweise kommt der Betreiber einer bekannten Internet-Suchmaschine auf ein PEG-Ratio von 1,6. Für ein weltweit agierendes Social Media-Netzwerk ergibt sich dagegen ein PEG-Ratio von lediglich 0,6.

In der Summe bleibt festzuhalten, dass sich eine hohe Bewertung beziehungsweise eine Überbewertung am US-Aktienmarkt nicht eindeutig belegen lässt. Manche Titel erscheinen sogar günstig. Und da sich die Wirtschaft wie ausgeführt in den kommenden Monaten weiterhin robust entwickeln dürfte, sehen wir derzeit noch keine Anzeichen für nachhaltig sinkende Kurse. Unsere eher verhaltene Prognose für die Entwicklung des S&P 500-Index speist sich aus anderen Überlegungen: Der Renditeanstieg für USD-Anleihen sowie die voraussichtlich anstehenden Leitzinsanhebungen durch die Fed erhöhen die relative Attraktivität des Renten- und Geldmarktes gegenüber dem Aktienmarkt. Außerdem dürfte die günstige Bewertung europäischer Aktien das Potenzial in den USA begrenzen. DAX und Euro Stoxx 50 kommen derzeit auf ein KGV von ungefähr 16.

**Der US-amerikanische Aktienmarkt verzeichnete im Januar zunächst eine Beschleunigung des Anstiegs und Anfang Februar einen deutlichen Rückgang. Im weiteren Verlauf des Februars erholten sich die Aktienkurse per Saldo jedoch wieder. Am Beginn der Abwärtsbewegung stand ein sogenannter Flash-Crash. Die ausgesprochen lange, bereits seit Frühjahr 2009 anhaltende Kursrallye dürfte die Bereitschaft von Investoren erhöht haben, sich in dem Moment rapider fallender Kurse von ihren Aktien zu trennen und Gewinne zu realisieren. Aufgrund der weiterhin konjunkturell günstigen Lage bei gleichzeitig tendenziell eher steigenden Zinsen rechnen wir im weiteren Jahresverlauf nur noch mit einer leichten Aufwärtsbewegung der US-Aktien und einem Anstieg der Volatilität.**

## Prognoseübersicht

### G3 (+UK) Konjunkturindikatoren und Wechselkurse

	Reales BIP Wachstum (%)					Inflation (CPI) <sup>1</sup>					Arbeitslosenquote (%) <sup>1</sup>				
	2014	2015	2016	2017	2018e	2014	2015	2016	2017	2018e	2014	2015	2016	2017	2018e
EWU	1,4	2,0	1,8	2,5	2,25	0,4	0,0	0,2	1,5	1,5	11,6	10,9	10,0	9,1	8,7
- Deutschland	1,9	1,5	1,9	2,5	2,25	0,9	0,2	0,5	1,7	1,75	6,7	6,4	6,1	5,7	5,4
UK	3,1	2,4	1,9	1,7	1,25	1,5	0,1	0,6	2,7	2,5	6,2	5,4	4,9	4,4	4,5
USA	2,6	2,9	1,5	2,3	2,5	1,6	0,1	1,3	2,1	2,25	6,2	5,3	4,9	4,4	4,0
Japan	0,3	1,4	0,9	1,7	1,25	2,8	0,8	-0,1	0,5	0,75	3,6	3,4	3,1	2,8	2,8

	Leistungsbilanz (% des BIP)					Budgetsaldo (% des BIP)					Wechselkurs (US\$) <sup>2</sup>				
	2014	2015	2016	2017	2018e	2014	2015	2016	2017	2018e	2014	2015	2016	2017	2018e
EWU	2,5	3,2	3,5	3,1	3,0	-2,6	-2,1	-1,5	-1,3	-1,0	1,21	1,09	1,05	1,20	1,23
- Deutschland	7,4	8,5	8,3	8,1	7,7	0,3	0,6	0,8	0,7	0,8	-	-	-	-	-
UK	-4,7	-4,3	-4,4	-3,6	-3,3	-5,6	-4,3	-2,9	-2,9	-2,3	1,56	1,47	1,23	1,35	1,37
USA	-2,1	-2,4	-2,4	-2,4	-2,6	-4,0	-3,5	-4,4	-4,3	-3,8	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Japan	0,8	3,1	3,8	3,6	3,8	-5,4	-3,5	-4,2	-4,1	-3,3	120	120	117	113	125

<sup>1</sup> Jahresdurchschnitt

<sup>2</sup> US\$ gg. Währung, Japan: JP¥ gegen US\$, jeweils zum Jahresende

Quelle: Daten für Leistungsbilanz und Budgetsaldo vom IWF (einschließlich der Prognosewerte), bezogen über Haver. Sonstige Prognosen von W&W Asset Management GmbH, historische Daten werden über Haver bezogen.

### G3 (+UK) Zinsen

	Leitzinsen <sup>1</sup>					10 Y (Government)				
	2014	2015	2016	2017	2018e	2014	2015	2016	2017	2018e
EWU	0,05	0,05	0,0	0,0	0,0	0,5	0,6	0,2	0,4	0,9
UK	0,5	0,5	0,25	0,5	0,5	1,8	2,0	1,2	1,2	1,75
USA	0-0,25	0,25-0,5	0,5-0,75	1,25-1,5	2,0-2,25	2,2	2,3	2,4	2,4	3,0
Japan	0-0,1	0-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,3	0,3	0,0	0,1	0,1

(Angaben jeweils zum Jahresende)

<sup>1</sup> EWU: Main Refinancing Operation; UK: Official Bank Rate; USA: Fed Funds Target Rate; Japan: Policy Rate.

Quelle: Für historische Daten Haver und Bloomberg. Prognosen von W&W Asset Management GmbH.

### Rohstoffe

	Q3 15	Q4 15	Q1 16	Q2 16	Q3 16	Q4 16	Q1 17	Q2 17	Q3 17	Q4 17	28.02.
CRB-Index <sup>1</sup>	193,8	176,1	170,5	192,6	186,3	192,5	185,9	174,8	183,1	193,9	193,9
Ölpreis (Brent) <sup>1*</sup>	48,4	37,3	39,6	49,7	49,1	56,8	52,8	47,9	57,5	66,87	65,78

<sup>1</sup> Angaben jeweils zum Periodensende

\* Oil Brent Physical Del, US\$/Barrel

Quelle: Bloomberg, Haver

Diese Publikation dient ausschließlich Ihrer Information und stellt keine Anlageempfehlung dar. Sie soll Ihnen lediglich Ihre selbstständige Anlageentscheidung erleichtern. Auch kann sie ein individuelles Beratungsgespräch nicht ersetzen. Die in dieser Veröffentlichung enthaltenen Informationen beruhen auf öffentlich zugänglichen Quellen, die der Herausgeber für vertrauenswürdig erachtet. Die hierin enthaltenen Einschätzungen entsprechen der bestmöglichen Beurteilung zum jeweiligen Zeitpunkt. Auch können sie sich – ohne Mitteilung hierüber – ändern. Für die Richtigkeit, Aktualität und Vollständigkeit der zur Verfügung gestellten Daten/Informationen übernehmen wir keine Haftung oder Garantie. Die W&W Asset Management behält sich auch das Recht vor, Änderungen oder Ergänzungen der bereitgestellten Informationen vorzunehmen.